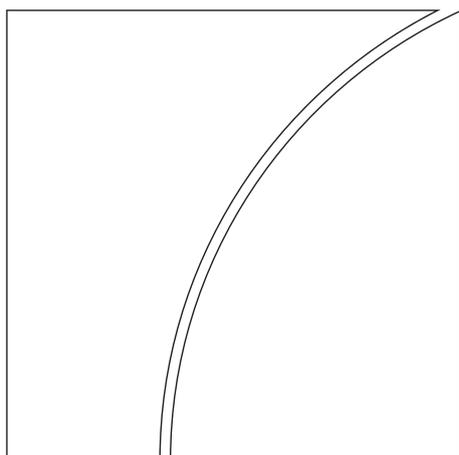




BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH



77. Jahresbericht

1. April 2006 – 31. März 2007

Basel, 24. Juni 2007

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 2007. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen – mit Quellenangabe – wiedergegeben oder übersetzt
werden.*

ISSN 1021-2485 (Druckversion)

ISSN 1682-7724 (Online)

ISBN 92-9131-361-0 (Druckversion)

ISBN 92-9197-361-0 (Online)

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

Inhalt

Vorwort	1
I. Einleitung: Ein Puzzle aus vielen Teilen	3
Die Nachfrage- und die Angebotsseite	5
Monetäre und finanzielle Rahmenbedingungen	8
Wechselkurse, globale Ungleichgewichte und Reservenmanagement	11
II. Die Weltwirtschaft	13
Schwerpunkte	13
Die Weltwirtschaft im Überblick	14
<i>Allgemeine Entwicklung</i>	14
<i>Merkliche Verlagerung der globalen Wachstumsschwerpunkte</i>	16
<i>Hat sich die übrige Welt vom US-Wirtschaftswachstum abgekoppelt?</i> ...	18
<i>Verbesserung der strukturellen Haushaltssalden</i>	20
<i>Stabilisierung der Leistungsbilanzen, doch zugrundeliegende</i> <i>Ungleichgewichte bestehen fort</i>	21
Konsum der privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern	23
<i>Veränderungen beim Vermögen und bei der Kreditaufnahme</i> <i>privater Haushalte</i>	24
<i>Verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten und Verbrauch</i> <i>privater Haushalte</i>	26
<i>Wie widerstandsfähig ist die Vermögensposition der privaten Haushalte?</i>	28
<i>Die Rolle versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten</i>	29
<i>Aussichten für ein geändertes Konsum- und Sparverhalten der</i> <i>privaten Haushalte</i>	31
Inflationsentwicklung	32
<i>Inflationsrückgang aufgrund fallender Energiepreise</i>	32
<i>Anhaltende Ungewissheit hinsichtlich des zugrundeliegenden</i> <i>Inflationsdrucks</i>	33
<i>Die Rolle von Inflationserwartungen</i>	36
Ausblick: eine willkommene Abschwächung von Wachstum und Inflation?	38
III. Aufstrebende Volkswirtschaften	40
Schwerpunkte	40
Wirtschaftliche Entwicklungen	41
<i>Ausblick und Herausforderungen für die Zukunft</i>	42
<i>Geldpolitik</i>	46
Mittelfristige fiskalpolitische Anpassungen und Schuldenmanagement	51
<i>Stabilisierung und Abbau der Verschuldung</i>	51
<i>Schuldenmanagement</i>	53
Devisenströme und Vermögenspreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften	54
<i>Stilisierte Fakten</i>	54

<i>Auswirkungen auf Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften</i>	57
Chinas Außenhandel: stilisierte Fakten und Folgen	61
<i>Handelsbeziehungen im Wandel</i>	62
<i>Mittelfristige Folgen: Chinas Einfluss auf die Handelsmöglichkeiten</i>	64
<i>Schockanfälligkeit und -resistenz im aufstrebenden Asien (ohne China)</i> . .	66
<i>Folgen für die Wechselkurspolitik</i>	67
IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern	69
Schwerpunkte	69
Entwicklungen im Einzelnen	70
USA	70
Euro-Raum	72
Japan	75
<i>Länder mit Inflationsziel</i>	78
Die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate in der geldpolitischen Praxis	82
<i>Rollenwandel der Geldmengen- und Kreditaggregate</i>	
<i>vor den 1980er Jahren</i>	83
<i>Schwindende Bedeutung der Geldmengenaggregate</i>	
<i>seit den 1980er Jahren</i>	85
<i>Inflationsziele auf dem Vormarsch</i>	87
<i>Gewinnen die quantitativen Aggregate wieder an Bedeutung?</i>	88
<i>Rückkehr der Kreditaggregate</i>	89
<i>Berücksichtigung der Geldmengen- und Kreditentwicklung</i>	
<i>bei geldpolitischen Beschlüssen</i>	91
V. Devisenmärkte	93
Schwerpunkte	93
Entwicklungen an den Devisenmärkten	94
<i>Wechselkursniveaus aus längerfristiger Perspektive</i>	96
<i>Bedingungen an den Devisenmärkten</i>	97
Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen	97
<i>Zinsdifferenzen und Bedeutung von Carry-Trades</i>	98
<i>Wechselkurspolitik</i>	103
<i>Globale Ungleichgewichte</i>	105
<i>Rohstoffpreise</i>	106
Akkumulierung von Währungsreserven und Reservenverwaltung	107
<i>Die wichtigsten Trends im Reservenmanagement</i>	107
<i>Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Trends</i>	109
<i>Herausforderungen</i>	110
VI. Finanzmärkte	114
Schwerpunkte	114
Renditen unter dem Einfluss unterschiedlicher Wachstumsaussichten	115
<i>Flachere Renditenstrukturkurven in Japan und im Euro-Raum</i>	115
<i>Unterschiedliche Wachstumsaussichten und gemäßigte Inflations-</i>	
<i>erwartungen</i>	116
<i>Rückgang der Anleiherenditen auch wegen niedrigerer Laufzeitprämien</i>	118
<i>Implizite Zinsvolatilitäten weiterhin rückläufig</i>	119
Robuste Aktienmärkte trotz gelegentlicher Volatilitätsphasen	121
<i>Hohe Unternehmensgewinne beleben die Märkte</i>	122

<i>Fusionen und Übernahmen stützen den Markt</i>	123
<i>Bewertungsniveau</i>	124
Renditeaufschläge nahe historischen Tiefständen	125
<i>Überdurchschnittliche Kursgewinne bei den Hochzinsanleihen</i>	126
<i>Höhere Risikobereitschaft der Anleger</i>	128
<i>Rasant steigender Absatz von strukturierten Kreditprodukten</i>	129
<i>Eine Wende im Kreditzyklus?</i>	131
Große Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften	133
<i>Haben sich Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften bereits als Anlagekategorie etabliert?</i>	135

VII. Der Finanzsektor in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte	138
Geschäftsentwicklung der Finanzinstitute	138
<i>Geschäftsbanken</i>	139
<i>Investment-Banking</i>	141
<i>Hedge-Fonds</i>	142
<i>Versicherungsgesellschaften</i>	143
Schwachstellen	145
<i>Immobilienengagements</i>	145
<i>Wohnimmobilien</i>	146
<i>Gewerbeimmobilien</i>	147
<i>Fremdfinanzierung</i>	148
<i>Der Kreditzyklus</i>	150
Internationalisierung des Bankgeschäfts	152
<i>Trends und Entwicklungsmuster</i>	153
<i>Herausforderungen bei der Gestaltung der Rahmenbedingungen</i>	157
<i>Auf Einzelinstitutsebene</i>	157
<i>Auf Systemebene</i>	159

VIII. Schlussbemerkungen: Vorbeugen statt heilen?

Aktuelle Themen für die Entscheidungsträger	162
Herausforderungen für die Geldpolitik	168
Und was jetzt?	173

Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit	179
Verwaltungsrat und oberste Führungsebene	212
Mitgliedszentralbanken der BIZ	215
Jahresabschluss	217
Bericht der Buchprüfer	251
5-Jahres-Überblick	252

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 30. Mai und 7. Juni 2007 abgeschlossen.

Grafiken

II.1	Globale Wirtschaftsentwicklung	13
II.2	Rohstoffpreise und Terms of Trade	14
II.3	Analyse der Abschwächung am US-Wohnimmobilienmarkt	17
II.4	Nachfrage, Produktion und Korrelation der Vermögensmärkte	18
II.5	Konsumneigung	23
II.6	Vermögen und Schuldenlast der privaten Haushalte	24
II.7	Phasen von Preisrückgängen bei Vermögenswerten	28
II.8	Teuerung mit und ohne Nahrungsmittel bzw. Energie	32
II.9	Indikatoren für ungenutztes Produktionspotenzial und Produktivitätstrends	34
II.10	Inflationserwartungen	37
III.1	Rohstoffpreise und Verbraucherpreisanstieg	44
III.2	Verbraucherpreisanstieg	45
III.3	Monetäre Rahmenbedingungen	47
III.4	Kredite an den Privatsektor	48
III.5	Aufbau von Devisenreserven und monetäre Entwicklung	50
III.6	Entwicklung der Verschuldung	51
III.7	Entwicklung der öffentlichen Finanzen	52
III.8	Kapitalströme in aufstrebenden Volkswirtschaften	56
III.9	Preise von Vermögenswerten	58
III.10	Volatilität der verschiedenen Anlagekategorien	58
III.11	Korrelationen an Vermögensmärkten	60
III.12	Außenhandel	61
III.13	Chinas Außenhandel nach Handelspartner und Güterart	63
III.14	Chinas Außenhandel nach Wertschöpfungsgrad der Güter	64
III.15	Handelsbeziehungen	67
IV.1	Wirtschaftsindikatoren in den USA	70
IV.2	Wirtschaftspolitische Aussichten der USA	72
IV.3	Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum	73
IV.4	Kommunikation der EZB und Marktunsicherheit	74
IV.5	Wirtschaftsindikatoren in Japan	76
IV.6	Deflation und wirtschaftliche Erholung in Japan	77
IV.7	Ziele für Inflation und Leitzinsen	79
IV.8	Geldpolitik, weltweite Liquidität und Inflation	83
IV.9	Produktionslücke, Geldmengenwachstum und Inflation	85
IV.10	Geldmengenziele	86
IV.11	Veränderung der Geldumlaufgeschwindigkeit	87
IV.12	Geldmengen- und Preistrends in den fortgeschrittenen Industrieländern	88
IV.13	Boom-Bust-Phase in Japan, 1982–93	90
V.1	Wechselkurse und Zinsdifferenzen	94
V.2	Nominale effektive Wechselkurse	95
V.3	Nominale effektive Wechselkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens	95

V.4	Aktuelle reale effektive Wechselkurse in langfristiger Perspektive	96
V.5	Implizite Volatilität	97
V.6	Absatz von Uridashi-Anleihen und Positionen in Währungsfutures	99
V.7	Wechselkurse, Kennzahlen für das Verhältnis Carry/Risiko und Umsatz an den Devisenmärkten	101
V.8	Nominale effektive Wechselkurse rohstoffexportierender Länder und Rohstoffpreise	106
VI.1	Zinssätze	115
VI.2	Terminzinskurven	116
VI.3	Prognosen für 2007 und Inflationsaufschlag	117
VI.4	Erwartete Zinssätze und Laufzeitprämien	118
VI.5	Langfristige Zinsvolatilität in den USA	120
VI.6	Aktienkurse	121
VI.7	Volatilität und Risikobereitschaft an den Aktienmärkten	122
VI.8	Fusionen und Übernahmen, Börsengänge	124
VI.9	Bewertungen an den Aktienmärkten	125
VI.10	Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen	126
VI.11	US-Hypothekenmarkt	127
VI.12	Risikobereitschaft an den Kreditmärkten	129
VI.13	Absatz von Collateralised Debt Obligations (CDO)	130
VI.14	Ausfallquoten, Renditenaufschläge und Gewinne	131
VI.15	Solidität der Unternehmensbilanzen	132
VI.16	Aufstrebende Volkswirtschaften	134
VI.17	Anlagen in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften	135
VII.1	Kreditwachstum	140
VII.2	Indikatoren für Geschäft und Risiken von Investmentbanken	142
VII.3	Größe, Erfolgsentwicklung und Hebeleffekt bei Hedge-Fonds	143
VII.4	Versicherungsgesellschaften: Aktienbestände und Erfolgsentwicklung	144
VII.5	Engagement der Banken im Immobilienbereich	145
VII.6	US-Hypothekenmarkt	146
VII.7	Private Equity: Zahlungsströme und Erfolgsentwicklung	149
VII.8	Umfang und Risiko von LBO-Krediten	149
VII.9	Indikatoren für die Solidität des Bankensystems	151
VII.10	Risikopreise an den Konsortialkredit- und Anleihenmärkten	152
VII.11	Präsenz von Auslandsbanken am inländischen Kreditmarkt	153
VII.12	Inlandsforderungen im Aufnahmeland	155
VII.13	Refinanzierung lokaler Forderungen	156
VII.14	Internationales Bankgeschäft	157

Tabellen

II.1	Aktueller globaler Konjunkturaufschwung im Vergleich	15
II.2	Handelsbeziehungen mit den USA	19
II.3	Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage und mittelfristige Prognosen	20
II.4	Leistungsbilanzsalden weltweit	22
II.5	Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuldung	25
II.6	Maße für die Variabilität von Einkommen und Konsum	27
II.7	Voraussichtlicher Effekt der demografischen Alterung auf die öffentlichen Ausgaben	30

II.8	Veränderung der Inflation und ihrer Beiträge	35
II.9	Wachstum und Inflation	38
III.1	Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanzsaldo	41
III.2	Zahlungsbilanz	55
III.3	Handelsbeziehungen Asiens	62
IV.1	Geldmengenwachstum als Vorlaufindikator für die Kerninflation	89
V.1	Zinsdifferenzen, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und Wechselkursvolatilität	100
V.2	Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr	103
V.3	Währungsreserven und Kennzahlen für angemessene Höhe	109
VII.1	Rentabilität von Großbanken	139
VII.2	Preise gewerblicher Immobilien	148

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.

77. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 24. Juni 2007 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2007 abgeschlossene 77. Geschäftsjahr vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt SZR 639,4 Mio., verglichen mit SZR 599,2 Mio. im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2006/07 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 209).

Der Verwaltungsrat schlägt der Generalversammlung in Anwendung von Artikel 51 der Statuten der Bank vor, SZR 139,3 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 255 je Aktie zu verwenden, zahlbar in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken. Im Vorjahr wurde eine Dividende von SZR 245 je Aktie gezahlt.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, SZR 50,0 Mio. dem Allgemeinen Reservefonds, SZR 6,0 Mio. dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von SZR 444,1 Mio. dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2006/07 den Aktionären am 2. Juli 2007 gezahlt.

Basel, 8. Juni 2007

MALCOLM D. KNIGHT
Generaldirektor

I. Einleitung: Ein Puzzle aus vielen Teilen

Seit einigen Jahren verzeichnet die Weltwirtschaft eine außerordentlich hohe Dynamik, und das gilt auch für den Betrachtungszeitraum dieses Jahresberichts von April 2006 bis Mai 2007. Als wichtigster Grund ist erstens das anhaltend starke Wachstum der Realwirtschaft zu nennen, das eine der höchsten Raten seit dem Zweiten Weltkrieg aufwies. Auch dass an diesem Wohlstandsgewinn viele der ärmsten Länder der Welt teilhatten, war sehr willkommen. Zweitens blieb die Kerninflation trotz des raschen Wachstums und erheblicher Preisschübe bei den meisten Rohstoffen in der Regel verhalten. Drittens waren die Realzinsen und die unterschiedlichen Risikoprämien nach wie vor ungewöhnlich niedrig. Viertens konnten die enormen Ungleichgewichte im Welthandel bisher problemlos finanziert werden, und die Wechselkurse blieben generell recht stabil. Für sich genommen würde jeder dieser Aspekte wohl ohne Weiteres begrüßt werden. Die Kombination dieser Entwicklungen ist jedoch so außergewöhnlich, dass sich die Frage nach ihren Ursachen und – damit verbunden – ihrer Nachhaltigkeit stellt.

Es gibt verschiedene Hypothesen, die jeweils einige dieser Entwicklungen zu erklären versuchen, aber keine davon passt auf alle. Beispielsweise lässt sich zur Erklärung der weltweit niedrigen Inflation und tiefen Zinssätze durchaus ein globaler „Investitionsstreik“ postulieren. Schwieriger ist es jedoch, diese Hypothese mit den jüngsten Rekordwachstumsraten der Realwirtschaft in Einklang zu bringen. Die Globalisierung als positiven inflationsdämpfenden Schock auf der Angebotsseite zu sehen ist ebenfalls verlockend. Aber welche Kräfte haben dann zugleich die Nachfrage und das weltweite Wachstum in die Höhe getrieben? Die Argumentation, dass das Angebot sich einfach seine eigene Nachfrage schaffe, wäre auf kurze Sicht sicherlich in Frage zu stellen, lässt aber ohnehin eine wichtige Tatsache außer Acht. Während der Schock auf der Angebotsseite seinen Ursprung im Wesentlichen in den aufstrebenden Volkswirtschaften hatte, entfiel der Nachfrageanstieg zum größten Teil auf die fortgeschrittenen Industrieländer, vor allem die USA. Was könnte zu dieser asymmetrischen Entwicklung und den damit verbundenen Ungleichgewichten im Welthandel geführt haben? Schließlich dürfte die Glaubwürdigkeit wachsender Zentralbanken dazu beigetragen haben, über lange Zeit niedrige Inflationsraten und ein hohes Realwachstum zu sichern. Das kann aber nicht die ganze Erklärung sein, denn fast das gesamte Jahrzehnt über waren die Realzinssätze äußerst niedrig und die Raten der Kreditschöpfung sehr hoch.

Doch auch wenn jede dieser Hypothesen für sich genommen ihre Schwächen hat, könnten sie insgesamt durchaus eine schlüssige Erklärung für die günstige weltwirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre liefern. Zuerst

sei die Hypothese des Investitionsstreiks unter die Lupe genommen, also die Annahme zu geringer Ex-ante-Anlageinvestitionen bei einer hohen Ex-ante-Ersparnis. Als Hauptgrund für diese Diskrepanz in den letzten Jahren wird angeführt, dass die Investitionsquoten in vielen Ländern nach vorangegangenen Boom-Bust-Zyklen gedämpft sind. In Japan und Deutschland gewinnen die Unternehmensinvestitionen erst seit etwa einem Jahr an Fahrt, und in Südostasien zeichnet sich noch immer kaum eine Belebung ab. Auch in den USA sind die Unternehmensinvestitionen in Relation zum BIP seit dem Platzen der Blase der „neuen Ära“ Ende der 1990er Jahre sehr schwach geblieben. Vor diesem Hintergrund einer allgemein schleppenden Investitionsnachfrage wurde die Weltwirtschaft gleichzeitig mit einer beträchtlichen Angebotssteigerung konfrontiert. Die Globalisierung und der Wiedereintritt ehemaliger Planwirtschaften in das liberalisierte Handelssystem spielten dabei eine entscheidende Rolle. Von großer Bedeutung waren jedoch auch Produktivitätssteigerungen im Zusammenhang mit technologischen Fortschritten, vor allem in den Bereichen IT und Vertrieb. Das Zusammenspiel dieser Faktoren mit der Glaubwürdigkeit, die sich die Zentralbanken im Kampf gegen die Inflation in den 1980er Jahren erworben hatten, verstärkte die disinflationäre Dynamik der Weltwirtschaft zusätzlich.

Angesichts der sehr niedrigen Inflation, die aus der Kombination dieser Entwicklungen resultierte – in einigen Ländern gab es sogar Bedenken wegen einer Deflation –, ist die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern seit etlichen Jahren ungewöhnlich locker. Verstärkt wurde diese Tendenz noch dadurch, dass die Finanzmarktkrisen 1997 (Ostasien) und 1998 (LTCM) sowie der Einbruch an den weltweiten Aktienmärkten 2001 nach Einschätzung der Zentralbanken eine Reaktion erforderten. Als Folge einer derart lockeren Geldpolitik in den Industrieländern wäre vielleicht eine Abwertung der betreffenden Währungen und damit einhergehend eine Aufwertung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften zu erwarten gewesen. Da diese Volkswirtschaften aber ebenfalls niedrige Inflationsraten verzeichneten und viele Länder Währungsreserven aufbauen wollten, um für künftige Krisen gerüstet zu sein, bestand allgemein nicht die Bereitschaft, eine solche Anpassung zuzulassen. Es kam zu massiven sterilisierten Devisenmarktinterventionen, insbesondere in Asien, und die monetären Bedingungen in den einzelnen Ländern blieben ebenfalls sehr locker. Durch die Wiederanlage der akkumulierten Währungsreserven wurde zudem der US-Dollar gestützt, und die ohnehin reichliche Liquidität an den Finanzmärkten der Industrieländer nahm weiter zu.

Dies waren jedoch nicht die einzigen Einflusskräfte, die die weltweite Geldmengen- und Kreditexpansion in den letzten Jahren begünstigten. Analog zu den tiefgreifenden strukturellen Veränderungen in der Realwirtschaft hat sich auch der Finanzsektor grundlegend gewandelt. Neue Risikomanagementtechnologien, Instrumente und Akteure treten zunehmend in Erscheinung, und der Wettbewerb verlangt es, dass im Zuge des Renditestrebens jegliche potenzielle Gewinnchance in vollem Umfang genutzt wird.

Diese monetären und finanziellen Entwicklungen haben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so belebt, dass ihr Anstieg dem des weltweiten Angebots entspricht. In dieser Einleitung wird dargelegt, wie diese einzelnen

Einflussfaktoren gewissermaßen als Puzzleteile zum Erfolg der letzten rund zwölf Monate beigetragen haben. Allerdings ist dieser Erfolg mit mindestens zwei Beobachtungen zu ergänzen, auf die in den Schlussbemerkungen dieses Jahresberichts näher eingegangen wird.

Erstens ist es zumindest nicht ausgeschlossen, dass die massiven finanziellen Ausgabenimpulse die Weltwirtschaft ganz oder doch zu einem erheblichen Teil unversehens in eine Situation manövriert haben, in der erneut Inflationsdruck entstehen könnte. Zweitens weichen – nicht zuletzt als Folge all dieser Impulse vonseiten der Geldpolitik und des Finanzsektors – immer mehr Wirtschafts- und Finanzvariablen beträchtlich von dem ab, was als traditionelle „Norm“ angesehen werden könnte. Insbesondere haben die lockeren Finanzierungsbedingungen dazu geführt, dass die Sparquote der privaten Haushalte in den USA stärker als je zuvor gesunken und die Investitionsquote in China in ebenso ungewöhnlichem Maße gestiegen ist. Ob sich dies letztlich als nachhaltig erweisen wird und mit dem grundlegenden Strukturwandel neue „Normen“ entstehen werden oder ob es doch in eher herkömmlicher Weise zu einer Rückkehr zum Mittelwert kommt, bleibt abzuwarten.

Die Nachfrage- und die Angebotsseite

Der rapide Aufschwung der Weltwirtschaft hat sich in den letzten rund zwölf Monaten fortgesetzt, und es gab praktisch keine Region, die nicht davon profitierte. China und Indien expandierten nach wie vor in atemberaubendem Tempo und zogen die meisten übrigen asiatischen Länder mit sich, während die Ölförderländer größtenteils ein Rekordwachstum ihres Volkseinkommens verzeichneten. Desgleichen florierte – mit wenigen Ausnahmen – die Wirtschaft in Lateinamerika sowie in Mittel- und Osteuropa. Dank einer besseren Wirtschaftspolitik sowie aufgrund höherer Rohstoffpreise blieb das Wachstum in weiten Teilen Afrikas ebenfalls ungewöhnlich hoch.

Auch die wichtigsten Industrieländer standen sehr gut da, und es gab sogar weitere Anzeichen für eine willkommene Verschiebung der Wachstumsschwerpunkte, denn der Aufschwung in Japan und dem Euro-Raum beschleunigte sich weiter, während das Wachstum der Inlandsnachfrage in den USA allmählich nachgab. Vor allem Deutschland überwand seine lange Starre mit unerwarteter Kraft. Mit der Zeit kamen jedoch zunehmend Bedenken auf, dass sich die US-Wirtschaft übermäßig abschwächen und das Wachstum andernorts in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Die Konsumausgaben in den USA gerieten erst nach einigen hohen Zuwächsen ins Stocken, sodass eine gewisse Abschwächung zu diesem Zeitpunkt nicht unerwartet kam. Doch eine Rolle spielte wohl auch, dass Einkommen und Beschäftigung nicht im gleichen Maße gestiegen waren und dass ein großer Teil des Konsums durch Verschuldung und niedrigere Ersparnis finanziert wurde. Besorgniserregend war insbesondere eine mögliche Verknüpfung mit dem Wohnimmobilienzyklus in den USA, bei dem Anfang 2006 eine markante Abwärtsbewegung eingesetzt hatte.

Das ganze letzte Jahr über nahmen die Baubeginne von Wohnhäusern in den USA drastisch ab, und die Zahl der zum Verkauf stehenden

Wohnimmobilien stieg im Verhältnis zu den tatsächlichen Verkäufen auf einen Stand, der zuletzt Anfang der 1970er Jahre verzeichnet worden war. Die Auswirkungen auf die Beschäftigung im Bausektor sind noch nicht in vollem Umfang spürbar, aber die gleichzeitige starke Abschwächung des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien beginnt sich bemerkbar zu machen. Die Verbraucher haben deutlich weniger Spielraum, Wertsteigerungen bei Wohneigentum als Sicherheit einzusetzen, um sich zu verschulden und Ausgaben zu tätigen. Zudem konnten manche Schuldner nicht erstklassiger Bonität ihre Hypotheken nur mithilfe solcher Refinanzierungen bedienen. Ist ihnen dieser Weg versperrt, dürften viele ihr Wohneigentum verlieren, und der Bestand an zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien könnte dann noch weiter wachsen. Glücklicherweise gibt es bisher keine klaren Anzeichen dafür, dass diese Entwicklungen das allgemeine Konsumklima in den USA beeinträchtigt hätten, wenngleich die Verfügbarkeit von Verbraucherkrediten allmählich etwas stärker eingeschränkt wird.

Zwar war die Hoffnung gehegt worden, dass die US-Unternehmensinvestitionen die vom Markt für Wohnimmobilien ausgehende Bremswirkung ausgleichen würden, doch gegen Ende 2006 gingen die Investitionen zurück. Dies überraschte viele, denn die Kapazitätsauslastung nahm zu, die US-Unternehmensgewinne waren sehr hoch, und die Finanzierungsbedingungen blieben günstig. Außerdem zeichnete sich in anderen fortgeschrittenen Industrieländern wie z.B. Deutschland und Japan wieder eine Verbesserung des Investitions- und Geschäftsklimas, wenn auch noch nicht des Verbrauchervertrauens und der Konsumausgaben, ab. Doch die Investitionen müssen sich nach den Ertragserwartungen richten, und hier waren die Zeichen der Zeit vielleicht weniger positiv: 2006 verlangsamten sich die Produktivitätszuwächse in den USA, der Lohnanstieg beschleunigte sich, und das Wachstum der Unternehmensgewinne außerhalb des Finanzsektors schwächte sich rasch ab. Mit Blick auf die Zukunft könnten die Gewinnerwartungen auch durch die Befürchtung gedämpft worden sein, dass die inländische Konsumnachfrage in den USA womöglich ins Stocken gerate, gerade wenn zugleich viele der im Zuge des jüngsten Investitionsbooms in China entstandenen Produktionsanlagen in Betrieb genommen werden. Und möglicherweise wäre auch die Konsumnachfrage in anderen Ländern betroffen.

Fest steht, dass der wachsende Einfluss Chinas und Indiens auf die Weltwirtschaft immer schwerer zu ignorieren ist. In China betrug die – größtenteils exportorientierten – Investitionsausgaben im letzten Jahr fast 45% des BIP. Die chinesischen Unternehmen haben sich überdies in der Wertschöpfungskette rasch weiter nach oben bewegt und decken nun vermehrt auch Dienstleistungsbereiche ab, die bisher als nicht handelbar galten. Indien baute seinen Exportsektor im letzten Jahr ebenfalls weiter aus. Es gab sogar Hinweise darauf, dass das Land zusätzlich zu den IT-Dienstleistungen, für die es bekannt geworden ist, energischer in den Bereich des verarbeitenden Gewerbes vorrückte. Sowohl chinesische als auch indische Unternehmen tätigen inzwischen erhebliche Direktinvestitionen im Ausland. Berichten zufolge geht es China dabei vor allem darum, sich seine künftige Rohstoffversorgung zu sichern.

Bedingt durch das hohe Produktivitätswachstum konnten Löhne und Unternehmensgewinne in China in gesamtwirtschaftlicher Betrachtung stark ansteigen, ohne dass die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt wurde. Doch es wurden erneut Bedenken laut, dass die Löhne nicht angemessen in inländische Konsumausgaben umgesetzt würden. Dass die Unternehmensgewinne zunehmend konzentriert zu sein schienen, während das Investitionswachstum breit abgestützt war, ließ außerdem Überkapazitäten und eine weitere Abhängigkeit vom Export befürchten, sollten sich die inländischen Investitionen abschwächen. Obwohl die chinesische Regierung im Laufe des Jahres administrative und geldpolitische Maßnahmen ergriff, um die Konjunktur zu bremsen, wurden die Wachstumserwartungen im Berichtszeitraum weiter nach oben korrigiert. In Indien wurde die Geldpolitik ebenfalls gestrafft, aber die rasante Expansion der Wirtschaft setzte sich fort.

Vor diesem Hintergrund schwächte sich der weltweite Verbraucherpreisanstieg im letzten Jahr erneut ab. Eine zentrale Rolle spielte dabei allerdings, dass sich der vorangegangene Höhenflug der Energiepreise teilweise umkehrte. Die Kerninflation war in China, Japan und einigen Ländern Kontinentaleuropas relativ niedrig und stabil, obgleich eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika hohe bzw. steigende Raten verzeichneten. Auch in den USA wurde zum Teil ein unwillkommener, wenn auch nur leichter Preisauftrieb beobachtet. Die längerfristigen Inflationserwartungen aber blieben in den USA ebenso wie in anderen Ländern, in denen entsprechende Informationen aus Erhebungen oder Finanzmarktdaten verfügbar waren, recht stabil. Darüber hinaus gab es im Berichtszeitraum keine eindeutigen Hinweise darauf, dass sich der in den letzten Jahren zu beobachtende Rückgang der Inflationsvolatilität sowie der Überwälzung kosten-treibender Schocks auf die Verbraucherpreise allmählich umkehrte.

Dennoch war es eine ziemliche Überraschung, dass das stabile Inflationsumfeld in den Industrieländern im letzten Jahr bestehen blieb, denn es zeichnete sich ab, dass die globalen Kapazitätsüberhänge schrumpften. Ende 2006 äußerten viele öffentliche Vertreter Japans die Ansicht, dass die Wirtschaft die Kapazitätsvollaustung überschritten habe, die US-Regierung schätzte ihre Volkswirtschaft als ausgelastet ein, und für den Euro-Raum insgesamt herrschte infolge eines vorangegangenen steilen Rückgangs der Arbeitslosenquote die Auffassung, dass sich die Wirtschaft der Kapazitätsvollaustung näherte. Die Lohnstückkosten, die in den USA stiegen und in vielen europäischen Ländern stabil waren, könnten mit diesen Entwicklungen in Einklang gesehen werden. Die anhaltende Lohnschwäche in Deutschland und Japan dagegen war bemerkenswert. Überdies wurde im Jahresverlauf immer fraglicher, ob von den aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin ein Impuls zur weltweiten Disinflation ausging. Sowohl China als auch Indien wiesen auf Überhitzungserscheinungen im Inland hin und gingen, wie oben erwähnt, mit konkreten Maßnahmen dagegen vor.

Die Rohstoffpreise waren für die anhaltende Mäßigung des Preisauftriebs im letzten Jahr hilfreich und hinderlich zugleich. Der Rückgang der Energiepreise, die im ersten Halbjahr 2006 drastisch angezogen hatten, war sicherlich hilfreich. Weniger hilfreich war es, dass viele andere Rohstoffpreise auf hohem

Niveau verharren, u.a. aufgrund des steilen Kostenanstiegs bei Erschließung, Gewinnung und Verarbeitung. Vielleicht am wenigsten hilfreich waren die steigenden Preise für etliche Grundnahrungsmittel. Sie waren zum Teil auf Dürren zurückzuführen, zum Teil aber auch darauf, dass Ernteerträge zunehmend nicht mehr zu Nahrungsmitteln verarbeitet, sondern für die Treibstoffproduktion verwendet wurden.

Monetäre und finanzielle Rahmenbedingungen

Vor diesem Hintergrund kräftigen Wirtschaftswachstums, aber weiterhin niedriger Inflation und stabiler Inflationserwartungen wurde die Geldpolitik in den Industrieländern moderat gestrafft. Die US-Leitzinsen, die Anfang 2004 maßvoll zu steigen begonnen hatten, blieben nach Juni 2006 stabil. Die EZB erhöhte ihre Leitzinsen im Berichtszeitraum zwar stärker, doch war hier das Ausgangsniveau niedrig gewesen. In Japan wurde die Nullzinspolitik beendet, der Leitzins wurde allerdings im Februar 2007 auf lediglich 0,5% angehoben. Die Ex-post-Realzinssätze stiegen ebenfalls an und liegen nun in den USA und im Euro-Raum etwa auf der Höhe des geschätzten Potenzialwachstums, in Japan aber noch deutlich darunter.

Nach verschiedenen Maßstäben blieben die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen in den Industrieländern insgesamt jedoch äußerst akkommodierend. Das Kreditwachstum in den G3-Volkswirtschaften erreichte Mitte 2006 mit rund 10% einen Höchststand und schwächte sich danach nur sehr leicht ab. Auch die langfristigen Realzinssätze stiegen, wenn auch in weit geringerem Maße als die Leitzinsen. Am Ende des Berichtszeitraums waren sie nicht höher als zu Beginn der Straffungen Mitte 2004. Einige Beobachter wiesen darauf hin, dass eine invertierte Renditenstrukturkurve in der Vergangenheit ein zuverlässiger Indikator für einen bevorstehenden Abschwung gewesen sei. Andere dagegen sahen in dem jüngsten Rückgang der Zinssätze am langen Ende ein ungewöhnlich ausgeprägtes Anzeichen für eine Verringerung der Laufzeit(risiko)prämien, nicht aber einen Hinweis auf die Erwartung künftig niedrigerer kurzfristiger Zinssätze.

Dieses „Zinsrätsel“ hinsichtlich der Laufzeitprämien auf die langfristigen Anleiherenditen könnte teilweise mit den Impulsen zusammenhängen, die überall auf der Welt von den Währungsbehörden gegeben wurden. Eine Rolle spielte zudem, dass sowohl der private als auch der öffentliche Sektor eine hohe Bereitschaft zur Übernahme von Währungsrisiken zeigten. Relativ niedrige Leitzinsen in vielen Industrieländern, vor allem aber in der Schweiz und in Japan, trugen dazu bei, dass in etliche aufstrebende Volkswirtschaften sowie in andere Industrieländer mit höheren Renditen weiterhin beträchtliche Kapitalströme flossen. Im Rahmen ungedeckter Carry-Trades wurden Mittel in niedrigrentierenden Währungen aufgenommen und in hochrentierenden Währungen bzw. in Ländern, in denen Vermögenspreissteigerungen oder Währungsaufwertungen erwartet wurden, angelegt. Neben den Carry-Trades spielten auch eine Vielzahl sonstiger Kapitalströme eine Rolle, insbesondere die umfangreichen Abflüsse des Anlagekapitals von Kleinanlegern aus Japan und die Fremdwährungsaufnahme privater Haushalte in Mittel- und Osteuropa

zur Hypothekenfinanzierung. Während auch in vielen Empfängerländern verbesserte gesamtwirtschaftliche Eckdaten, hauptsächlich Außenhandelsüberschüsse, als Einflussfaktor genannt wurden, wiesen andere Länder eine sich drastisch verschlechternde Leistungsbilanz und bisweilen weitere Negativindikatoren auf.

Diese Kapitalzuflüsse waren unterschiedlicher Art und verstärkten noch den Auftrieb der Aktienkurse und Immobilienpreise, der bereits von den relativ lockeren monetären Bedingungen im Inland ausging. Länder, die schon Krisen im Zusammenhang mit Kapitalflüssen erlebt hatten, vor allem in Asien, zeigten sich angesichts dieser Entwicklungen allmählich besorgt, obwohl ihre Leistungsbilanzen allgemein Überschüsse aufwiesen und die Währungsreserven umfangreich waren. Vielleicht aufgrund früherer Erfahrungen war die Bereitschaft wesentlich größer, tatsächlich eine Aufwertung zuzulassen, wenn die Währung unter Aufwertungsdruck stand. Hier sind Korea, Thailand und Brasilien hervorzuheben. Dennoch nahmen einige Länder weiterhin massive sterilisierte Interventionen vor, und die Veränderung des weltweiten Bestands an Währungsreserven war 2006 doppelt so hoch wie 2005. Darüber hinaus lockerten viele Länder entweder ihre Geldpolitik oder scheuten vor einer Straffung zurück, um nicht noch mehr Kapital anzuziehen. Im äußersten Fall griffen eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften zu administrativen Maßnahmen, um entweder die Zuflüsse zu reduzieren und das Problem der Sterilisierung abzumildern oder um Kapitalabflüsse anzuregen.

Diese Kombination einer relativ akkommodierenden Geldpolitik und einer großen Beliebtheit von Portfolioinvestitionen – Käufen von Wertpapieren aufstrebender Volkswirtschaften durch private Anleger und vor allem Käufen von Anleihen der wichtigsten Industrieländer durch Reservenmanager – scheint die Laufzeitprämien überall unter Druck gesetzt zu haben. In den Industrieländern kommt noch etwas anderes hinzu. Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften mit längerfristigen Verbindlichkeiten erwerben im Verhältnis mehr langfristige Anleihen, um sich gegen potenzielle Zinsänderungen und Neubewertungen zu „immunisieren“. Welchen Anteil jeder dieser Einflussfaktoren an der Entwicklung der längerfristigen Risikoprämien hatte, lässt sich nicht abschätzen, aber die Wirkung weist bei beiden abwärts.

Die relativ niedrigen risikofreien Zinssätze im letzten Jahr stützten sicherlich die herrschende Auffassung, dass die Liquidität weltweit überaus reichlich war, d.h. dass Kredite nicht nur billig, sondern auch zu weniger strikten Bedingungen als zuvor verfügbar waren. Institutionelle Entwicklungen im Finanzsektor trugen jedoch ebenfalls dazu bei, dass Kredite nicht nur dem Anschein nach, sondern auch tatsächlich leichter erhältlich waren. Regulierung und Technologie schufen neue Möglichkeiten, und Verhaltensänderungen sorgten für die Bereitschaft zur Kreditaufnahme.

Die Beispiele für neue Kreditinstrumente sind zahlreich, nicht zuletzt bei den Ausleihungen an die privaten Haushalte. Fast überall sind Hypothekenkredite inzwischen leichter zu bekommen, da in vielen Ländern eine Deregulierung stattgefunden hat und das erstmals in den USA praktizierte Hypotheken-Scoring nunmehr weltweit Anwendung findet. In den USA und etlichen anderen Ländern sind sowohl Hypotheken- als auch Verbraucherkredite mittlerweile sogar vielen

zugänglich, die sie zuvor gar nicht erhalten hätten. Bis gegen Ende des Berichtszeitraums wurde dies allgemein als eine positive Entwicklung begrüßt, die selbstgenutztes Wohneigentum förderte. Erst in den letzten Monaten, wie oben erwähnt, sind die Nachteile dieser Neuerungen deutlicher geworden.

Angesichts neuer Entwicklungen im Finanzsektor während des Berichtszeitraums wurden Investmentbanken von ihren Aufsichtsinstanzen wiederholt gedrängt, die Kreditbedingungen für ihre Kunden, insbesondere für Hedge-Fonds und Private-Equity-Gesellschaften, zu verschärfen und ihre Gegenpartei Risiken rigoros zu überwachen. Hedge-Fonds wiederum beteiligten sich im weiteren Jahresverlauf immer stärker an der Finanzierung von Unternehmen mit erhöhtem Risiko, indem sie forderungsgedekte Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“), Kredite an als spekulativ eingestufte Schuldner („leveraged loans“) und risikoreiche Derivate erwarben. Die im letzten Jahr in Rekordhöhe verzeichneten Fusionen und Übernahmen, die mehr als je zuvor von Private-Equity-Gesellschaften ausgingen, sorgten außerdem für ein wachsendes Angebot an den am meisten nachgefragten Vermögenswerten. Eine Erklärung für dieses lebhaftes Geschäft war womöglich der Eindruck, dass die Risiken angesichts des günstigeren gesamtwirtschaftlichen Umfelds tatsächlich gesunken waren. Ein weiterer Einflussfaktor war jedoch offenbar die zunehmende Bereitschaft praktisch aller Anleger, darunter auch der Pensions- und Investmentfonds, höhere Risiken einzugehen, um die Renditen zu steigern.

Woher kommt diese Risikobereitschaft? Ein erster Grund liegt auf der Hand: Die relativ niedrigen risikofreien Zinssätze begünstigten ein solches Verhalten, und zwar insbesondere bei den Anlegern, die aus institutionellen Gründen hohe Renditen erzielen müssen. Ein zweiter Grund war der zunehmende Wettbewerb unter den Mittelgebern. Beispielsweise gingen die Hedge-Fonds-Renditen im letzten Jahr zurück, und etliche Fonds gaben ihre Geschäftstätigkeit auf, was die verbleibenden Fonds zu einem offensiveren Verhalten zwang. Dieser Aspekt wurde sogar bei hochrentablen Banken ins Feld geführt, hinter deren Wettbewerbsverhalten Befürchtungen standen, für alle sichtbar von anderen Banken überflügelt zu werden. Am wichtigsten ist vielleicht ein dritter Grund: Das Geschäftsmodell der Mittelgeber sieht immer häufiger vor, Kredit zu gewähren und das damit verbundene Risiko dann über Verbriefung oder Derivate weiterzugeben. Dies wirft natürlich die wichtige Frage nach dem Verhältnis zwischen Auftraggebern und Beauftragten („principal-agent problem“) auf: Was geschieht, wenn die Forderungsveräußerer meinen, keine ausreichende Sorgfaltspflicht mehr einhalten zu müssen, und wenn die letztlichen Käufer weder über das Know-how noch über die Informationen verfügen, die das Risikomanagement der erworbenen komplexen Instrumente erfordert?

Die Vermögenspreise reagierten im letzten Jahr mehr oder weniger wie in den Vorjahren: Sie stiegen allgemein weiter an, womit sich ein Trend fortsetzte, der Mitte 2003 – auf dem Tiefpunkt der Leitzinsen in den wichtigsten Industrieländern – begonnen hatte. Die Wohnimmobilienpreise erhöhten sich in den meisten Ländern beträchtlich, die Kurse an den weltweiten Aktienmärkten erreichten Rekordwerte, die Spreads auf relativ risikoreiche

Instrumente, darunter auch Staatsschuldtitel, waren nach wie vor außergewöhnlich niedrig, und die Märkte für Qualitätsweine, Briefmarken und Kunst boomten stärker denn je. Dagegen blieb der Preis für den Zugang zu Liquidität – in Form von Optionen auf den Kauf und Verkauf verschiedener Instrumente – sehr niedrig.

Trotz dieser insgesamt positiven Entwicklung gab es im Verlauf des Berichtszeitraums Anzeichen dafür, dass ein Wendepunkt im Kreditzyklus bevorstehen könnte. Die Preise der meisten Finanzvermögenswerte fielen im April und Mai 2006 drastisch, erholten sich dann aber rasch. Zu erneuten, wenn auch geringeren Turbulenzen kam es Ende Februar 2007. Zwar folgte wieder eine Erholung, doch wachsende Bedenken wegen der Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt und die Volkswirtschaft der USA insgesamt erhöhten die Wahrscheinlichkeit, dass sich die finanziellen Rahmenbedingungen künftig ändern werden. In den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts werden einige Überlegungen angestellt, was diese und andere Indikatoren für die Weltwirtschaft bedeuten könnten.

Wechselkurse, globale Ungleichgewichte und Reservenmanagement

Die Befürchtungen einer ungeordneten Reaktion der Märkte auf die weltweiten Leistungsbilanzsalden ließen im letzten Jahr etwas nach, da sich das US-Außenhandelsdefizit in Prozent des BIP stabilisierte, sich das globale Nachfragewachstum leicht verschob, der effektive Wechselkurs des Dollars seinen Abwärtstrend wieder aufnahm und die Volatilität der wichtigsten Cross-Rates niedrig blieb. Was die übrigen wichtigen Währungen betraf, so schien die weitere Verschiebung des effektiven Wechselkurses des Euro ebenfalls einen Ausgleich der Leistungsbilanzsalden in der Weltwirtschaft zu unterstützen, auch wenn sie für die direkt Betroffenen nicht nur begrüßenswert war.

Weniger ermutigend waren allerdings das hartnäckig hohe US-Leistungsbilanzdefizit, die wachsende US-Auslandsverschuldung und die Tatsache, dass der reale effektive Wechselkurs des Dollars am Jahresende nur um 5 Prozentpunkte unter seinem 30-Jahres-Durchschnitt lag. Kontraproduktiv war auch, dass sich der effektive Wechselkurs des Yen weiter verschlechterte, obwohl der japanische Leistungsbilanzüberschuss sehr hoch war und sich die Währungsreserven zuvor bei rund \$ 1 Bio. stabilisiert hatten. Zu den sonstigen Ländern, deren Währungen in effektiver Betrachtung entweder kaum aufwerteten oder sogar abwerteten, gehörten einige wichtige Ölförderländer sowie China, wenngleich der Renminbi gegenüber dem US-Dollar beschleunigt an Wert gewann. Da diese Länder zudem hohe und teils sogar wachsende Außenhandelsüberschüsse aufwiesen, war auch dies einer Verringerung der globalen Außenhandelsungleichgewichte nicht zuträglich.

Bedenken im Hinblick auf die wichtigsten Cross-Rates verursachte im letzten Jahr außerdem die Möglichkeit, dass die Länder, die umfangreiche Währungsreserven halten, ihre Reservenpolitik ändern könnten. Als die Reserven weiter über das zur Liquiditätssteuerung möglicherweise erforderliche Niveau hinaus anstiegen, wurden in einer Reihe von Ländern institutionelle Änderungen bekannt gegeben, die Renditesteigerungen größeres Gewicht zukommen

lassen, selbst wenn dafür ein höheres Risiko in Kauf genommen werden müsste. Dies könnte sich künftig durchaus auf die Preise verschiedener Vermögenskategorien auswirken und im Ergebnis die derzeitige Phase überschwänglichen Kreditwachstums verlängern; die Konsequenzen für die Währungen sind dagegen weniger deutlich. Auf dieses Thema wird in den Schlussbemerkungen näher eingegangen.

Letztlich ging die Errichtung sog. Vermögensfonds durch eine Reihe von Ländern im vergangenen Jahr mit beschwichtigenden Erklärungen einher, dass weiterhin ein sorgfältiges Risikomanagement stattfinden werde. Zudem hieß es – und das ist vielleicht noch wichtiger –, dass diejenigen, die für das Management der immer höheren weltweiten Währungsreserven verantwortlich sind, die Auswirkungen auf das reibungslose Funktionieren des internationalen Finanzsystems insgesamt nach wie vor eingehend berücksichtigen würden. Mit Blick auf die Geschichte ist es ebenso wichtig wie begrüßenswert, dass sich Gläubiger und Schuldner zunehmend bewusst sind, in welchem Maße ihre Geschicke inzwischen miteinander verknüpft sind.

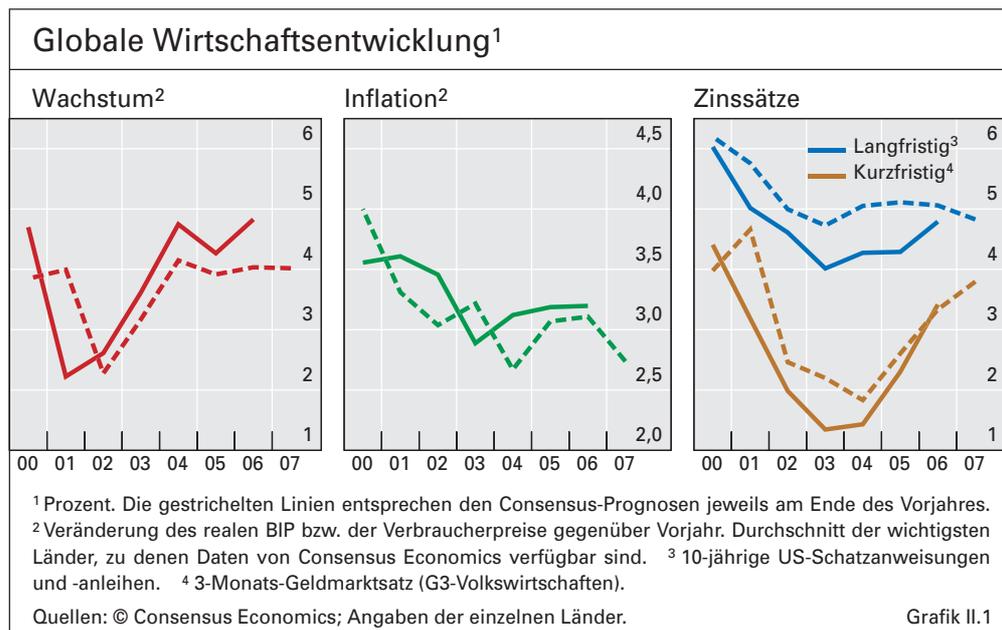
II. Die Weltwirtschaft

Schwerpunkte

Die Weltwirtschaft wuchs 2006 erneut überraschend kräftig (Grafik II.1). Gründe für diese Dynamik waren der Konsum in den USA, der trotz der Abschwächung am Markt für Wohneigentum Widerstandsfähigkeit bewies, ein breit abgestützter Aufschwung in anderen fortgeschrittenen Industrieländern und das weiterhin rasche Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Inflation blieb gedämpft, wobei die Teuerungsrate im zweiten Halbjahr rückläufig war. Vor dem Hintergrund einer hohen bzw. steigenden Kapazitätsauslastung in den wichtigsten Volkswirtschaften hielt der Inflationsdruck jedoch an.

Der Konsens der Prognosen für 2007 geht von einem breit angelegten Wirtschaftswachstum, nachlassendem Inflationsdruck und einem allmählichen Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte aus. Dieses Szenario wird von sich häufenden Anzeichen für einen klassischen Konjunkturaufschwung im Euro-Raum und in Japan gestützt, bei dem die Exporte zu einem Anstieg der Investitionen führen, was wiederum die Beschäftigung und den Konsum ankurbelt. Die solide Inlandsnachfrage in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften ist ebenfalls ein positives Zeichen.

Das Basisszenario für die nähere Zukunft ist aber nach wie vor mit beträchtlichen Risiken behaftet. Die Auswirkungen des Abschwungs am Wohnimmobilienmarkt in den USA sind möglicherweise noch nicht in vollem Ausmaß spürbar geworden. Zwar scheinen Europa und Asien weniger abhängig



vom Wachstum der US-Wirtschaft zu sein als noch vor wenigen Jahren. Dennoch stellen sich Fragen bezüglich der Robustheit des Konsums in diesen Regionen und in den fortgeschrittenen Industrieländern ganz allgemein. Gleichzeitig ist nicht klar, ob die Inflationsrisiken unter Kontrolle sind. Auch die bisher wachstumsfördernden Finanzierungsbedingungen könnten schließlich restriktiver werden, vor allem wenn die Inflationsgefahr als zunehmend bedrohlich eingeschätzt werden sollte.

Die Weltwirtschaft im Überblick

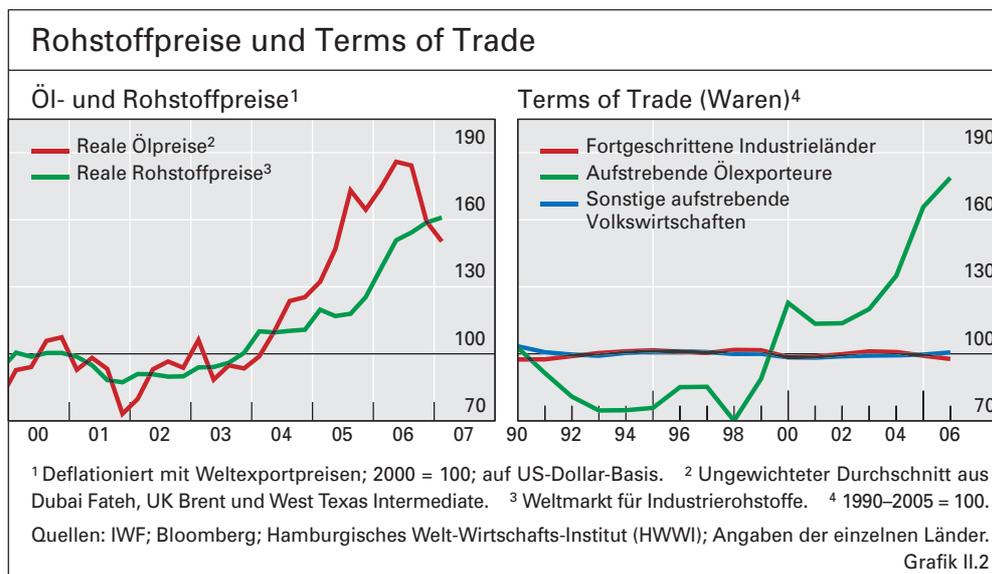
Allgemeine Entwicklung

Im Jahr 2006 verzeichnete die Weltwirtschaft erneut ein starkes Wachstum bei mäßiger Inflation. Mit 5½% lag die jährliche Wachstumsrate der Weltwirtschaft zum vierten Mal in Folge über 4%. Die wirtschaftliche Dynamik war breiter abgestützt als in den Jahren zuvor. Praktisch alle fortgeschrittenen Industrieländer erreichten oder übertrafen 2006 ihr Trendwachstum, und die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas expandierten kräftig. Die rohstoffexportierenden Länder profitierten von gegenüber 2005 verbesserten Terms of Trade. Ende 2006 fielen die Ölpreise, doch die Preise vieler anderer Rohstoffe erhöhten sich weiter (Grafik II.2). Der Verbraucherpreisanstieg allerdings blieb trotz des robusten Wirtschaftswachstums weltweit verhalten.

Der Schwerpunkt der makroökonomischen Risiken verlagerte sich im Laufe des Jahres. Im ersten Halbjahr 2006 gab das dynamische Wachstum Anlass zu Befürchtungen, die Weltwirtschaft könne an eine Art Geschwindigkeitsgrenze stoßen. Beflügelt von einem anhaltend starken Nachfragewachstum stiegen die Ölpreise von Februar bis August in Dollar gerechnet um mehr als 35%. Als sich dann noch die Anzeichen mehrten, dass die Kapazitätsreserven in den wichtigsten Volkswirtschaften schwanden, wuchs die Sorge vor wirtschaftlicher Überhitzung. Die langfristigen Inflationserwartungen an

Weiterhin kräftiges Wachstum bei gedämpfter Inflation

Risiken verlagern sich von Überhitzung ...



Aktueller globaler Konjunkturaufschwung im Vergleich				
Prozent und Prozentpunkte				
	Aktuell		Früher	
	2003–06 ¹	2006	1994–97 ¹	1997
Wachstum des weltweiten BIP	4,9	5,4	4,0	4,2
Beiträge zum weltweiten BIP-Wachstum ²				
Fortgeschrittene Industrieländer	1,3	1,5	1,7	1,8
USA	0,7	0,7	0,8	0,9
Aufstrebende Volkswirtschaften	3,6	3,9	2,3	2,4
China	1,4	1,5	0,9	0,9
Beiträge zum BIP-Wachstum der fortgeschrittenen Industrieländer ³				
Nachfrage der privaten Haushalte ⁴	67,4	52,2	60,2	51,0
Wohnungsbauinvestitionen	7,4	0,2	4,1	0,4
Nachfrage des Unternehmenssektors ⁵	24,3	31,5	29,9	35,3
Veränderung der realen Ölpreise ^{6, 7}	93,8	14,1	10,5	1,0
Veränderung der realen Rohstoffpreise ^{6, 8}	66,6	25,4	15,4	5,3
Reale Zinssätze ^{9, 10}				
Kurzfristig (Leitzinsen)	0,6	1,3	0,0	2,2
Langfristig (10-jährige Staatsanleihen)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Fiskalische Indikatoren ^{9, 11}				
Struktureller Haushaltssaldo ¹²	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Staatliche Bruttoverschuldung ¹³	6,9	85,8	7,1	77,2
Kredite an den Privatsektor ^{9, 13}	12,0	134,5	2,0	105,7

¹ BIP-Wachstum und Beiträge zum BIP-Wachstum: Jahresdurchschnitt; andere Indikatoren: kumulierte Veränderung. ² Prozentpunkte. ³ In Prozent des BIP-Wachstums insgesamt. ⁴ Endverbrauch privater Haushalte zuzüglich privater Wohnungsbauinvestitionen. ⁵ Bruttoanlageinvestitionen des privaten Sektors ohne Wohnungsbauinvestitionen. ⁶ Deflationiert mit Weltexportpreisen. ⁷ Ungewichteter Durchschnitt aus Dubai Fateh, UK Brent und West Texas Intermediate. ⁸ Weltmarkt für Industrierohstoffe; auf US-Dollar-Basis. ⁹ Gewichteter Durchschnitt der USA, des Euro-Raums und Japans auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ¹⁰ Deflationiert mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben (USA) bzw. den Verbraucherpreisen (Euro-Raum und Japan). ¹¹ Öffentlicher Gesamthaushalt. ¹² Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. ¹³ In Prozent des BIP.

Quellen: IWF; OECD; Bloomberg; HWWI; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.1

den Finanzmärkten erhöhten sich im ersten Halbjahr 2006 vorübergehend, insbesondere in den USA (Kapitel IV), und im Mai stieg die Marktvolatilität, wenn auch nur kurz, sprunghaft an (Kapitel VI).

... zu Wachstumschwäche

Im zweiten Halbjahr traten die Risiken für das Wirtschaftswachstum angesichts vermehrter Hinweise auf eine Abschwächung in den USA deutlicher hervor. Indessen ließen die Befürchtungen bezüglich kurzfristiger Inflationsrisiken mit den sinkenden Ölpreisen nach. Die Spotpreise, die im August mit über \$ 75 je Barrel einen Höhepunkt erreicht hatten, gingen bis Ende 2006 um rund 25% zurück. Dieser Preisverfall und der damit verbundene Rückgang der Benzinpreise stützten die Konsumausgaben gegen Ende des Jahres, vor allem in den USA.

Aufschwung mit anderen Merkmalen als früher

Der Aufschwung der vergangenen vier Jahre unterscheidet sich in mehrfacher Hinsicht von dem im Zeitraum 1994–97, als die Weltwirtschaft ebenfalls über vier aufeinanderfolgende Jahre ein dem Trend entsprechendes oder darüberliegendes Wachstum verzeichnete (Tabelle II.1). Erstens haben die

aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere in Asien – 1¼ Prozentpunkte mehr zum globalen Wachstum beigetragen als vor einem Jahrzehnt. Darin schlägt sich zu einem bedeutenden Teil die Dynamik der chinesischen Wirtschaft nieder. Allgemeiner betrachtet scheinen jedoch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften umfangreiche Reformen das Wachstum gestärkt zu haben (Kapitel III). Zweitens stellte die Nachfrage der privaten Haushalte trotz des relativ moderaten Zuwachses bei den Realeinkommen in den fortgeschrittenen Industrieländern einen deutlich größeren (und die Unternehmensausgaben einen geringeren) Wachstumsfaktor in diesen Ländern dar, als es beim früheren Konjunkturaufschwung der Fall gewesen war.

Drittens sind die Finanzierungsbedingungen erheblich günstiger geblieben als vor einem Jahrzehnt. Die langfristigen Realzinsen haben sich trotz des kräftigen Wachstums der Weltwirtschaft und der schrittweisen Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung seit 2004 nicht erhöht. Die niedrigen Zinsen stützten weltweit die Bewertungen von finanziellen und realwirtschaftlichen Vermögenswerten (Kapitel VI). Darüber hinaus gingen sie mit raschem Kreditwachstum und stark zunehmenden Finanzierungsbeziehungen einher (Kapitel VII). Infolgedessen erreichte das Verhältnis Kreditvergabe/BIP insgesamt einen neuen Höchststand. Viertens schließlich haben sich die strukturellen Haushaltsdefizite im derzeitigen Aufschwung verringert, allerdings weniger deutlich als Mitte der 1990er Jahre.

Vor allem nach wie vor lockere Finanzierungsbedingungen

Merkliche Verlagerung der globalen Wachstumsschwerpunkte

2006 wechselten die Haupttriebkkräfte der globalen Wirtschaftsexpansion. In den USA verlangsamte sich das Produktionswachstum von einer Jahreswachstumsrate von über 4% in den ersten beiden Quartalen des Jahres auf rund 2% im zweiten Halbjahr und auf 1¼% im ersten Quartal 2007. Gleichzeitig hielt oder verstärkte sich das Nachfragewachstum in den meisten anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wie dem Euro-Raum, Japan, dem Vereinigten Königreich und Kanada. Eine bedeutende Rolle spielte die Inlandsnachfrage auch weiterhin in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika (Kapitel III).

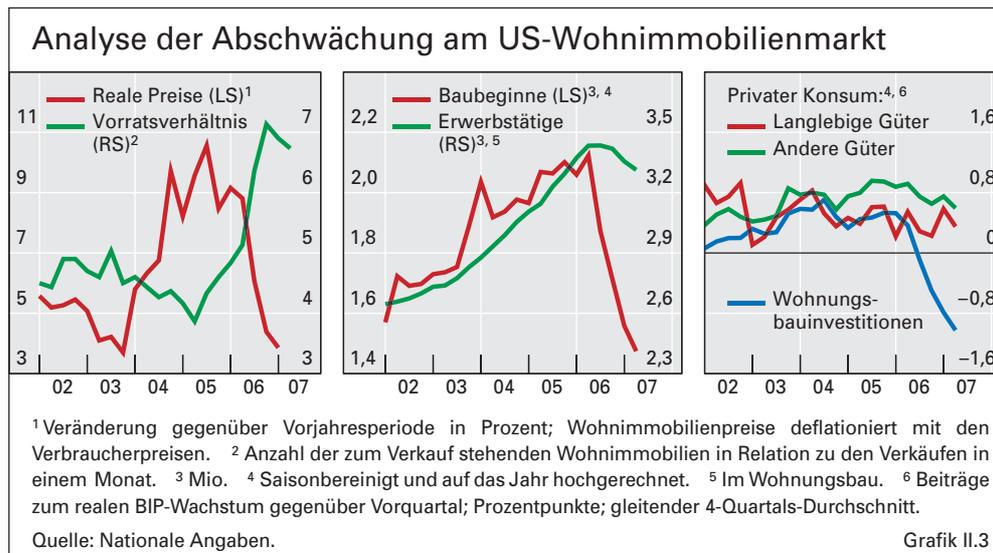
Veränderte globale Wachstumsschwerpunkte 2006

Ein drastischer Abschwung am Markt für Wohnimmobilien war der Hauptgrund für die Wachstumsverlangsamung der US-Wirtschaft. Die Baubeginne gingen 2006 um 35% zurück, und die Zahl der zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien schoss in die Höhe (Grafik II.3). Die Investitionen im Wohnungsbau, die 2005 rund ½ Prozentpunkt zum BIP-Wachstum beigetragen hatten, verringerten das Wachstum im zweiten Halbjahr 2006 – auf das Jahr hochgerechnet – im Durchschnitt um mehr als einen Prozentpunkt. Gleichwohl wuchs die US-Wirtschaft in moderatem Tempo weiter, da der Konsum von der Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt offenbar weitgehend unbeeinflusst blieb.

Abschwung am US-Markt für Wohnimmobilien ...

Der jüngste Abschwung am US-Markt für Wohnimmobilien war zwar kräftig, doch erscheint er gegenüber dem zu Beginn der 1990er Jahre verzeichneten nach wie vor mild. Sowohl die Zahl der Baubeginne als auch der Absatz neuer Wohnimmobilien sind bisher um jeweils rund 40% zurückgegangen, verglichen mit 60% bzw. 55% im vorigen Zyklus. Die entsprechenden Zahlen

... gegenüber dem vorhergehenden aber immer noch moderat ...



bewegten sich im ersten Quartal 2007 sogar weiter um ihren langfristigen Durchschnitt. Die Zahl der neuen, zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien schien ihren Höhepunkt bereits überschritten zu haben, blieb aber im historischen Vergleich hoch.

... und von Wertzuwachsen beim Vermögen abgefedert

Ein kontinuierlicher Anstieg des Vermögens wie auch des Einkommens der privaten Haushalte hielt die Auswirkungen des Abschwungs am US-Markt für Wohnimmobilien auf den Konsum in Grenzen. Die Preise für Wohnimmobilien gingen zwar in einigen Gebieten, in denen es zuvor zu besonders deutlichen Erhöhungen gekommen war, real zurück, auf nationaler Ebene jedoch stabilisierten sie sich lediglich. Gleichzeitig stieg der Wert der Finanzaktiva der privaten Haushalte in den USA weiter kräftig an (s. weiter unten). Vielleicht noch bedeutender war die Tatsache, dass sich die Arbeitslosigkeit auf niedrigem Niveau hielt. Selbst die Beschäftigung im Wohnungsbau, die rund 2½% der Gesamtbeschäftigung in den USA ausmacht, blieb stabil. Im Verhältnis zur derzeitigen Zahl der Baubeginne erscheint sie sogar bemerkenswert hoch.

Anzeichen eines klassischen Aufschwungs im Euro-Raum

Erstmals seit 2002 übertraf das Wirtschaftswachstum des Euro-Raums im zweiten Halbjahr 2006 das der USA. Der Aufschwung folgte offenbar dem klassischen Muster: zunächst steigende Exporte, in der Folge Belebung der Unternehmensinvestitionen wie auch der Beschäftigung und schließlich, wenn auch verhalten, Anziehen des privaten Konsums. Die Arbeitslosenquote sank unter das Niveau, das auf dem Höhepunkt des vorherigen Zyklus im Jahr 2001 verzeichnet worden war. Vor allem in Deutschland wurden viele Arbeitsplätze geschaffen, und die Arbeitslosenquote fiel dort 2006 um fast 1½ Prozentpunkte. Die Erholung der deutschen Wirtschaft unterstützte auch das Wachstum der wichtigsten Handelspartner des Landes in Europa.

In Japan weiterhin moderates Wachstum

Die japanische Wirtschaft setzte ihre Expansion in moderatem Tempo fort, obwohl das Nachfragewachstum der Struktur nach etwas ungleichmäßig blieb. Die Unternehmensinvestitionen entwickelten sich nach wie vor dynamisch. Dies galt besonders für die exportorientierten Sektoren, die von dem rasanten Wachstum in China und dem schwachen Yen gestützt wurden

(Kapitel V). Das Konsumwachstum blieb robust, wenngleich es in der zweiten Jahreshälfte 2006 ungeachtet der konjunkturbedingt niedrigen Arbeitslosigkeit an Fahrt verlor.

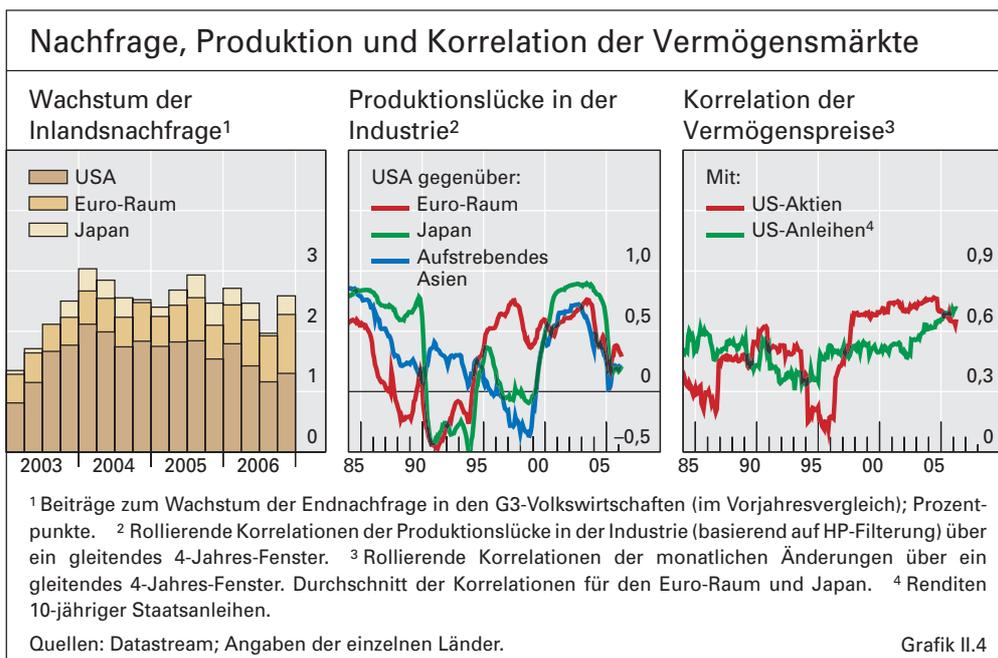
Hat sich die übrige Welt vom US-Wirtschaftswachstum abgekoppelt?

Aufgrund dieser Entwicklungen verringerte sich im Verlauf des Jahres 2006 der Beitrag der USA zum weltweiten Konjunkturaufschwung. Während die aggregierte Inlandsnachfrage der G3-Volkswirtschaften weiterhin um rund 2½% wuchs, entfielen im zweiten Halbjahr 2006 davon lediglich rund 50% auf die USA – gegenüber durchschnittlich 70% in den drei Jahren zuvor (Grafik II.4). Die Abschwächung des Wachstums der US-Inlandsnachfrage beschränkte sich allerdings im Wesentlichen auf nicht handelbare Güter: Die US-Importe von Waren und Dienstleistungen stiegen in der zweiten Jahreshälfte real betrachtet weiter an. In Verbindung mit einer stärkeren Nachfrage aus anderen Ländern, insbesondere aus Europa, stützte dies das kräftige Exportwachstum der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften. Anfang 2007 übertraf der Wert der chinesischen Exporte nach Europa erstmals den der Ausfuhren nach Nordamerika.

Abhängigkeit vom US-Wachstum offenbar geringer ...

Einige Faktoren deuten darauf hin, dass die Abhängigkeit der Weltwirtschaft von der US-Konjunktur inzwischen etwas geringer ist als noch während der letzten US-Rezession 2001. In den vergangenen Jahren entwickelte sich die Industrieproduktion in den wichtigsten Regionen viel weniger im Gleichschritt mit den USA, als dies zu Beginn der 2000er Jahre der Fall gewesen war. Ursache dafür ist u.a., dass der vorangegangene Zyklus – anders als der jetzige Aufschwung – von einem weltweiten Boom mit anschließendem Einbruch bei den Investitionsgütern im IT-Sektor bestimmt worden war. Dabei war in den verschiedenen Regionen ein ausgeprägter Gleichlauf der Produktion dieser Güter zu beobachten gewesen.

... vielleicht aufgrund des andersartigen Zyklus ...



... der sich wandelnden Handelsstrukturen ...

Außerdem haben sich in den letzten Jahren die Handelsbeziehungen regional stärker diversifiziert. Während sich die Volkswirtschaften allgemein stärker geöffnet haben, ist der Anteil der Exporte der wichtigsten Wirtschaftsregionen in die USA im Zeitraum 2001–06 geschrumpft, wobei China hier eine bedeutende Ausnahme darstellt. Durch den Aufstieg der aufstrebenden Volkswirtschaften und die Zunahme des intraregionalen Handels hat sich diese direkte – und womöglich auch die indirekte – Exportbeziehung seit 2001 gelockert (Tabelle II.2). Die Veränderungen der Handelsbeziehungen – beispielsweise Japans, der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften und Lateinamerikas – hängen weitgehend mit der Integration Chinas in den Weltmarkt zusammen (Kapitel III).

... und der Abkopplung des Geschäftsklimas

Ein weiteres, jüngeres Indiz für die potenziell geringere Abhängigkeit von der US-Konjunktur ist der anhaltende Optimismus, der den Unternehmenssektor im Euro-Raum und in anderen wichtigen Volkswirtschaften Ende 2006 und Anfang 2007 kennzeichnete. Diese Abkopplung des Geschäftsklimas ist ein gutes Vorzeichen für die kurzfristigen Aussichten, denn das Geschäftsklima korreliert tendenziell mit den Investitionsausgaben.

Aber weiterhin enge Verbindungen durch Unternehmertätigkeit ...

Die wahrscheinlichen Auswirkungen einer breiter angelegten oder sich länger hinziehenden Konjunkturschwäche in den USA auf das Geschäftsklima international tätiger Unternehmen bleiben allerdings ungewiss. So erzielen beispielsweise die im DAX-Aktienindex aufgeführten deutschen Unternehmen rund 70% ihrer Erträge im Ausland, und ein schwächeres Wirtschaftswachstum in den USA könnte sich erheblich auf ihre Gewinnerwartungen und Unternehmensausgaben auswirken. Die zunehmend globalen Handelsbeziehungen – nicht zuletzt aufgrund der stärkeren internationalen Integration von Produktionsprozessen – führen die potenzielle Bedeutung dieser Effekte vor Augen.

... und Finanzmärkte

Damit eng verbunden, sind auch die finanziellen Verflechtungen mit den USA Grund zur Vorsicht. US-Gebietsfremde sind aufgrund ihrer Bestände an US-Vermögenswerten einem Abschwung in den USA heute deutlich stärker ausgesetzt als noch vor ein paar Jahren. Im Zeitraum 2001–05 haben sich die US-Auslandsverbindlichkeiten um über \$ 4 Bio. erhöht. Der Anteil der

Handelsbeziehungen mit den USA								
	Direkt ¹		Indirekt ²		<i>Nachrichtlich: Offenheitsgrad</i>			
					<i>Exporte/BIP³</i>		<i>Importe/BIP³</i>	
	2006	2001	2006	2001	2006	2001	2006	2001
Kanada und Mexiko	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europa	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Japan	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
China	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Übriges Asien ⁴	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
Lateinamerika ⁵	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

¹ Anteil der Exporte in die USA an den Gesamtexporten. ² Über Exporte an Drittländer; berechnet als Summe der Exportanteile dieser Länder multipliziert mit ihrem jeweiligen Anteil an den direkten Exporten in die USA. ³ Prozent. ⁴ Ohne China. ⁵ Ohne Mexiko.

Quellen: IWF, *Direction of Trade Statistics*; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.2

Portfolioverschuldung an den US-Auslandspassiva nahm besonders rasch zu – von 28% auf rund 34%. Zudem könnte der Gleichlauf der Vermögenspreise die Auswirkungen einer Abkühlung der Finanzmärkte in den USA über die Inhaber von US-Aktiva hinaus verbreiten. Die Aktienmarkrenditen weltweit korrelieren im Allgemeinen eng mit jenen der USA. Die Korrelationen zwischen den Renditen langfristiger US-Staatsanleihen und denen entsprechender Staatspapiere in Europa sind ebenfalls hoch und haben sich in der Phase steigender Vermögenspreise und wachsender Produktion seit Mitte 2003 noch erhöht. In Abschwungphasen am Markt sind die internationalen Parallelbewegungen der Vermögenspreise in der Regel noch markanter.

Verbesserung der strukturellen Haushaltssalden

Die Haushaltssalden der fortgeschrittenen Industrieländer ließen 2006 endlich Anzeichen einer Besserung erkennen. Die Maße für die strukturellen Haushaltsdefizite, mit denen die Defizitzahlen um Konjunkturreffekte bereinigt werden sollen, sanken in den USA (um über 1 Prozentpunkt des BIP), Deutschland (um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte) und Japan (um $3\frac{3}{4}$ Prozentpunkte, vor allem aufgrund einmaliger Veränderungen bei Kapitaltransfers), und nur in Italien erhöhten sie sich geringfügig (Tabelle II.3). In unbereinigten Zahlen fielen die Veränderungen in den USA und Deutschland mit einem Rückgang des Defizits um jeweils $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte noch deutlicher aus. Während sich die Haushaltssituation in den meisten Ländern aufgrund ungewöhnlich kräftiger Steuereinnahmen besserte, spielten in Deutschland und Japan auch Ausgabenbeschränkungen eine wichtige Rolle.

Strukturelle Defizite
2006 rückläufig ...

Jüngste Entwicklungen der Haushaltssituation und mittelfristige Prognosen ¹										
	Finanzierungssaldo			Struktureller Haushaltssaldo ²			Bruttoschuld		Veränderung der Haushaltssituation auf mittlere Sicht ³	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Finanzierungssaldo	Bruttoschuld
USA	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Euro-Raum	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Deutschland	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
Frankreich	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Italien	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Spanien	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
Japan	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Vereinigtes Königreich	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Kanada	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australien	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 ⁴

¹ Öffentlicher Gesamthaushalt; in Prozent des BIP. ² Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. ³ Veränderung in Prozentpunkten im Jahr 2012 (Australien: 2011; Spanien: 2008) gegenüber 2006. Ein positiver Wert zeigt ein geringeres Defizit/einen größeren Überschuss bzw. eine Verringerung der Bruttoschuld an. ⁴ Nettoschuld.

Quellen: Europäische Kommission; IWF; OECD.

Tabelle II.3

... und auch Anfang
2007 moderate
Verbesserung ...

Die jüngsten Daten lassen darauf schließen, dass sich die Haushaltslage Anfang 2007 weiter verbessert hat. In den USA dürfte das Haushaltsdefizit des Bundes Projektionen zufolge im Haushaltsjahr 2007 auf 1,6% des BIP zurückgehen, damit etwa 1 Prozentpunkt unter dem des öffentlichen Gesamthaushalts liegen und das niedrigste seit 2002 sein. Im Euro-Raum wird für die meisten Länder, die dem Defizitverfahren unterliegen, projiziert, dass ihr Defizit 2007 unter die Grenze von 3% des BIP gesenkt wird oder dort bleibt. Dies gilt auch für Italien, dessen Haushaltsdefizit dieses Jahr um 2 Prozentpunkte zurückgehen soll. Deutschland erhöhte Anfang 2007 die Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte mit der Absicht, das ausgewiesene Defizit im Jahresverlauf unter 1% des BIP zu drücken. In Japan sieht der Haushaltsentwurf für 2007/08 eine Verringerung des Primärdefizits um rund 1% des BIP vor und kommt damit dem Ziel näher, bis 2011/12 einen Primärüberschuss im Staatshaushalt zu erzielen.

... doch dauerhafte
Haushalts-
konsolidierung
immer noch weit
entfernt

Gleichwohl bleibt eine dauerhafte Haushaltskonsolidierung für die meisten fortgeschrittenen Industrieländer ein weit entferntes Ziel. Die Staatsverschuldung in vielen großen Volkswirtschaften ist hoch, und den Projektionen zufolge kommt ihr Abbau mittelfristig nur sehr schleppend voran. Insbesondere der Schuldenstand in Italien und Japan, der trotz der niedrigen Zinssätze – und im Falle Japans des über dem Trend liegenden Wirtschaftswachstums – auf hohem Niveau verharrt, gibt Anlass zu Besorgnis. Künftig stehen noch größere haushaltspolitische Herausforderungen an, wenn in den kommenden Jahrzehnten die Alterung der Bevölkerung die Staatshaushalte und möglicherweise in noch stärkerem Ausmaß das Verhalten der privaten Haushalte beeinflussen wird (s. weiter unten).

Stabilisierung der Leistungsbilanzen, doch zugrundeliegende Ungleichgewichte bestehen fort

Stabilisierung der
Leistungsbilanzen
dank niedrigeren
Ölpreisen ...

In Relation zum BIP stabilisierten sich die Leistungsbilanzen im letzten Jahr weitgehend. Vor allem das US-Leistungsbilanzdefizit verharrte bei rund 6½% des BIP (Tabelle II.4). Ein wesentlicher Faktor hierfür waren die gegen Ende 2006 gesunkenen Energiepreise: Das US-Handelsbilanzdefizit im Bereich Erdöl ging im vierten Quartal um nahezu \$ 20 Mrd. zurück. Im Gesamtjahr 2006 blieb das Leistungsbilanzdefizit der ölimportierenden Länder unverändert bei rund 1% des BIP, verglichen mit einem Anstieg von ½% des BIP 2005. Dementsprechend erhöhten sich die Überschüsse der Ölexporteure in geringerem Maße als im Vorjahr; ihre Leistungsbilanzüberschüsse insgesamt blieben in etwa stabil bei 9¼% des BIP, im Vergleich zu einem sprunghaften Anstieg von fast 3 Prozentpunkten 2005.

... und
ausgewogenerem
Wachstum

Ein weiterer Faktor, der eine Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte verhinderte, war die ausgewogenere Expansion der Weltwirtschaft. Die Warenexporte der USA erhöhten sich, gestützt vom stärkeren Wirtschaftswachstum bei den wichtigsten Handelspartnern, real um mehr als 10% – die höchste Zuwachsrate seit 2000. Der Euro-Raum verzeichnete ein geringes Leistungsbilanzdefizit, nach einem nahezu ausgeglichenen Saldo 2005 und einem leichten Überschuss 2004. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (ohne China) und Lateinamerikas meldeten leicht gestiegene Leistungsbilanzüberschüsse im Verhältnis zum BIP.

Leistungsbilanzsalden weltweit						
Mrd. US-Dollar						
	Durchschnitt 1991–2002	2003	2004	2005	2006	Nachrichtlich: 2006 ¹
USA	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Euro-Raum ²	15	36	97	8	-29	-0,3
Japan	106	136	173	166	172	3,9
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	1	54	56	64	63	1,1
China	16	46	69	161	239	9,1
Sonstige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	19	117	104	84	102	2,8
Lateinamerika	-46	8	20	35	49	1,7
Mittel- und Osteuropa	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Ölexportierende Länder	12	139	234	402	472	9,3
Norwegen	11	28	33	47	56	16,7
Russland	14	35	59	83	96	9,8
Saudi-Arabien	-5	28	52	87	96	27,4
Ölimportierende Länder	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Fortgeschritten	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Aufstrebend	-27	127	118	175	239	2,3

¹ In Prozent des BIP. ² Summe der Salden der einzelnen Länder des Euro-Raums.
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.4

Die Veränderungen der realen effektiven Wechselkurse im Jahr 2006 erscheinen immer noch zu geringfügig, als dass sie einen nennenswerten Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte herbeiführen könnten. Der Dollar wertete in realer effektiver Betrachtung um 4% ab, liegt aber nach wie vor nur 5% unter seinem langfristigen Durchschnitt (Kapitel V). Demgegenüber wertete der Euro um rund 5% auf. Gleichzeitig verlor jedoch der Yen 6½% an Wert, und der Leistungsbilanzüberschuss Japans stieg auf fast 4% des BIP. Zudem werteten die Währungen vieler Überschussländer in Asien nur mäßig auf bzw. werteten sogar ab. Insbesondere der Wert der chinesischen Währung sank in realer effektiver Betrachtung um rund 1%. Vor diesem Hintergrund stieg Chinas Leistungsbilanzüberschuss um 50% (auf über 9% des BIP).

Des Weiteren bestehen die wesentlichen Faktoren offenbar fort, die den nationalen Unausgewogenheiten im Verhältnis Spartätigkeit/Investitionen und damit den internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichten zugrunde liegen. Am wichtigsten ist dabei vielleicht, dass die Sparquote der privaten Haushalte in den USA auch 2006 negativ ausfiel. Der verhaltene Anstieg der nationalen Sparquote in den USA war in erster Linie auf das geringere Defizit des öffentlichen Haushalts zurückzuführen. Gleichzeitig blieben die Sparquoten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens auf hohem Niveau. In China scheint sie 2006 sogar ihr Rekordniveau gehalten zu haben.

Die globalen Investitionen waren nach wie vor uneinheitlich verteilt. In den USA trugen die rückläufigen Investitionen im Wohnungsbau zu einer Verengung der nationalen Ersparnislücke bei, während es in den übrigen fort-

Veränderungen der realen effektiven Wechselkurse immer noch moderat

Nach wie vor ungewöhnliche Entwicklungen der Ersparnisbildung ...

... und der Investitionen

geschrittenen Volkswirtschaften kaum zu Veränderungen kam. Die US-Unternehmensinvestitionen verlangsamten sich im Laufe des Jahres deutlich; die gewerblichen Anlageinvestitionen gingen im vierten Quartal 2006 sogar zurück. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zogen die Unternehmensinvestitionen an, doch wurde diese Entwicklung wie in den Jahren zuvor in vollem Umfang von China bestimmt, wo die Investitionen in Relation zum BIP einen neuen Rekordstand erreichten. In der übrigen Region schienen sich die Investitionsausgaben für Maschinen und Ausrüstungen auf unverändert niedrigem Niveau zu bewegen.

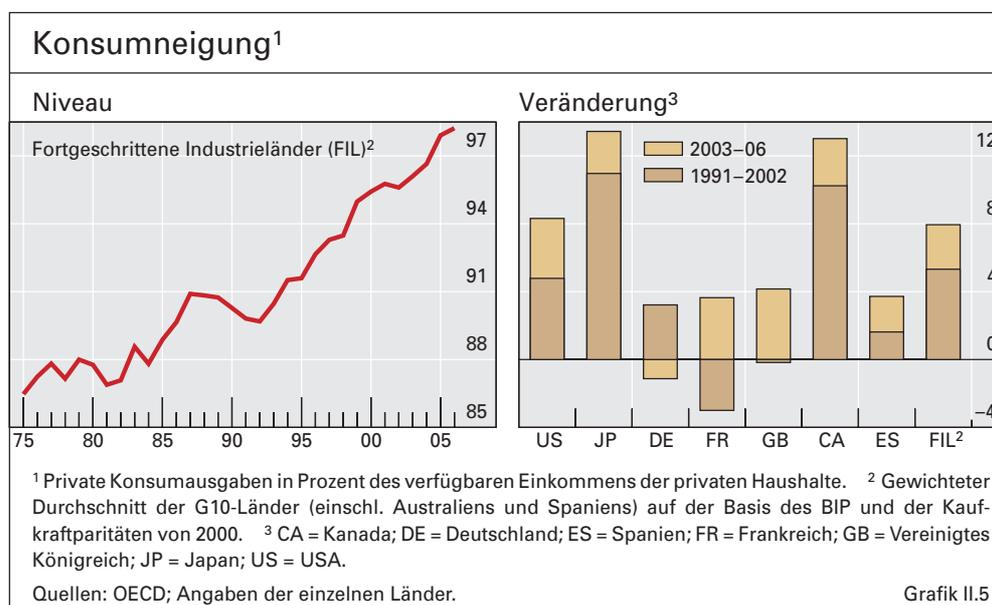
Konsum der privaten Haushalte in den fortgeschrittenen Industrieländern

Höhere Konsumneigung ...

Im gegenwärtigen Aufschwung hat der Konsum der privaten Haushalte ungewöhnlich stark zum BIP-Wachstum in den fortgeschrittenen Industrieländern beigetragen, obwohl das Einkommenswachstum der privaten Haushalte verhalten war. Das jährliche Wachstum des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte insgesamt betrug durchschnittlich knapp 2% im Zeitraum 2003–06, im Vergleich zu rund 2½% während der zweiten Hälfte der 1990er Jahre und etwa 3% im Zeitraum 1975–90. Dagegen stieg der Konsum von 2003 bis 2006 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von rund 2½%. Infolgedessen erreichte der Konsum im Berichtszeitraum im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen neue Höchstwerte (Grafik II.5), nachdem dieses Verhältnis in vielen fortgeschrittenen Industrieländern bereits seit Anfang der 1990er Jahre nach oben tendiert hatte.

... in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften

In den vergangenen vier Jahren waren vielerorts eine Zunahme der Konsumneigung und ein entsprechender Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte zu beobachten, vor allem in den USA, aber auch in Japan, dem Vereinigten Königreich, Frankreich und Spanien. In einigen Ländern, insbesondere in den USA, überstieg der Konsum das verfügbare Einkommen in den letzten



Jahren, sodass die Sparquote der privaten Haushalte negativ war. Eine wichtige Ausnahme bildet hier Deutschland, wo die Konsumneigung seit Beginn der 2000er Jahre zurückgegangen ist.

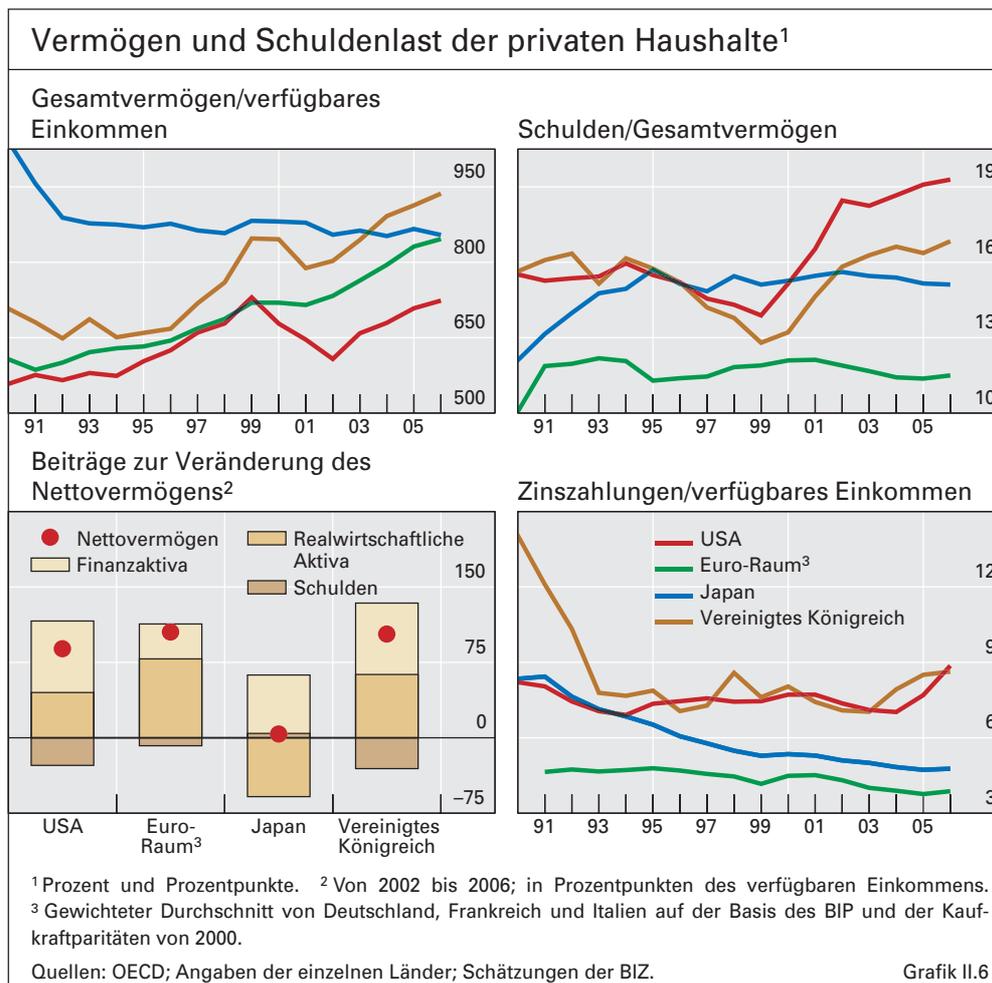
Da das Einkommenswachstum in jüngerer Zeit gedämpft blieb, wurden die hohen Konsumausgaben der privaten Haushalte offenbar durch mehrere andere Entwicklungen gestützt. Erstens hat der Wert der Vermögenspositionen privater Haushalte rasant zugenommen. In diesem Zusammenhang haben zweitens die höheren Werte von Sicherheiten und die Finanzinnovationen der vergangenen zehn Jahre die Kreditbeschränkungen für private Haushalte gelockert. Drittens trugen niedrige Zinssätze zu einer Eindämmung des Schuldendienstes bei. Trotz hoher versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten scheinen sich die steigenden Vermögenspositionen der privaten Haushalte konsumfördernd ausgewirkt zu haben.

Stützende Faktoren für hohe Ausgaben der privaten Haushalte

Veränderungen beim Vermögen und bei der Kreditaufnahme privater Haushalte

Die Vermögenspositionen der privaten Haushalte haben im gegenwärtigen Aufschwung in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen rasanten und breit abgestützten Wertzuwachs erfahren. Seit Ende 2002 ist das Verhältnis des Gesamtvermögens zum verfügbaren Einkommen in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich um etwa 15–20% gestiegen (Grafik II.6).

Rascher Wertzuwachs des Vermögens privater Haushalte ...



Dieser Anstieg liegt in etwa in der Größenordnung des verfügbaren Jahreseinkommens und hat das Verhältnis Vermögen/Einkommen in diesen Volkswirtschaften auf Rekordwerte anwachsen lassen. Eine wichtige Ausnahme ist Japan, wo sich dieses Verhältnis in den letzten rund 15 Jahren kaum verändert hat.

... in Form von
Finanzaktiva ...

Finanzaktiva waren für den größten Teil der Vermögenszunahme in den USA (60%) und im Vereinigten Königreich (55%) verantwortlich. Ausschlaggebend – in den USA zu drei Vierteln – waren dabei vor allem Kursgewinne, hauptsächlich bei Aktien und Anteilen an Pensions- und Investmentfonds, die ihrerseits Aktienanlagen halten. Der bescheidene restliche Anstieg des Finanzvermögens war auf Nettokäufe zurückzuführen. In Japan glichen sich Wertgewinne von Finanzaktiva und Wertverluste von Immobilien weitgehend aus.

... und real-
wirtschaftlichen
Vermögenswerten

Auch bei den realwirtschaftlichen Vermögenswerten waren die Wertzuwächse im Allgemeinen beträchtlich. Im Euro-Raum, wo der Anteil der Finanzaktiva verhältnismäßig kleiner ist, dominierte der Wertgewinn von Wohneigentum und langlebigen Konsumgütern sogar. In den vergangenen Jahren sind die Wohnimmobilienpreise in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in die Höhe geschossen (Tabelle II.5). Dies – und nicht der Erwerb von zusätzlichem Wohneigentum und langlebigen Konsumgütern – war zum größten Teil für den Anstieg der realwirtschaftlichen Vermögenswerte verantwortlich. In den USA beispielsweise machte die Nettozunahme an Sachanlagevermögen (einschl. Wohneigentum) nur rund 40% des gemessenen Anstiegs der realwirtschaftlichen Vermögenswerte privater Haushalte seit Ende 2002 aus.

Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuldung					
	Veränderung der Wohnimmobilienpreise ¹			Veränderung der Hypothekenschuldung ²	
	1996–2002	2003–05	2006	2003–05 ³	2006
Norwegen	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Dänemark	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Schweden	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Neuseeland	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Kanada	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
Spanien	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Vereinigtes Königreich	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australien	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
Frankreich	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italien	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
USA	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finnland	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Niederlande	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Japan	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Schweiz	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Deutschland	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

¹ Am Periodenende; nominale Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; Japan: Grundstückspreise in sechs Großstädten. ² In Prozentpunkten des BIP. ³ Kumulierte Veränderung.
Quellen: Verschiedene Immobilienfirmen; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

Tabelle II.5

Mit den Wertzuwachsen bei den Vermögenspositionen weitete sich in vielen fortgeschrittenen Industrieländern auch die Kreditvergabe an private Haushalte rasch aus. Besonders ausgeprägt war dies in Ländern mit boomenden Wohnimmobilienmärkten, wie den USA, dem Vereinigten Königreich, Frankreich, Spanien und mehreren kleineren fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Entsprechend erhöhte sich in diesen Ländern der Bestand an Hypothekendarlehen deutlich (Tabelle II.5).

Rasche Ausweitung von Krediten an private Haushalte ...

Da beide Seiten der Bilanz der privaten Haushalte zunahmen, veränderte sich die Verschuldung im Verhältnis zum Vermögen weitaus weniger. Im Euro-Raum stieg der Schuldenstand mehr oder minder im Gleichschritt mit den Vermögenspositionen, in den USA und im Vereinigten Königreich dagegen wuchsen die Schulden sogar rascher als das Vermögen (Grafik II.6). Im Gegensatz dazu tendierten in Japan in den letzten zehn Jahren sowohl die Verbindlichkeiten als auch die Vermögenswerte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen leicht nach unten, da die Immobilienpreise bis vor Kurzem rückläufig waren.

... doch geringere Zunahme der Verschuldung insgesamt

Die Ausweitung der Verschuldung privater Haushalte wurde allgemein durch niedrige Kreditzinssätze für Privatkunden begünstigt. Von 2003 bis 2006 lagen die üblichen Hypothekenzinssätze in den in Grafik II.6 aufgeführten Ländern durchschnittlich rund 3 Prozentpunkte tiefer als in den 1990er Jahren. Die Kreditzinssätze scheinen das weltweit tiefe Zinsniveau und das größere Kreditangebot widerzuspiegeln. So hat die Lockerung der Kreditvergabe-standards infolge des schärferen Wettbewerbs und des vermehrten Einsatzes von Verbriefungen zu einem erheblichen Anstieg der Kreditvergabe, auch an risikoreichere private Haushalte, beigetragen.

Zinssätze für Privatkredite gesunken

Verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten und Verbrauch privater Haushalte

Diese Entwicklungen könnten das Konsumwachstum über diverse eng miteinander verknüpfte Mechanismen gestützt haben. Erstens haben die privaten Haushalte angesichts der Wertzuwächse bei ihren Vermögenspositionen offenbar einfach einen größeren Anteil ihres laufenden Einkommens für Konsumausgaben verwendet. Obwohl dieser Mechanismus nicht leicht von anderen zu trennen ist, belegen empirische Studien in der Regel einen signifikanten Vermögenseffekt auf den Verbrauch. Beispielsweise ergeben einfache Konsumfunktionen für die USA, dass höhere Vermögenspositionen einen geschätzten Beitrag zum Konsum leisten, der sogar über dem Beitrag des Wachstums des verfügbaren Einkommens im Zeitraum 2003–06 liegt. In anderen Volkswirtschaften erscheinen die Vermögenseffekte zwar kleiner, aber dennoch signifikant.

Positiver Konsum-effekt infolge des Wertgewinns beim Vermögen ...

Zweitens erhöhten Wertzuwächse bei den Vermögenspositionen den Spielraum der privaten Haushalte für die Kreditaufnahme. Insbesondere die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum – mittels Beleihung von Wertzuwachsen bei den Hypothekensicherheiten – war eine wichtige Quelle liquider Mittel, vor allem in den englischsprachigen Ländern. In den USA z.B. deuten Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung darauf hin, dass die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum im Zeitraum 2003–05 durchschnittlich 4½% des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte ausmachte und 2006

... der höheren Kreditaufnahme ...

1½% betrug. Ihre direkten Auswirkungen auf den Konsum dürften allerdings geringer gewesen sein, als es diese Zahlen vermuten lassen. Erhebungen in Australien und den USA zeigen, dass nur etwa ein Fünftel der Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum für den Konsum verwendet wurde.

... und der verhaltenen relativen Bedeutung von Zinszahlungen durch niedrige Zinssätze einerseits ...

Drittens erlaubten es niedrige Kreditzinssätze den privaten Haushalten, ihre ausstehenden Verbindlichkeiten im Durchschnitt auszuweiten, ohne den Schuldendienst im gleichen Maße zu erhöhen. Die gesamten Zinszahlungen in Relation zum verfügbaren Einkommen tendierten im Euro-Raum nach unten und nahmen in den USA und dem Vereinigten Königreich bis vor Kurzem moderat zu. Der Schuldendienst schien auch in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften recht verhalten, wengleich es Ausnahmen gab, wie z.B. Australien.

... sowie Wechsel der Kreditart andererseits

Der niedrige Anteil der Zinszahlungen ist teilweise auch auf die Substitution von Konsumkrediten durch kostengünstigere Kredite im Zusammenhang mit Wohnimmobilien zurückzuführen. Dadurch wurden nicht nur die gesamten Zinszahlungen begrenzt, auch die durchschnittliche Laufzeit der Kredite privater Haushalte verlängerte sich. Außerdem trat ein Teil der Zunahme des Schuldendienstes für Hypothekenkredite zumindest in den USA an die Stelle von Zahlungsverpflichtungen wie Mietzahlungen, da eine größere Zahl von Haushalten nun Hypotheken zum erstmaligen Erwerb von Wohneigentum aufnahmen. Die breiter definierten Zahlungsverpflichtungen privater Haushalte haben daher nicht so schnell zugenommen wie die Zinszahlungen für Hypothekenkredite.

Glättung des Konsums offenbar eher möglich

Diese Entwicklungen haben nicht nur das raschere Konsumwachstum gestützt, sondern offenbar auch dazu beigetragen, dass die privaten Haushalte ihre Ausgaben besser glätten konnten als in der Vergangenheit. In den letzten zehn Jahren fielen die Schwankungen des gesamten Einkommenswachstums privater Haushalte ähnlich aus wie im vorangegangenen Jahrzehnt (Tabelle II.6). Gleichzeitig jedoch schwankte das Konsumwachstum generell weitaus weniger, mit der bemerkenswerten Ausnahme Deutschlands und Japans, wo die Ausweitung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte vergleichsweise gering war. Empirische Schätzungen zeigen auch einen Rückgang der

Maße für die Variabilität von Einkommen und Konsum ¹												
	Kanada		Frankreich		Deutschland		Japan		Vereinigtes Königreich		USA	
	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum	Einkommen	Konsum
1966–75	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	1,6	0,9	3,8	2,6	1,2	0,9
1976–85	2,4	1,4	2,6	1,4	2,3	2,5	2,4	0,8	3,0	2,6	1,0	1,0
1986–95	2,9	1,5	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,3	1,5	1,2	1,3	0,7
1996–2006	1,2	0,5	1,3	0,8	3,8	2,6	13,0	3,5	1,9	0,6	1,1	0,4
2003–06	1,0	0,4	1,6	0,5	7,0	6,3	3,1	2,1	1,2	0,7	1,1	0,4

¹ Variationskoeffizient der vierteljährlichen Zunahme des verfügbaren Einkommens privater Haushalte, deflationiert mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben („Einkommen“), bzw. der Ausgaben für den Endverbrauch zu konstanten Preisen („Konsum“).
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.6

Einkommenselastizität des US-Konsums in den letzten Jahren. Diese Beobachtungen stehen im Einklang mit geringeren Liquiditätsengpässen privater Haushalte aufgrund verbesserter Finanzierungsmöglichkeiten.

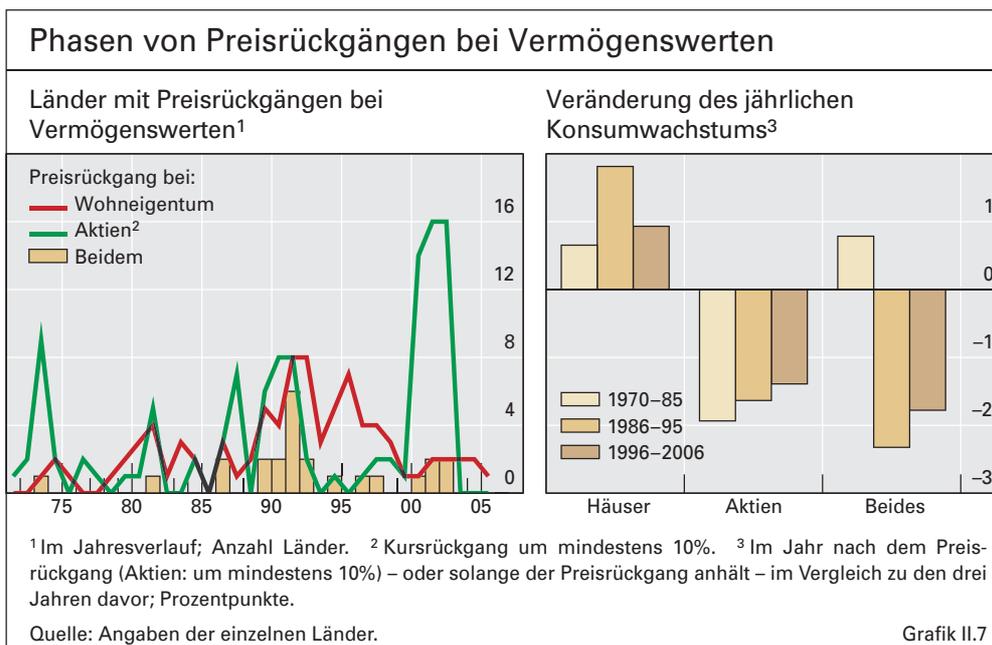
Wie widerstandsfähig ist die Vermögensposition der privaten Haushalte?

Bei den höheren Aktivabewertungen, die zu einer Ausweitung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte geführt haben, ist unklar, wie dauerhaft sie sind. Die Widerstandsfähigkeit der Vermögenspositionen privater Haushalte ist in den letzten zehn Jahren in den größeren Volkswirtschaften noch nicht in Form eines massiven und gleichzeitig stattfindenden Wertrückgangs ernsthaft auf die Probe gestellt worden. Die bisher aufgetretenen Finanzschocks haben im Allgemeinen nur eine Vermögenskategorie auf einmal getroffen. Der weltweit deutliche Rückgang der Aktienkurse von 2000 bis 2002 fiel in den meisten fortgeschrittenen Industrieländern mit recht schnell steigenden Preisen für Wohnimmobilien zusammen (mit Ausnahme Deutschlands, Japans und der Schweiz). In den folgenden Jahren gingen die Preise für Wohneigentum in mehreren kleineren Volkswirtschaften vorübergehend zurück, doch in vielen anderen Ländern steigen sie nominal weiterhin relativ schnell.

Stärke der Vermögenspositionen noch nicht ernsthaft auf die Probe gestellt

Die Erfahrung der Länder, in denen die Wohnimmobilienpreise in den vergangenen Jahren gefallen sind, legt nahe, dass auf diese eine Vermögenskategorie beschränkte Schocks relativ leicht abgefedert werden können, solange sich andere bilanzwirksame Effekte unterstützend auswirken. Falls die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und die Lage am Arbeitsmarkt günstig bleiben, führt eine moderate Korrektur der Wohnimmobilienpreise wahrscheinlich zu einer leichten Dämpfung des Konsums, die aber keine bedeutende gesamtwirtschaftliche Abschwächung auslösen dürfte. Ein allgemeinerer Rückgang der Preise von Vermögenswerten, der mit einem gesamtwirtschaftlichen Abschwung zusammenfällt – wie beispielsweise zu Beginn der 1990er Jahre in den nordischen Ländern und in jüngster Zeit auch

Begrenzte Auswirkungen niedrigerer Wohnimmobilienpreise ...



in den Niederlanden –, könnte jedoch weitaus gravierendere Auswirkungen auf die Konsumausgaben haben. Da massive Aktienkurseinbrüche oft im Vorfeld von Rezessionen auftreten, werden sie auch eher als Vorboten einer größeren Konsumflaute betrachtet als das Sinken der Preise für Wohnimmobilien allein (Grafik II.7).

... zum Teil aufgrund der Vermögensverteilung

Einen weiteren Grund zu der Annahme, dass die Auswirkungen isolierter Rückgänge der Preise für Wohnimmobilien vergleichsweise gering sind, liefern Überlegungen zur Vermögensverteilung. In den meisten Ländern, in denen Kredite im Zusammenhang mit Wohnimmobilien stark zugenommen haben, konzentrierte sich dieser Anstieg auf Haushalte mit Erwerbstätigen in der Mitte ihrer Berufszeit und auf Haushalte mit höherem Einkommen, die bereits Wohnimmobilien besaßen. Diese beiden Gruppen verfügen im Allgemeinen schon über umfangreiche finanzielle und andere Ressourcen und sind bei einem Konjunkturabschwung wahrscheinlich einem geringeren Risiko des Arbeitsplatzverlustes ausgesetzt als durchschnittliche Arbeitnehmer. Sie sind deshalb am besten in der Lage, die Risiken zusätzlicher Kredite zu tragen.

Risiken am US-Markt für Kredite an nicht erstklassige Schuldner ...

Eine Ausnahme von dieser Entwicklung könnten die USA sein. Obgleich im gegenwärtigen Konjunkturzyklus in vielen Ländern eine Lockerung der Kreditvergabebedingungen für private Haushalte zu beobachten war, scheint die erhebliche Ausweitung des Marktes auf risikoreichere Kreditnehmer ein US-Phänomen zu sein. Hypothekenkredite an nicht erstklassige Schuldner machen in den USA einen größeren Teil der neuen Hypothekenkredite aus als in anderen wichtigen Volkswirtschaften, und ihr Anteil am gesamten US-Hypothekenmarkt ist gestiegen.

... und entsprechend höhere Ausfallquoten

Kreditverträge mit nicht erstklassigen Schuldnern und andere nicht traditionelle Kontrakte sahen häufig umfangreiche Erhöhungen des Schuldendienstes nach einigen Jahren Laufzeit vor, auch wenn die Marktzinssätze nicht steigen würden. Wenn die Zinszahlungen neu festgelegt wurden, führte dies zu Zahlungsschocks für die Kreditnehmer, die sich nicht wie geplant refinanzieren oder ihr Wohneigentum nicht mit dem gewünschten Wertzuwachs veräußern konnten. Infolgedessen kam es in den USA seit Ende 2006 zu einer starken Zunahme von Verzögerungen und Ausfällen bei der Rückzahlung von Hypothekendarlehen. Obwohl davon vor allem Darlehen an nicht erstklassige Schuldner betroffen waren, stieg auch die Ausfallquote für erstklassige und nahezu erstklassige Kredite mit variablen Zinssätzen und anpassbaren Rückzahlungsraten merklich.

Die Rolle versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten

Steigende Sozialleistungen ...

Trotz eines zunehmenden Bewusstseins für die Bedeutung versteckter fiskalischer Verbindlichkeiten haben die staatlichen Sozialsysteme und die Steuerpolitik bislang offenbar kaum Anreize geschaffen, um die privaten Haushalte zu vermehrtem Sparen zu bewegen. Seit 1990 ist der Anteil der staatlichen Sozialleistungen am Gesamteinkommen privater Haushalte in fast allen wichtigen Industrieländern leicht gestiegen. Dieser Trend ist besonders in den Ländern erkennbar, in denen der Anteil der Bevölkerung im Ruhestand aufgrund der demografischen Alterung bereits stark zugenommen hat, wie z.B. in Italien und Japan. Der Anteil der Sozialleistungen am Gesamteinkommen ist

heute in mehreren Ländern, einschließlich der USA, etwas höher als zu vergleichbaren Zeitpunkten in früheren Konjunkturzyklen.

Das Einkommen privater Haushalte profitierte nicht nur von höheren Sozialleistungen, sondern auch von sinkenden Steuern. Im Verhältnis zum Erwerbseinkommen gingen die Einkommen- und Vermögensteuern Ende der 1990er Jahre zurück. Obwohl die Steuerquote in einigen Ländern inzwischen wieder steigt, weil sich der Aufschwung seinem Höhepunkt nähert und weil Kursgewinne realisiert und besteuert werden, bleibt die Quote insgesamt immer noch niedriger als zu Beginn des Jahrzehnts.

... und niedrigere Steuern

Die mit der Alterung der Bevölkerung verbundenen fiskalischen Verbindlichkeiten wecken ernsthafte Zweifel daran, dass sich die beiden erwähnten Trends in Zukunft fortsetzen können. In den nächsten 10–15 Jahren muss in allen wichtigen Industrieländern ein schwindender Anteil der Erwerbsbevölkerung einen rasch steigenden Anteil der abhängigen Bevölkerung unterstützen. Um die derzeitige Höhe der Renten-, Gesundheits- und anderen Sozialleistungen beizubehalten, müssten die Gesamtausgaben für die Altersvorsorge in den nächsten vier Jahrzehnten massiv gesteigert werden (Tabelle II.7). Selbstverständlich müssten für diese Mehrausgaben die Steuern beträchtlich angehoben werden. Wenn hingegen die zusätzlichen Sozialausgaben durch Kreditaufnahmen finanziert würden, könnten die Staatsschuldenquoten weit über die derzeit festgelegten Obergrenzen, beispielsweise die Grenze von 60% des BIP im Euro-Raum, hinauschießen.

Versteckte fiskalische Verbindlichkeiten ...

Empirische Studien legen nahe, dass das Konsum- und Sparverhalten der privaten Haushalte recht sensibel auf Veränderungen der öffentlichen Finanzlage reagieren könnte, insbesondere wenn die staatliche Verschuldung bereits hoch ist. Ein Beispiel mag der seit Beginn dieses Jahrzehnts in Deutschland zu beobachtende schwache Konsum sein, der teilweise der Sorge der privaten Haushalte um ihre zukünftigen Renten- und Gesundheitsleistungen zugeschrieben wurde. Wann genau sich die privaten Haushalte alarmiert fühlen werden, hängt von vielen Faktoren ab, u.a. von der derzeitigen Höhe ihrer Ersparnisse. Doch die wahrscheinlich wichtigsten Faktoren sind der Zeitpunkt und die Art der Reformen der staatlichen Renten- und Gesundheitssysteme.

... irgendwann vielleicht mit Auswirkungen auf das Sparverhalten

Voraussichtlicher Effekt der demografischen Alterung auf die öffentlichen Ausgaben										
	Gesamtausgaben Altersvorsorge		Renten		Gesundheitssystem		Langzeitpflege		Ausbildung	
	Niveau 2005 ¹	Veränderung 2005–50 ²	Niveau 2005 ^{1,3}	Veränderung 2005–50 ²	Niveau 2005 ¹	Veränderung 2005–50 ²	Niveau 2005 ¹	Veränderung 2005–50 ²	Niveau 2005 ¹	Veränderung 2005–50 ²
Europäische Union	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	–0,5
Japan	19,6	7,1	9,2	0,6 ⁴	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
USA	16,7	6,0	4,4	1,8 ⁴	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	–1,0 ^{4,5}

¹ In Prozent des BIP. ² In Prozentpunkten des BIP. ³ Japan: Haushaltsjahr 2006; USA: 2000. ⁴ Veränderung gegenüber 2000. ⁵ Einschl. Kinder- und Familienzulagen.

Quellen: Europäische Kommission; OECD.

Tabelle II.7

Aussichten für ein geändertes Konsum- und Sparverhalten der privaten Haushalte

Ungewöhnliche
Konstellation von
Konsum und
Spartätigkeit

Die derzeitige Konstellation rekordverdächtiger Konsumneigung und entsprechend niedriger Sparquote der privaten Haushalte in vielen fortgeschrittenen Industrieländern erscheint ungewöhnlich. Ihre Nachhaltigkeit hängt letztlich davon ab, ob die Erwartungen in Bezug auf das zukünftige permanente Einkommen, die die gegenwärtigen Ausgabenentscheidungen bestimmen, gerechtfertigt sind. Günstige Einkommenserwartungen und Aktivabewertungen scheinen auf kurze Sicht durch eine Reihe von Faktoren untermauert, etwa kräftiges globales Wachstum, steigende Beschäftigung in vielen Volkswirtschaften und nach wie vor niedrige Zinssätze. Gleichzeitig wirft die Ausweitung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte wichtige längerfristige Fragen auf, die teilweise bereits in näherer Zukunft aktuell werden könnten.

Unterschiede
zwischen
Aktienanlagen ...

Erstens stellt sich die Frage, ob höhere Preise von Vermögenswerten tatsächlich einen Vermögensanstieg der privaten Haushalte darstellen. Wertzuwächse bei den Aktienbeständen entsprechen dann einem größeren Gesamtvermögen, wenn sie zutreffende Erwartungen eines künftigen Produktionswachstums widerspiegeln. Dies könnte beispielsweise auch bedeuten, dass private Haushalte in fortgeschrittenen Industrieländern über international gut diversifizierte Portfolios von Produktivitätssteigerungen in schnell wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren.

... und Vermögen
aus Wohneigentum

Beim Wohneigentum führen steigende Preise für einen bestimmten Bestand an Wohnimmobilien zu einer Umverteilung des Vermögens von derzeitigen und künftigen Nutzern dieser Immobilien hin zu deren gegenwärtigen Eigentümern und nicht zu einem Nettovermögensanstieg der privaten Haushalte insgesamt. Die aktuell höheren Konsumausgaben aus dieser Umverteilung könnten in Zukunft durch intensiveres Sparen seitens der künftigen Nutzer wieder ausgeglichen werden. Deren Konsumreaktionen könnten allerdings noch einige Zeit auf sich warten lassen.

Vielleicht noch
etwas länger
steigende Kredit-
aufnahme ...

Eine zweite Frage betrifft die Auswirkungen des gestiegenen Verschuldungsgrads der privaten Haushalte auf ihr Ausgabenverhalten. Es ist ungewiss, ob der erkennbare Konsumschub aufgrund der Kreditaufnahme privater Haushalte anhalten wird. Einerseits könnte die Tatsache, dass private Haushalte Wertzuwächse bei ihren Vermögenspositionen leichter beleihen können und dass das ihnen zur Verfügung stehende Kreditangebot ganz allgemein zugenommen hat, das Konsumwachstum noch einige Zeit stützen. Dies dürfte insbesondere in einem Umfeld andauernder Finanzinnovationen und schärferen Wettbewerbs im Finanzsektor gelten.

... womöglich aber
erhöhte Reagibilität
der privaten
Vermögens-
positionen

Andererseits hat die steigende Schuldenlast privater Haushalte möglicherweise die Reagibilität ihrer Vermögenspositionen auf finanzielle und makroökonomische Schocks erhöht. Insgesamt erscheint das Verhältnis der Schulden zum Vermögen noch relativ gering, auch wenn es in den letzten Jahren in den englischsprachigen Ländern gestiegen ist. Eine wichtige Frage ist, welche Folgen ein Anstieg der langfristigen Zinssätze von ihrem derzeitigen historisch niedrigen Niveau hätte (Kapitel VI). Viel hinge wohl von den Faktoren ab, die

einem solchen Zinsanstieg zugrunde lägen. Wenn hinter dem Anstieg höhere Wachstumserwartungen stünden, könnten auch die Aktienkurse infolge gestiegener Gewinnerwartungen zulegen. Im Gegensatz dazu dürften höhere Zinssätze aufgrund steigender Risikoprämien oder höherer Inflation den Barwert der Aktiva in allen Vermögenskategorien nach unten drücken. Dies könnte auch die Fähigkeit der privaten Haushalte zur Steuerung finanzieller Risiken sowie zur zeitlichen Glättung des Konsums verringern.

Drittens stellen versteckte fiskalische Verbindlichkeiten, wie oben erwähnt, ein schwer zu bezifferndes Risiko für die Nachhaltigkeit der hohen Ausgaben privater Haushalte dar. Obwohl es aufgrund der langsamen Entwicklung demografischer Trends und der politischen Dynamik grundlegender Sozialreformen naheliegend ist, dass sich das Konsum- und Sparverhalten privater Haushalte nicht abrupt ändern wird, lassen sich Überraschungen auf dem Weg zu weniger großzügigen, aber tragfähigeren Sozialsystemen nicht ausschließen. Finanzielle Probleme im Zusammenhang mit unterfinanzierten Renten- oder Gesundheitssystemen könnten die Erwartungen der privaten Haushalte beeinflussen und ihre Sparneigung innerhalb relativ kurzer Zeit ansteigen lassen.

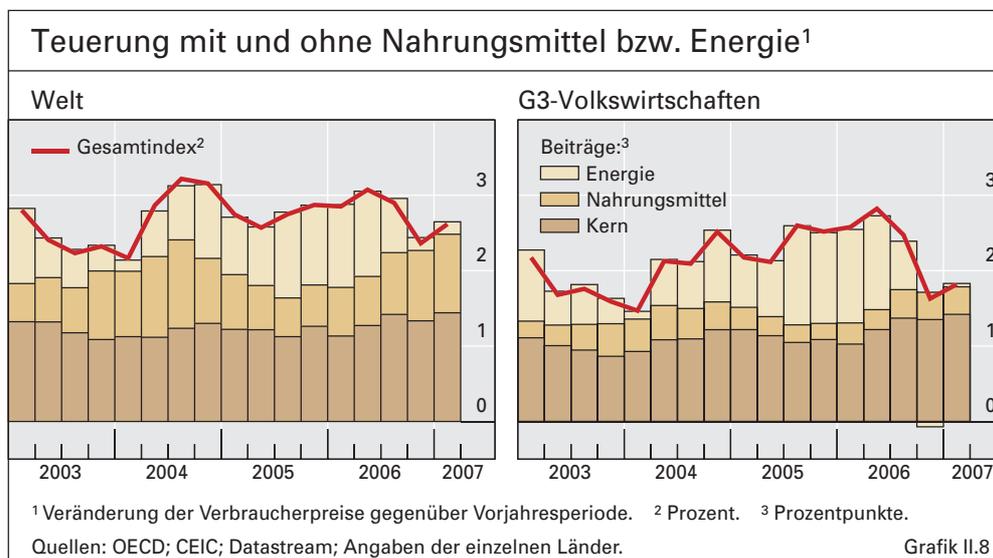
Versteckte
fiskalische
Verbindlichkeiten
als Risiko

Inflationsentwicklung

Inflationsrückgang aufgrund fallender Energiepreise

Die Inflation spiegelte im Berichtszeitraum weltweit im Wesentlichen die Entwicklung der Energiepreise wider. Im Zuge der Ölpreissteigerungen kletterte die globale Teuerungsrate insgesamt im ersten Halbjahr 2006 auf mehr als 3%, um gegen Ende des Jahres, als die Energiepreise sanken, wieder deutlich zurückzugehen (Grafik II.8). Im zweiten Quartal 2006 erreichte die Gesamtrate in den USA über 4%, den höchsten Stand seit Anfang der 1990er Jahre, fiel aber gegen Jahresende auf 2% zurück. Auch im Euro-Raum trieben die Energiepreise die Gesamtrate in die Höhe. Sie stieg auf 2½% und fiel dann bis

Infolge Ölpreis-
effekten sinkende
Inflationsrate ...



Ende 2006 wieder auf ein Niveau unter 2%. In Japan führte der Rückgang der Energiepreise Anfang 2007 zu einer negativen Inflationsrate. Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten auf Jahresbasis ähnliche Schwankungen des Verbraucherpreisindex, obwohl der Einfluss der Ölpreisentwicklung in einigen asiatischen Volkswirtschaften noch durch staatliche Maßnahmen abgeschwächt wurde (Kapitel III).

... zum Teil aber durch steigende Nahrungsmittelpreise ausgeglichen ...

Im zweiten Halbjahr 2006 wurde der dämpfende Effekt der rückläufigen Energiepreise zum Teil durch eine Verstärkung des Preisanstiegs bei Nahrungsmitteln ausgeglichen. Dies war besonders in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten, wo Nahrungsmittel in der Regel mehr als 30% des Warenkorb ausmachen, während ihr Anteil in den fortgeschrittenen Industrieländern rund 15% beträgt. Die Nahrungsmittelpreise stiegen in den aufstrebenden Volkswirtschaften um etwa 7%, vor allem wegen eines Angebotsrückgangs. Beispielsweise gaben die Weizenpreise Anfang 2007 zwar etwas nach, in Dollar gerechnet hielten sie sich aber um rund 25% über dem ein Jahr zuvor beobachteten Stand, weil es aufgrund von Dürren in wichtigen Erzeugerländern wie Australien zu Ernteausfällen gekommen war.

... möglicherweise mit längerfristiger Wirkung

Bis zu einem gewissen Grad könnte der Anstieg der Nahrungsmittelpreise aber auch eine weitere nachhaltige Verschiebung der relativen Preise ankündigen, die dem beobachteten Preisanstieg bei Öl und Basismetallen gegenüber den für den Konsum bestimmten Industriegütern ähnelt. Die Preise für Mais und Sojabohnen haben sich aufgrund des starken Nachfragewachstums deutlich erhöht. Ein wichtiger Grund für diese Entwicklung scheinen Maßnahmen mit dem Ziel zu sein, die Abhängigkeit vom Erdöl durch die Erzeugung von Biotreibstoffen zu verringern. Darüber hinaus könnte im Laufe der Zeit an Bedeutung gewinnen, dass das Einkommenswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Nachfrage nach hochwertigen Nahrungsmitteln steigert, die relativ knapp sind (wie Fisch) oder deren Produktion große Vorleistungen in Form von Futter erfordert (wie Fleisch).

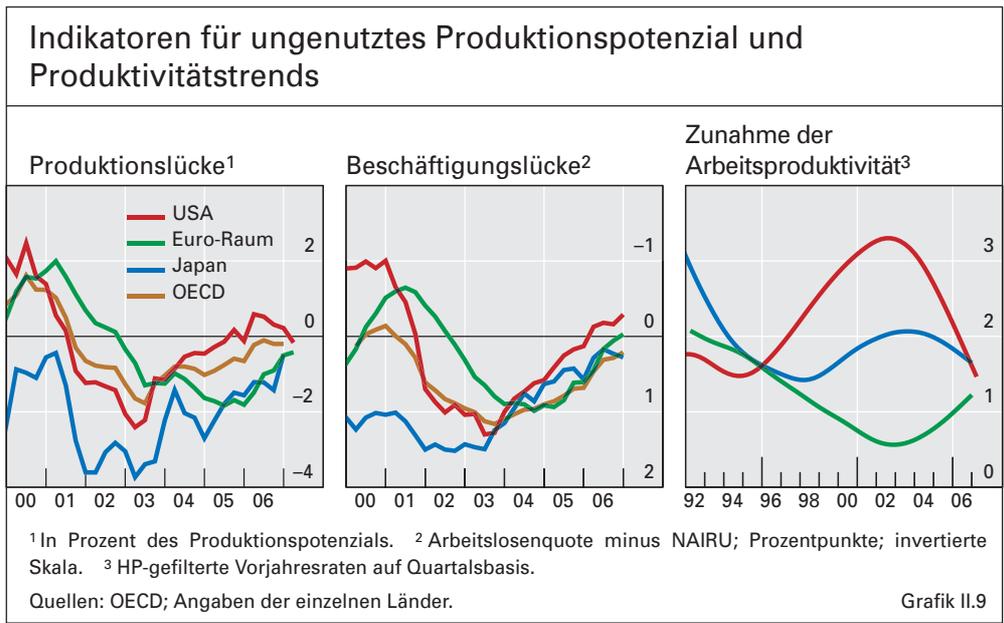
Kerninflation im Aufwärtstrend

Die Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie nahm offenbar das ganze Jahr 2006 über tendenziell zu. Dies scheint zwar den Eindruck zu bestätigen, dass die Überwälzung von Rohstoffpreiserhöhungen auf die Preise anderer Produkte recht begrenzt blieb, könnte jedoch auch darauf hindeuten, dass der zugrundeliegende Inflationsdruck zugenommen hat. In den USA und im Euro-Raum beschleunigte sich die Kerninflation im Verlauf von 2006 und hielt sich bis ins Jahr 2007 hinein auf diesem höheren Niveau. Zwar spiegeln sich darin offenbar zum Teil einmalige Sonderfaktoren wie die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland wider, doch gab es in keinem der beiden Wirtschaftsräume eindeutige Hinweise auf eine Trendumkehr der Kerninflation. In Japan blieb die Kerninflation trotz einer seit Mitte 2006 verzeichneten leichten Aufwärtstendenz im negativen Bereich.

Anhaltende Ungewissheit hinsichtlich des zugrundeliegenden Inflationsdrucks

Weiterer Anstieg der Kapazitätsauslastung ...

Das kräftige Wirtschaftswachstum, das nun im vierten Jahr in Folge zu verzeichnen war, ging weltweit mit einem weiteren Anstieg der Kapazitätsauslastung einher. Herkömmliche Indikatoren wie die Produktions- und die Beschäftigungslücke lassen darauf schließen, dass das ungenutzte



Produktionspotenzial in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften mehr oder weniger ausgeschöpft ist (Grafik II.9). Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte die Kapazitätsunterauslastung allmählich schwinden, da die Arbeitslosenquote in vielen Fällen den tiefsten Stand seit mehreren Jahren erreicht hat.

Einiges spricht dafür, dass die sinkende Unterauslastung die Inflationsgefahr erhöht haben könnte. In den USA deuteten vor dem Hintergrund einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt verschiedene Messwerte der Arbeitsvergütung auf eine dynamischere Entwicklung hin. In den im Konjunkturzyklus weniger weit fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie Deutschland und Japan scheinen die Gewerkschaften Lohnerhöhungen inzwischen energischer einzufordern. Der tatsächliche Lohnanstieg blieb im Euro-Raum allerdings gedämpft. In Japan nahmen die Löhne trotz sinkender Arbeitslosigkeit weiter ab.

Die rückläufige Unterauslastung an den Arbeitsmärkten ging in einigen im Konjunkturzyklus weiter fortgeschrittenen Ländern wie den USA und dem Vereinigten Königreich auch mit einem Anstieg der Lohnquote einher, in Abweichung vom langfristigen Abwärtstrend. Einige Wissenschaftler vertreten die Ansicht, die Vergütung als Anteil am BIP lasse sich als Näherungswert für die realen Grenzkosten der Produktion betrachten, die als ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation gelten. In der Tat kann die zuvor sinkende Lohnquote zusammen mit der Diskrepanz zwischen relativ niedrigen Import- und höheren Inlandspreisen die in den letzten Jahrzehnten beobachtete Disinflation zu einem beträchtlichen Teil erklären (Tabelle II.8).

Dennoch ist es nicht leicht, eindeutige Schlussfolgerungen bezüglich des Einflusses dieser Entwicklungen auf die Inflationsaussichten zu ziehen. Erstens ist die Messung der Kapazitätsauslastung selbst in fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit relativ umfangreichen Statistiken schwierig. Das ungenutzte Produktionspotenzial in aufstrebenden Volkswirtschaften zu beurteilen stellt eine noch größere Herausforderung dar. Somit ist die Unterauslastung auf

... und Anzeichen für Lohndruck

Inflationsrisiken möglicherweise auch aufgrund steigender Lohnquote ...

... doch beträchtliche Unsicherheiten

Veränderung der Inflation und ihrer Beiträge					
	Veränderung des Verbraucherpreisanstiegs ¹	Erklärt durch Veränderung von:		Nachrichtlich: Verbraucherpreisanstieg	
		Lohnquote ²	Differenz Import-/Inlandspreise ²	Durchschnitt ³ 1975–89	Durchschnitt ³ 1990–2006
USA	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Japan	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Deutschland	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
Frankreich	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Vereinigtes Königreich	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Acht OECD-Länder ⁴	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Beiträge berechnet aufgrund einer Regression des Verbraucherpreisanstiegs auf dessen Lags, auf Niveau und Veränderung der Lohnquote sowie auf die Differenz von Import- und Inlandspreisen (beide mit Lags).

¹ Differenz der Durchschnittswerte für die Zeiträume 1975–89 und 1990–2006. ² Beitrag zur Differenz. ³ Quartalsveränderungen auf das Jahr hochgerechnet; Prozent. ⁴ Einfacher Durchschnitt von Australien, Deutschland, Frankreich, Japan, Kanada, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.8

globaler Ebene kaum verlässlich zu quantifizieren. Es herrscht auch beträchtliche Unsicherheit im Hinblick auf die Schwelle der Arbeitslosigkeit, unter welcher mit einem Anstieg der Inflation zu rechnen sein könnte. Empirische Untersuchungen lassen vermuten, dass die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) in den USA seit Mitte der 1980er Jahre aufgrund verschiedener institutioneller Änderungen am US-Arbeitsmarkt um mindestens 1 Prozentpunkt zurückgegangen ist. Auch die Schätzungen der NAIRU für den Euro-Raum sind in den letzten Jahren in vergleichbarem Umfang gesunken.

Ermittlung von Produktivitätstrends schwierig

Zweitens ist das Produktivitätswachstum schwer einzuschätzen. Tendenziell schwankt es im Zeitverlauf, und gerade die Interpretation der jüngsten Beobachtungen, die häufig noch erheblich korrigiert werden, ist mit vielen Unsicherheiten behaftet. Beispielsweise belief sich die abschließende Korrektur der Schätzungen des Wachstums der Arbeitsproduktivität in den USA seit 2000 auf rund 1 Prozentpunkt pro Jahr. Dies entspricht nahezu der Hälfte der Durchschnittsrate insgesamt. Des Weiteren ist immer schwierig zu beurteilen, in welchem Ausmaß die jüngsten Veränderungen des Produktivitätswachstums strukturelle oder konjunkturbedingte Faktoren widerspiegeln.

Trend der Lohnquote spiegelt vielleicht strukturelle Faktoren wider

Drittens, und damit zusammenhängend, scheint die zukünftige Entwicklung der Grenzkosten der Produktion ungewiss. Die Lohnquote ist in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit den frühen 1980er Jahren um rund 4 Prozentpunkte zurückgegangen. Dieser in allen Industrieländern beobachtete Abwärtstrend lässt sich nicht durch konjunkturelle Faktoren erklären. Jüngere empirische Untersuchungen bestätigen die Auffassung, dass der technologische Fortschritt und die Globalisierung zu einer strukturell niedrigeren Lohnquote in den fortgeschrittenen Industrieländern beigetragen haben könnten – möglicherweise, indem sie die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer beschnitten haben.

Viertens schließlich bestehen beträchtliche Unsicherheiten bezüglich möglicher Veränderungen des Inflationsprozesses im Allgemeinen. So soll beispielsweise die Reagibilität der Inflation auf die Unterauslastung im Inland (die entweder an der Produktions- oder an der Beschäftigungslücke gemessen wird) in den letzten beiden Jahrzehnten in einem breiten Spektrum von Ländern abgenommen haben. Es ist jedoch unklar, wie hilfreich diese Beobachtung bei sich wandelnden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen ist. Eine Interpretation lautet, dass sich die Phillips-Kurven abgeflacht haben und die Arbeitslosigkeit vielleicht stärker als früher steigen muss, um die Inflation zu senken. Diese Beobachtungen könnten aber auch in übertriebenem Maße (und zufälligerweise) jüngste Phasen hohen Wachstums widerspiegeln, in denen es nicht zu einem Preisauftrieb kam. Läge der Grund in nicht berücksichtigten positiven und vermutlich anhaltenden Angebotsschocks, würde dies die Inflationssteuerung erleichtern, nicht erschweren.

Veränderungen des Inflationsprozesses noch wenig bekannt

Vor diesem allgemeinen Hintergrund ist schwer zu beurteilen, in welchem Ausmaß die Unternehmen höhere Arbeitskosten auf ihre Produktpreise durchschlagen lassen. Hohe Unternehmensgewinne deuten darauf hin, dass die Unternehmen über Spielraum zur Absorption steigender Arbeitskosten durch Margenverengung verfügen. Eine solche Absorption scheint bei dem konjunkturbedingten Lohnquotenanstieg Anfang der 1990er Jahre und um 2000 herum stattgefunden zu haben, und die Folge waren niedrige und stabile Inflationsraten. Bei Umfragen im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich gaben jedoch immer mehr Unternehmen an, ihre Produktpreise erhöhen zu wollen. Dies könnte darauf hinweisen, dass in einem Umfeld starken Nachfragewachstums die Möglichkeit zunimmt, steigende Kosten an die Verbraucher weiterzugeben.

Weitergabe höherer Arbeitskosten durch Unternehmen?

Die hartnäckig niedrige Inflation in Japan könnte als Beispiel dafür angeführt werden, wie die Bewertung der Inflationsaussichten und der entsprechenden Risiken durch die Kombination von strukturellen und konjunkturellen Faktoren erschwert wird. Die Dienstleistungspreise haben sich seit 1999 kaum verändert. Im Vergleich dazu stiegen die Preise für Dienstleistungen in den USA und im Euro-Raum jährlich um 1½–4½%. Dies scheint in engem Zusammenhang mit der schwachen Lohnentwicklung zu stehen, die hohe Gewinne und einen Abbau der Unternehmensverschuldung bei stabilen Preisen gestützt hat. Außerdem sind die Auswirkungen der Deregulierung an den Märkten für bestimmte Güter (etwa bei den Mobilfunkgebühren) und an den Arbeitsmärkten nicht zu vernachlässigen. Auch die rückläufigen Preise sowohl für Importe als auch für im Importwettbewerb stehende Güter spielten eine Rolle. Ganz allgemein implizieren das Wirtschaftswachstum und die wiederhergestellte Finanzstabilität ungeachtet einer weiterhin nahe null liegenden Inflationsrate, dass das Potenzial für eine deflationäre Spirale in Japan derzeit weit geringer ist als vielleicht noch vor fünf Jahren.

Deflation in Japan jetzt weniger bedrohlich?

Die Rolle von Inflationserwartungen

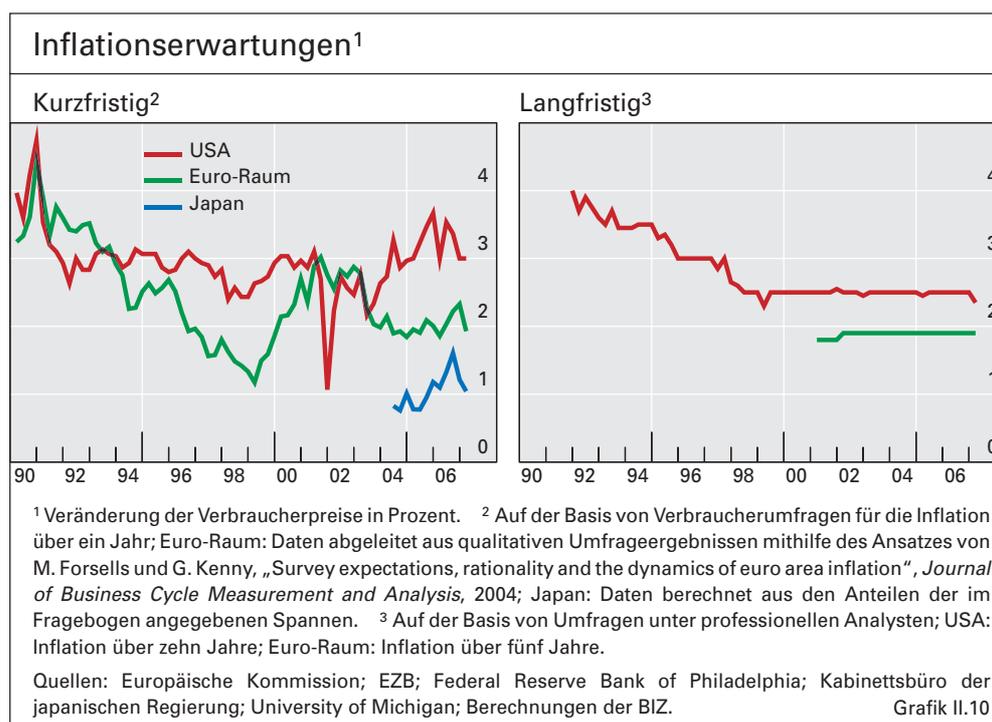
Die relative Stabilität der langfristigen Inflationserwartungen könnte darauf hindeuten, dass die Wirtschaftsakteure eine Gefährdung der Preisstabilität durch die aktuellen Unsicherheiten für unwahrscheinlich halten. Während

Stabile langfristige Inflationserwartungen als gutes Zeichen ...

die Umfragewerte für die kurzfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte entsprechend der Energiepreisentwicklung schwankten, blieben die Angaben für die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Jahren bemerkenswert stabil. In den USA liegen die dem Survey of Professional Forecasters zu entnehmenden Erwartungen für die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflation über zehn Jahre seit 1998 praktisch konstant bei 2½%. Im Euro-Raum sind die auf einer ähnlichen Umfrage basierenden Inflationserwartungen über fünf Jahre mit einem Wert von 1,9% in den vergangenen Jahren ebenfalls sehr stabil geblieben (Grafik II.10). Eine hohe Stabilität findet sich auch in den markt-basierten Messwerten der Inflationserwartungen, beispielsweise den aus langfristigen inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten.

... vielleicht aber auch Anlass für falsche Sicherheit

Allerdings wird die Verlässlichkeit der Indikatoren für die Inflationserwartungen gelegentlich infrage gestellt. Ein Kritikpunkt bezieht sich auf die Qualität der Umfragen bzw. das Vorhandensein zeitabhängiger Risikoprämien und unzureichender Marktliquidität, die den Informationsgehalt marktbasierter Indikatoren einschränken. Eine weitere, grundsätzlichere Kritik betrifft das begrenzte Verständnis des Erwartungsbildungsprozesses. Die Tatsache, dass die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Jahren offenbar gut verankert blieben, sagt möglicherweise nichts darüber aus, ob – und allenfalls inwieweit – diese Erwartungen vielleicht einmal revidiert werden. Stützen sich die Erwartungen z.B. auf bisherige Erfahrungen, wie es von einigen Beobachtern vermutet wird, so könnten sie dennoch rasch steigen, wenn sich die Trendrate der Inflation deutlich ändert oder die Inflationsraten eine bestimmte Schwelle überschreiten.



Ausblick: eine willkommene Abschwächung von Wachstum und Inflation?

Der Konsens der Prognosen für das laufende Jahr geht von einer Verlangsamung des weltweiten Wirtschaftswachstums auf ein tragfähiges Maß aus. Der breit abgestützte konjunkturelle Aufschwung wird sich 2007 und bis ins Jahr 2008 hinein nach diesen Voraussagen etwas langsamer fortsetzen als 2006 (Tabelle II.9). Vor dem Hintergrund des sich verlangsamenden Wachstums und einer Stabilisierung der Ölpreise wird mit nachlassendem Inflationsdruck gerechnet. Eine weitere Verringerung der Wachstumsdifferenzen dürfte auch zu einem allmählichen Rückgang der derzeitigen Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen.

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld erscheint in vielerlei Hinsicht günstig: Die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor im Allgemeinen wachstumsfördernd, und die Arbeitslosigkeit ist in wichtigen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgegangen. Noch wesentlicher ist vielleicht, dass die anscheinend reibungslose Verlagerung der regionalen Wachstumsschwerpunkte während der vergangenen Quartale dafür sprechen könnte, dass die Weltwirtschaft flexibler und widerstandsfähiger geworden ist.

Dennoch ist das Basisszenario mit deutlichen kurzfristigen Risiken behaftet. Die Auswirkungen des Abschwungs am US-Markt für Wohnimmobilien sind bis jetzt womöglich noch nicht in vollem Umfang zu spüren gewesen. Die jüngsten Schwierigkeiten am Markt für nicht erstklassige Hypothekenkredite könnten die Abkühlung am Wohnimmobilienmarkt durch Zwangsverkäufe von Wohnraum und negative Auswirkungen auf das Kreditangebot durchaus noch verstärken. Obgleich Europa und Asien offenbar etwas weniger stark vom Wachstum in den USA abhängen als noch vor ein paar Jahren, erscheint die Stärke des Konsumwachstums in einigen großen

Günstige
allgemeine
Prognosen ...

... durch breit
abgestützte
wirtschaftliche
Stärke untermauert

Doch anhaltende
kurzfristige Risiken
für Wachstum ...

Wachstum und Inflation						
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
	Reales BIP			Verbraucherpreise ¹		
	2005	2006	2007 ²	2005	2006	2007 ²
Insgesamt ³	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Fortgeschrittene Volkswirtschaften ³	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
USA	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Euro-Raum	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Japan	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Vereinigtes Königreich	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Sonstige ⁴	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Aufstrebende Volkswirtschaften ³	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

¹ Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index. ² Im Mai veröffentlichte Consensus-Prognosen. ³ Durchschnitt der wichtigsten Länder, zu denen Daten von Consensus Economics verfügbar sind. ⁴ Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz.
Quellen: Eurostat; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.9

Volkswirtschaften weiter ungewiss. Außerdem herrscht noch Unklarheit über die mit den schnell wachsenden globalen Handels- und Finanzbeziehungen verbundenen Ansteckungsrisiken. Damit zusammenhängend könnte schließlich ein Konjunkturabschwung protektionistischen Tendenzen Vorschub leisten.

... und Inflation ...

Auch die Inflationsaussichten bleiben unsicher. Die Preise für Energie und andere Rohstoffe haben seit Anfang 2007 wieder angezogen. Darüber hinaus ist der zugrundeliegende Inflationsdruck in den wichtigsten Volkswirtschaften immer noch vorhanden, und es ist unklar, ob die erwartete Wachstumsverlangsamung ausreicht, um den Druck auf die Ressourcen deutlich zu verringern. Gleichzeitig scheint die Kapazitätsauslastung auch in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften zuzunehmen. Die Beurteilung des Einflusses steigender Löhne auf die Inflation könnte für die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern eine besondere Herausforderung darstellen, vor allem nach einer so langen Phase gedämpften Lohnwachstums.

... mit möglichem
künftigem Einfluss
auf Finanzmärkte

Die Wirtschaftsentwicklung könnte auch davon abhängen, wie die Finanzmärkte auf neue makroökonomische Daten reagieren. Ein die Erwartungen übertreffender Abschwung in den USA sowie Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des kräftigen Wirtschaftswachstums in anderen Ländern könnten die Risikoprämien ansteigen lassen. Ebenso könnte der Eindruck, dass die Inflation nicht unter Kontrolle sei, eine Neubewertung der Risiken auslösen. Die beiden Phasen erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 und im Februar 2007 führen vor Augen, dass negative Überraschungen in Bezug auf die Inflation und das Wirtschaftswachstum die Märkte verunsichern können. Obwohl sich in diesen Fällen die Unsicherheit nicht auf die Realwirtschaft übertrug, kann dies für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden.

III. Aufstrebende Volkswirtschaften

Schwerpunkte

In den aufstrebenden Volkswirtschaften war das Wachstum 2006 und bis ins erste Quartal 2007 hinein weiterhin lebhaft und wurde von einem moderaten Preisanstieg und Leistungsbilanzüberschüssen begleitet. In einigen Ländern gab der Inflationsdruck jedoch Anlass zu Besorgnis – zum einen wegen der hohen Nachfrage und zum anderen wegen der unsicheren Preisentwicklung bei den Rohstoffen. Trotz einer moderaten Straffung der Geldpolitik verzeichneten eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften erneut ein kräftiges Kreditwachstum. Gleichzeitig wurde die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften durch eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und ein verbessertes Schuldenmanagement gestärkt.

Nach einer kurzen Übersicht über die jüngsten Entwicklungen und einigen Ausführungen zu Inflationsrisiken und zur Fiskalpolitik widmet sich dieses Kapitel zwei wichtigen Themen: Zuerst wird untersucht, welche Folgen die Tendenz der Zahlungsbilanzen hin zu hohen – und die Nettokapitalzuflüsse übersteigenden – Leistungsbilanzüberschüssen hat. Der Einfluss ausländischer Anleger auf die inländischen Märkte für Vermögenswerte könnte größer gewesen sein, als die Nettokapitalflüsse andeuten, nicht zuletzt weil diese Anleger ihre Bestände an Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften aufgestockt haben. Außerdem werden Positionen in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften aufgrund von derivativen Geschäften vielleicht nicht in vollem Umfang erfasst. Die Preise für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften sind rasant gestiegen. Noch ist jedoch unklar, ob ausländische Einflüsse zur erhöhten Preisvolatilität bei den Vermögenswerten beigetragen haben.

Ein zweites Thema ist die zunehmende Bedeutung Chinas im Welthandel. Die Rolle Chinas als Mittelpunkt eines integrierten Produktionsnetzwerkes in Ostasien hat die Handelsströme verändert. Ein beträchtlicher Teil der chinesischen Importe sind Zwischenerzeugnisse, die vom Exportsektor weiterverarbeitet werden. Endprodukte zur Befriedigung der Inlandsnachfrage machen dagegen einen wesentlich geringeren Anteil an den Importen aus. Die rohstoffexportierenden Länder haben von der erhöhten chinesischen Nachfrage tendenziell profitiert. Die Vorteile für Chinas Nachbarn und andere Handelspartner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften sind jedoch weniger klar; einige Länder haben in Drittländern Marktanteile an China verloren, konnten andererseits aber ihre Ausfuhren von Zwischenerzeugnissen und Investitionsgütern für den chinesischen Exportsektor steigern. Eine Zunahme der bislang relativ geringen Nachfrage Chinas nach Importgütern zur Sättigung der inländischen Endnachfrage würde seinen Handelspartnern neue wirtschaftliche Möglichkeiten eröffnen; zudem könnte das Wachstum in China

damit stärker zum Ausgleich eines potenziellen Rückgangs der US-Nachfrage beitragen. Der Aufstieg Chinas hat außerdem unterschiedliche Auswirkungen auf die Wechselkurspolitik seiner Nachbarn.

Wirtschaftliche Entwicklungen

Kräftiges Wachstum und Leistungsbilanzüberschüsse ...

Das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften überraschte 2006 erneut positiv; es betrug 7,4%, gegenüber 6,8% im Zeitraum 2003–05 (Tabelle III.1). Auch im ersten Quartal 2007 blieb es kräftig. Dem aktuellen Prognosekonsens zufolge wird das Wachstum 2007 gegenüber 2006 aber leicht zurückgehen. In einigen der am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften (z.B. China, Indien und Argentinien) wird ebenfalls mit einer gewissen Abschwächung gerechnet. In Brasilien, wo das anhaltend schwache Wachstum ein mittelfristiges Problem gewesen war, stieg die Wachstumsrate 2006 über den

Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanzsaldo									
	Reales BIP ¹			Verbraucherpreise ¹			Leistungsbilanzsaldo ²		
	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007
Asien	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	357	355
China	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	239	243
Indien ³	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonesien	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Korea	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
Thailand	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Übriges Asien ⁴	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
Lateinamerika	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentinien	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brasilien	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Chile	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
Mexiko	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Übriges Lateinamerika ⁵	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Mitteleuropa	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Polen	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
Tschechische Republik	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Ungarn	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Russland	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Türkei	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
Afrika ⁶	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Südafrika	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Naher Osten ⁶	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Insgesamt	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
<i>Nachrichtlich: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>2,2</i>	<i>2,0</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>-457</i>	<i>-675</i>	<i>-583</i>

Daten von 2007 und Teildaten von 2006 basieren auf im Mai veröffentlichten Consensus-Prognosen und -Schätzungen sowie auf Angaben des IWF.

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Regionale Daten: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. Periodendurchschnitt; Inflation in Lateinamerika: Periodenende. ² Mrd. US-Dollar. Regionale Daten: Summe der aufgeführten Volkswirtschaften. ³ Für das im April beginnende Haushaltsjahr; Inflationswerte beziehen sich auf Großhandelspreise. ⁴ Hongkong SVR, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China). ⁵ Kolumbien und Peru. ⁶ Ländergruppen gemäß *World Economic Outlook* des IWF.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.1

Durchschnitt der Jahre 2003–05, und für 2007 wird eine weitere Zunahme erwartet. Jüngste Korrekturen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wiesen einen höheren Beitrag des Dienstleistungssektors auf und deuten somit auf ein stärkeres Wachstum hin als bisher geschätzt. In Afrika, Asien, Lateinamerika, dem Nahen Osten und Russland nahmen die Leistungsbilanzüberschüsse zu. Dagegen weiteten sich in Indien, der Türkei und Südafrika die Leistungsbilanzdefizite aus, und in Mitteleuropa verharrten sie auf hohem Niveau.

Als eine Komponente der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage trugen die Nettoexporte weiterhin zum Wirtschaftswachstum in China und in den übrigen Ländern Asiens bei. In Mitteleuropa dagegen ist ihr Beitrag zurückgegangen (bleibt aber positiv), und in Lateinamerika war er in den letzten beiden Jahren leicht negativ. Wie schon in den Vorjahren spielte die Inlandsnachfrage erneut eine entscheidende Rolle für das Wirtschaftswachstum. Die Konsumnachfrage war in den meisten aufstrebenden Regionen ein wichtiger Faktor; in Mitteleuropa, China und Lateinamerika wurde das Wachstum auch von Investitionen angetrieben.

Der Median der Inflationsraten in den aufstrebenden Volkswirtschaften stieg 2006 auf 3,7% (gegenüber 3,5% im Vorjahr) und blieb damit in der Nähe des Medians für den Zeitraum 1999–2005. Dabei gab es jedoch erhebliche regionale Unterschiede. In Asien lag der Median der Inflationsraten 2006 weiterhin deutlich unter demjenigen anderer Regionen, übertraf aber die 2002 verzeichneten Werte nahe null. Auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften zog die Inflation kräftig an, in Lateinamerika dagegen war sie tendenziell rückläufig. Inflationstrends sind zwar schwer zu erkennen, wie nachstehend noch ausgeführt wird, doch bestehen teilweise erhebliche Inflationsrisiken.

... sowie etwas höhere Inflation

Ausblick und Herausforderungen für die Zukunft

Die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind im Wesentlichen mit zwei Risiken behaftet. Das eine besteht darin, dass eine spürbare Abkühlung der US-Wirtschaft das Wachstum dieser Länder erheblich bremsen könnte. Auf dieses Risiko soll hier jedoch nicht näher eingegangen werden. Es ist lediglich anzumerken, dass die Aussichten nicht klar sind. Wie in Kapitel II erörtert, kann das Risiko eines Abschwungs in den USA nicht ganz außer Acht gelassen werden, denn die gesamten Auswirkungen der Schwäche am US-Wohnimmobilienmarkt sind noch nicht abzusehen. Hingegen geht der Prognosekonsens für das Jahr 2007 von einem anhaltend moderaten Wachstum in den USA aus. Außerdem würden sich die Risiken für die aufstrebenden Volkswirtschaften relativieren, wenn andere Volkswirtschaften wie China, Japan und die Europäische Union in der Lage wären, eine etwaige schwächere US-Nachfrage durch eine Steigerung der eigenen Inlandsnachfrage auszugleichen.

Der Schwerpunkt dieses Abschnitts liegt vielmehr auf einem anderen Risiko, nämlich dem eines Inflationsanstiegs. Im vergangenen Jahr wurden gelegentlich Bedenken über hohe oder steigende Teuerungsrate geäußert. In einigen Ländern (z.B. Argentinien, Russland und Venezuela) erreichte die Höhe

Inflationsrisiken zwar unterschiedlich ...

der Inflationsrate Besorgnis. In anderen Ländern (darunter Mexiko) war man vor allem beunruhigt, weil die Inflationsrate oberhalb des Zielkorridors lag. In einer Reihe von Ländern schließlich war die zunehmende Inflation ein Thema. In Indien beispielsweise stieg 2006 die Teuerungsrate nach einem Rückgang im Jahr 2005 deutlich (und liegt jetzt oberhalb des Korridors der von der indischen Zentralbank mittelfristig tolerierten Inflationsrate). Für 2007 wird eine weitere Zunahme befürchtet. In China hat die Teuerungsrate, die im Ländervergleich niedrig ist, seit Kurzem ebenfalls merklich angezogen. Zudem herrscht einige Unsicherheit darüber, ob die für China verfügbaren Messwerte den zugrundeliegenden Inflationsdruck korrekt widerspiegeln. Im Gegensatz dazu ist die Inflationsrate in einigen anderen Ländern zurückgegangen, insbesondere in Brasilien, Indonesien und auf den Philippinen, aber auch in Thailand, wo die Inflation im vergangenen Jahr Anlass zu großer Sorge gewesen war. In Russland ist die Inflation ebenfalls gesunken, liegt aber nach wie vor auf hohem Niveau.

Wie wahrscheinlich ist es, dass der Inflationsdruck in einigen Ländern anhält oder sich sogar noch verstärkt? In diesem Zusammenhang könnten Produktionslücken, Verschiebungen der relativen Preise und Inflationserwartungen alle eine Rolle spielen.

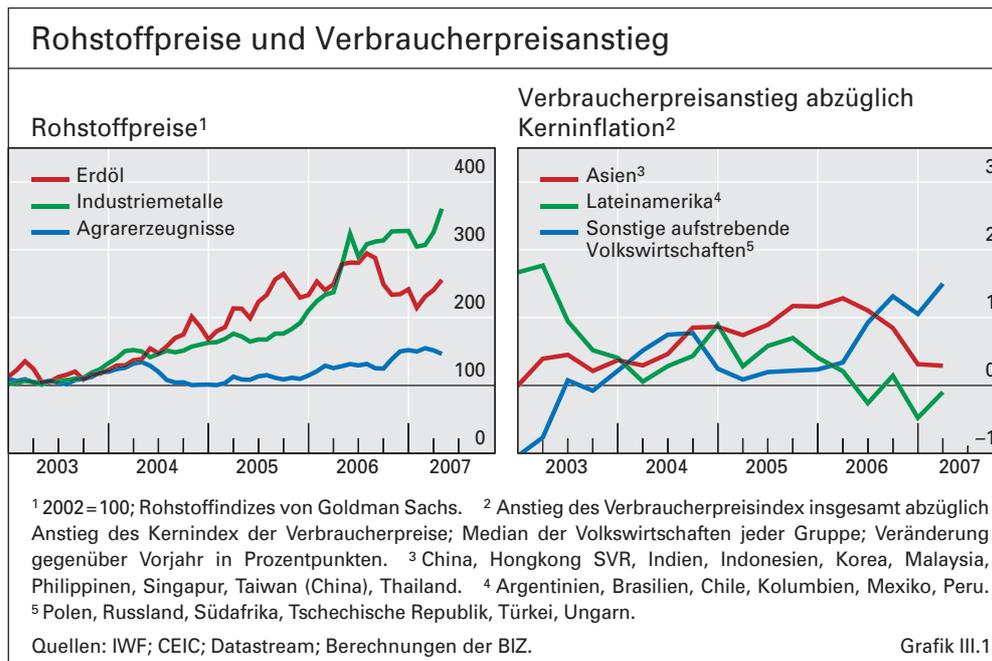
... jedoch verschärft durch sich schließende Produktionslücken ...

Produktionslücken. Aus neueren Schätzungen geht hervor, dass die Produktionslücken in aufstrebenden Volkswirtschaften fast geschlossen sind oder sogar eine Überauslastung der Produktionskapazitäten besteht. So ist beispielsweise in Brasilien, wo in letzter Zeit Disinflation herrschte, die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe mit annähernd 82% vergleichsweise hoch. In Indien liegt die Kapazitätsauslastung Berichten zufolge nahe 100%. Zudem liegt das Wachstum anscheinend in mehreren Ländern über dem Potenzial. Teilweise ist die starke Nachfrage auf positive Schocks bei den Terms of Trade (bei Rohstoffexporteuren) und günstige weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen zurückzuführen. In einem solchen Umfeld könnte eine relativ expansiv angelegte Geldpolitik (s. unten) die Gefahr eines zukünftigen Preisauftriebs in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhen.

... und höhere Ölpreise

Verschiebungen der relativen Preise. Die Preise für Öl und andere Rohstoffe sind in den letzten Jahren drastisch gestiegen (Grafik III.1). Der Ölsektor ist ein gutes Beispiel für bestehende Probleme und potenzielle Inflationsrisiken. Zwar fielen die Ölpreise gegenüber ihrem Höchststand von Mitte Juli 2006 (\$ 77 je Barrel für West Texas Intermediate), doch seit Januar 2007 ziehen sie wieder an (bis auf \$ 63 je Barrel Mitte Mai). Obwohl sich das Wachstum der globalen Ölnachfrage von rund 4% 2004 auf etwa 1% 2006 abgeschwächt hat, spiegelt der jüngste Preisanstieg zum Teil eine kräftige Nachfrage aus Volkswirtschaften außerhalb der OECD wider. In letzter Zeit treten angebotsseitige Faktoren stärker in den Vordergrund und werden in Zukunft noch an Bedeutung gewinnen. So scheint beispielsweise die Entscheidung der OPEC, ab November 2006 die Produktion zu drosseln, zum jüngsten Ölpreisauftrieb beigetragen zu haben.

Ein Anstieg der Ölpreise könnte spürbare Auswirkungen haben. Eine kürzlich durchgeführte Studie schätzt, dass eine angebotsseitig bewirkte Verdoppelung der Preise die Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften



Asiens um bis zu 1,4 Prozentpunkte zusätzlich anheizen könnte. Die inflationären Auswirkungen wären noch ausgeprägter, wenn die ölimportierenden Länder Probleme mit der Finanzierung der daraus resultierenden Leistungsbilanzdefizite hätten und wenn die Subventionen, die den Anstieg der Energiepreise bisher begrenzten, weiter zurückgeführt oder gar ganz abgeschafft würden. In einer Reihe asiatischer Länder (z.B. in Indien, Indonesien und Thailand) wurden die Subventionen inzwischen schon gekürzt, allerdings in unterschiedlichem Maße.

Mittelfristig wird davon ausgegangen, dass die Ölreserven ausreichen, um die erwartete starke Nachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften zu befriedigen, sofern die wichtigsten Ölproduzenten in entsprechendem Umfang investieren. Bisher vermochten die Investitionen allerdings die Engpässe in der Förderungskapazität einiger Länder nicht zu lindern. Es wird daher zunehmend befürchtet, dass die Ölproduktion in Nicht-OPEC-Ländern ihren Höhepunkt bald überschritten haben und die Gesamtproduktion dann auf weniger Länder konzentriert sein wird. Einstweilen bleiben die kurzfristigen Risiken eines drastischen Anstiegs der Ölpreise beträchtlich. Von Zeit zu Zeit sinken die Kapazitätsreserven der OPEC auf ein niedriges Niveau, sodass plötzliche Schocks auf der Angebots- wie der Nachfrageseite tendenziell erhebliche – und teils anhaltende – Auswirkungen auf die Ölpreise haben.

Im vergangenen Jahr zählten zu diesen Schocks Ausfälle in der nigerianischen Ölproduktion und bei den US-Raffineriekapazitäten sowie ein ungewöhnlicher Kälteeinbruch in den USA im Februar 2007, der die US-Ölvorräte erheblich schrumpfen ließ. Anhaltende geopolitische Risiken in ölproduzierenden Ländern wie Iran und Irak verstärken das Preisvolatilitätsrisiko.

Zwei weitere Aspekte zum Thema Rohstoffpreise sind zu erwähnen: Erstens werden aufgrund der langen Vorlaufzeiten bei der Erschließung von Bergbaukapazitäten sowie der hohen Nachfrage Chinas und anderer aufstrebender Volkswirtschaften die Angebotsengpässe bei Metallen andauern.

Zögerliche Investitionen im Ölsektor

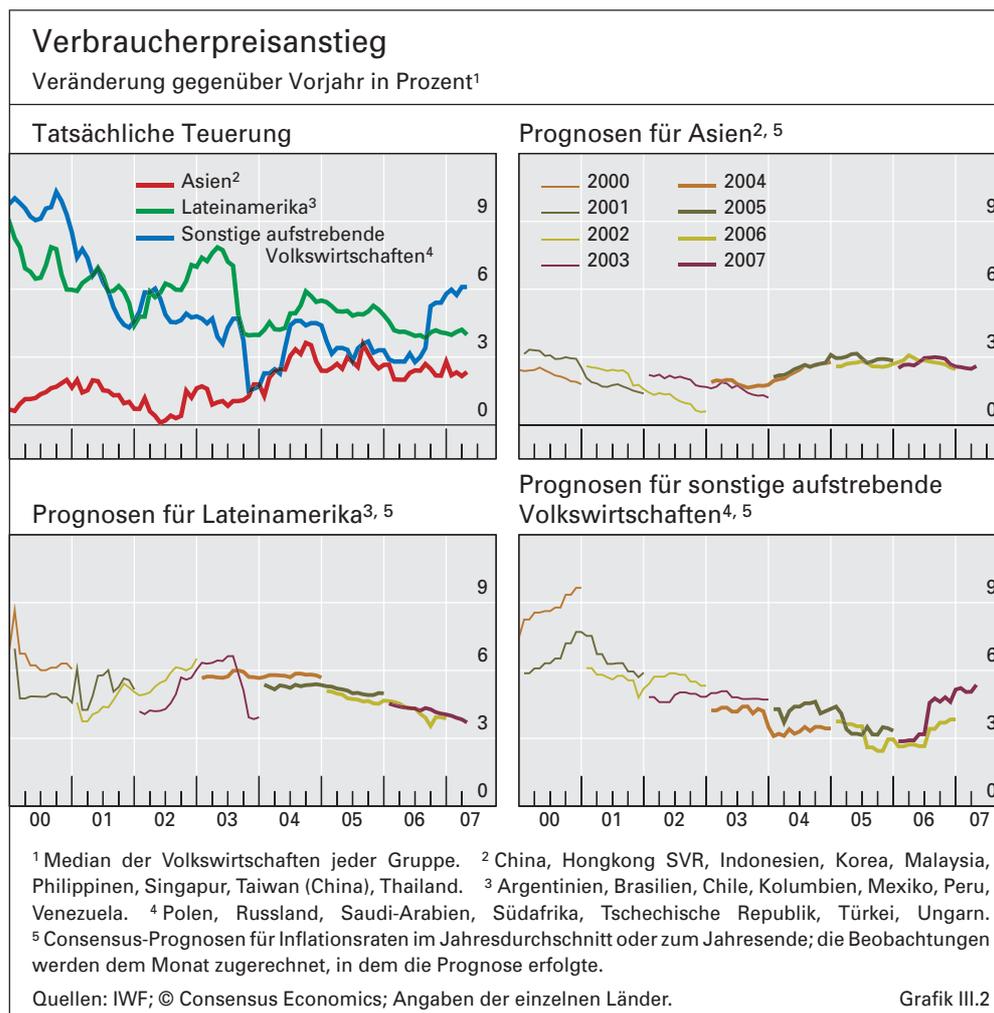
Zweitens hatten in Ländern wie China, Mexiko und Südafrika höhere Preise für Agrarerzeugnisse ebenfalls einen gewichtigen Anteil am Teuerungsanstieg. Diese Preiserhöhungen haben eine gewisse Beharrlichkeit gezeigt, und in einigen dieser Länder wird daher besonders befürchtet, dass die Inflationserwartungen entsprechend beeinflusst werden könnten.

Inflationsprognosen uneinheitlich ...

Inflationserwartungen. Wird der Prognosekonsens als Näherungsgröße für die Inflationserwartungen genommen, so zeigt Grafik III.2, dass in Asien für 2007 weiterhin mit einer relativ niedrigen Inflationsrate von unter 3% gerechnet wird. Zudem waren die Inflationsprognosen für diese Region in letzter Zeit stabil. Im Gegensatz dazu sind die Inflationsprognosen in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften nach einer langen Zeit des Rückgangs jetzt wieder deutlich gestiegen; in Lateinamerika sind die Prognosen seit einigen Jahren rückläufig.

... Erwartungen könnten aber Lohnfestsetzung beeinflussen

Inflationserwartungen sind u.a. deswegen relevant, weil sie zu höheren Lohnforderungen führen können. Nach allgemeiner Auffassung wurde der Lohnanstieg dadurch gedämpft, dass als Ergebnis der Integration Chinas und zunehmend auch Indiens in die Weltwirtschaft die globale Erwerbsbevölkerung erheblich gewachsen ist – ein Effekt, der sich in Ländern mit einem großen Arbeitskräfteangebot in ländlichen Gebieten noch weiter verstärken kann. Allerdings haben neue Untersuchungen ergeben, dass zwar



die Löhne ungelerner Arbeiter in einigen großen aufstrebenden Volkswirtschaften (Brasilien, China und Indien) nicht gestiegen sind, die Löhne höher qualifizierter oder außerhalb der Produktion tätiger Angestellter (in der Verwaltung, in Aufsichtsfunktionen sowie im Bereich von Dienstleistungen mit oftmals höheren vermuteten Anforderungen) dagegen rasant zugenommen haben. Seit Anfang dieses Jahrzehnts beispielsweise sind in China und Russland die Reallöhne im verarbeitenden Gewerbe mit einer durchschnittlichen Jahresrate von über 11% gestiegen. Auch in Indien war bei den Löhnen von Angestellten außerhalb der Produktion in den ersten Jahren des Jahrzehnts ein Anstieg um jährlich etwa 3,8% zu verzeichnen. Die Möglichkeit, dass sich höhere Inflationserwartungen in Lohnforderungen niederschlagen, gibt besonders in den Ländern Anlass zur Sorge, in denen sich die Lebensmittelpreise deutlich erhöht haben.

Könnten sich die Inflationserwartungen abrupt verändern? Die Volatilität an den Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 (Kapitel VI) und der Anstieg der Preise von Agrarerzeugnissen in jüngster Zeit belegen, dass sowohl Teuerungsraten als auch Inflationsprognosen plötzlich nach oben schießen und Zielvorgaben übertreffen können; die Türkei und Mexiko sind dafür ein gutes Beispiel. In der Türkei verursachte die Marktvolatilität im Mai/Juni 2006 eine deutliche Währungsabwertung, durch die sich die Inflationsrate um geschätzte 3,5 Prozentpunkte erhöhte, worauf der private Sektor seine Prognosen für 2006 (von etwas über 7% auf 10%) und für 2007 (von 5,6% auf 7,8%) kräftig nach oben korrigierte. Im Falle Mexikos durchbrach die Inflationsrate Ende 2006 unerwartet die 4%-Obergrenze des Zielkorridors der Zentralbank ($3\% \pm 1\%$), teilweise aufgrund stark gestiegener Preise für Mais. In US-Dollar gerechnet schnellte der Preis für Mais auf dem Weltmarkt von Juli 2006 bis April 2007 um 58% empor, was zum Teil auf den Einsatz von Mais für die Produktion des Biotreibstoffs Ethanol zurückzuführen war. Im weiteren Verlauf des Berichtszeitraums blieben Inflationsrate und Inflationsprognosen für Mexiko knapp unter der Obergrenze des Zielkorridors oder darüber.

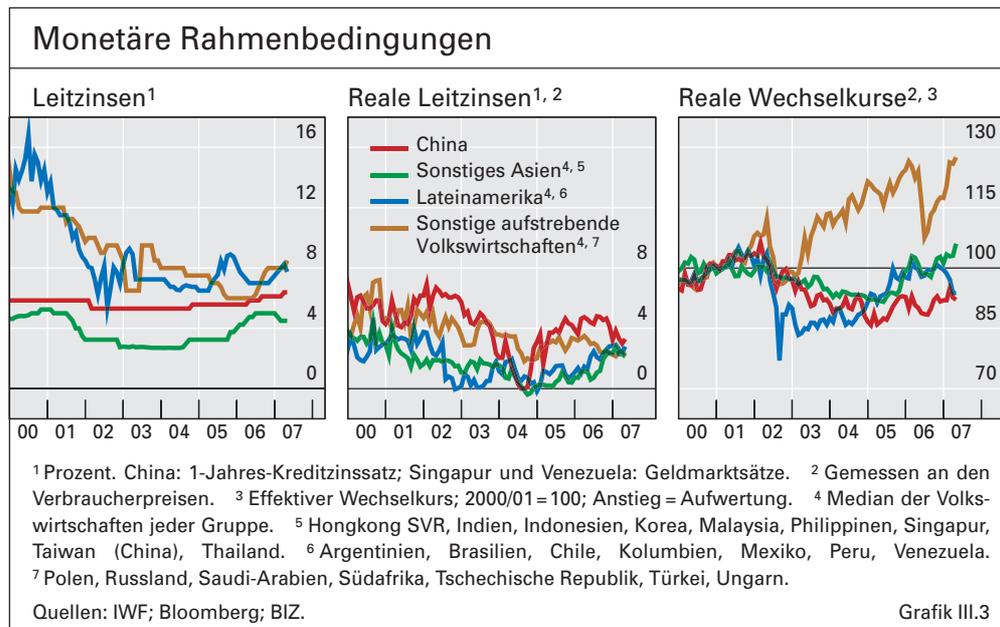
Plötzliche
Veränderung der
Erwartungen
möglich

Insgesamt gesehen gibt es trotz der derzeit allgemein moderaten Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften offenbar eine Reihe von Risiken. Kapazitätsengpässe könnten in mehreren Ländern zum Problem werden, und ein starker Anstieg der Rohstoffpreise ist denkbar. Dementsprechend können bei Inflationsraten und Inflationserwartungen plötzliche Anpassungen nach oben nicht ausgeschlossen werden.

Geldpolitik

Vor diesem Hintergrund ist die Geldpolitik seit 2004 tendenziell gestrafft worden. Zwischen den einzelnen Volkswirtschaften gibt es jedoch erhebliche Unterschiede, und in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich die Straffung seit dem zweiten Halbjahr 2006 verlangsamt (Grafik III.3). Eine stetige Erhöhung der Leitzinssätze erfolgte in Indien (175 Basispunkte seit Dezember 2004) und in China (81 Basispunkte), flankiert durch andere Straffungsmaßnahmen (s. unten). In anderen asiatischen Ländern dagegen sind die Leitzinsen seit etwa Mitte 2006 nicht mehr gestiegen oder sogar gefallen. In etlichen Fällen – insbesondere in Indonesien, auf den Philippinen und in

Mäßige Straffung
der Geldpolitik ...



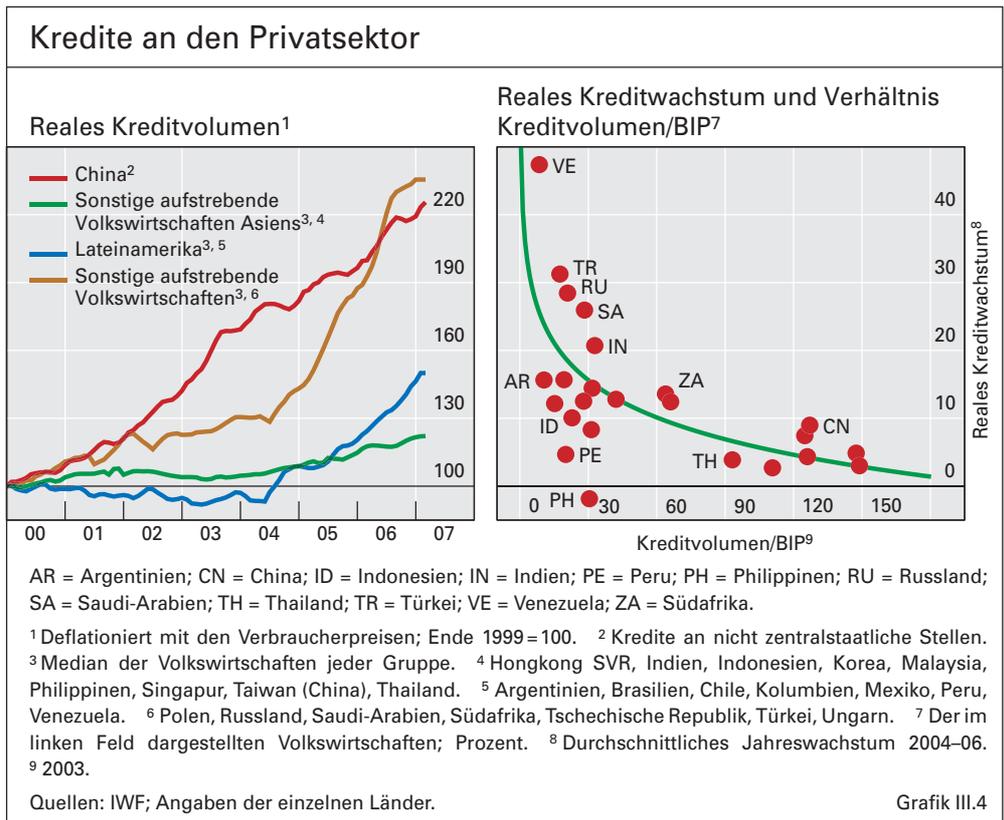
Thailand – war dies eine Reaktion auf eine sich abzeichnende Disinflation. Ähnliche Unterschiede bei den geldpolitischen Maßnahmen sind in Lateinamerika und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften erkennbar. Die Disinflation hat in Brasilien – und zeitweise auch in Mexiko – zu fallenden Leitzinsen geführt. Hingegen mussten drei Länder mit einem Leistungsbilanzdefizit, deren Währungen während der Phase volatiler Finanzmärkte im Mai/Juni 2006 einem Abwertungsdruck ausgesetzt waren, die Zinsen deutlich anheben: die Türkei um 425 Basispunkte, Ungarn und Südafrika um jeweils 200 Basispunkte. Im Fall Ungarns ist die Erhöhung allerdings auch auf Bedenken wegen des Haushaltsdefizits zurückzuführen.

... aber expansives Ergebnis

Die Auswirkungen dieser geldpolitischen Maßnahmen auf einige gängige Kennzahlen der monetären Rahmenbedingungen waren unterschiedlich (Grafik III.3 Mitte und rechts). In China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften begannen die realen Leitzinssätze schon vor einigen Jahren zu steigen. Die Mediane der realen Leitzinssätze in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und in Lateinamerika konvergierten auf gut 2% und in China sowie in aufstrebenden Volkswirtschaften anderer Regionen auf über 3%. In China wäre der Realzinssatz im Übrigen negativ, wenn als Maßstab für die monetären Bedingungen statt des Kreditzinssatzes ein Interbanksatz herangezogen würde. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Realzinssätze viel niedriger als die hohen potenziellen Wachstumsraten, was darauf hindeutet, dass das monetäre Umfeld im Grunde nach wie vor recht wachstumsfördernd ist.

Kräftiges Wachstum des realen privaten Kreditvolumens ...

Das hohe reale Wachstum der Kredite an den privaten Sektor in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften verstärkt den Eindruck lockerer monetärer Rahmenbedingungen (Grafik III.4). Seit Ende 2003, als in allen Regionen eine beträchtliche Zunahme des realen privaten Kreditvolumens erkennbar wurde, betrug die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor in China fast 9%, in anderen aufstrebenden



Volkswirtschaften Asiens 5%, in Lateinamerika 15% und in aufstrebenden Volkswirtschaften anderer Regionen 21%. Die stärkste Kreditausweitung wurde in Venezuela (47%) sowie in Indien, Russland, Saudi-Arabien und der Türkei beobachtet (in aufsteigender Reihenfolge, 21–31%). In einigen mittel- und osteuropäischen Ländern ist die rasche Kreditexpansion besonders besorgniserregend, da sich die privaten Haushalte zu einem großen Teil in Fremdwährung verschuldet haben.

Das Kreditwachstum spiegelt sowohl strukturelle als auch kurzfristige Einflüsse wider. Bei den strukturellen Einflüssen erscheint die zunehmende Tiefe der Finanzmärkte besonders bedeutsam. Tatsächlich waren in Ländern, in denen das Verhältnis von Kreditvolumen und BIP kleiner ist, höhere Zuwächse des realen privaten Kreditvolumens zu verzeichnen (Grafik III.4 rechts). In einigen Regionen, z.B. in Mitteleuropa, haben der verschärfte Wettbewerb im Bankensektor und die Integration des Finanzsektors ebenfalls eine wichtige Rolle bei der Ausweitung des Kreditvolumens gespielt. Zu den kurzfristigen Einflüssen zählen eine solide wirtschaftliche Entwicklung und – wie weiter unten ausgeführt – Bemühungen, den Aufwertungsdruck einzudämmen.

Während Leitzinsen und Kreditexpansion auf relativ lockere monetäre Rahmenbedingungen hindeuten, lässt die erhebliche reale Währungsaufwertung in einigen Ländern auf eine gewisse Nachfragedämpfung schließen. Von Dezember 2004 bis März 2007 betrug die reale Aufwertung in Korea, Malaysia und Thailand über 10% und in Indonesien mehr als 20%. Außerhalb Asiens erreichte die kumulierte reale Aufwertung z.B. in Brasilien im gleichen Zeitraum 34%. Eine reale Aufwertung trägt zur Disinflation bei und dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Dadurch hat sie vielleicht in einer Reihe von

... aufgrund struktureller und kurzfristiger Einflüsse

Aufwertung dämpft Nachfrage ...

Ländern Spielraum für eine Senkung der Leitzinsen oder andere Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik geschaffen. In einigen Ländern schien der Aufwertungsdruck so stark, dass die zuständigen Behörden Zinssenkungen vornahm, um unerwünschten Kapitalzuflüssen entgegenzuwirken.

Zwar trägt der Aufwertungsdruck zur Disinflation bei, doch gibt es mindestens drei Gründe, warum er Anlass zur Sorge bietet. Erstens kann er sich negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit und den Sektor handelbarer Güter auswirken. Zweitens kann die Dämpfung des Zinsanstiegs zu Preiserhöhungen bei nicht handelbaren Gütern führen, insbesondere beim Wohneigentum. Drittens kann sich ein Aufwertungsdruck auch ohne Weiteres umkehren, worauf dann womöglich eine Anhebung der Leitzinssätze erforderlich wird. Bemerkenswert ist, dass einige der stärksten nominalen Erhöhungen der Leitzinssätze seit Anfang 2006 in der Türkei und in Südafrika zu beobachten waren. Auf diesen Ländern lastete während der Phase der Volatilität an den Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 erheblicher Abwertungsdruck.

... führt aber zu massiven Interventionen

Aufwertungsdruck ermöglicht nicht nur tiefere Leitzinsen, als es sonst der Fall wäre, sondern löst oft auch umfangreiche Interventionen an den Devisenmärkten aus. Dies hat zu einer massiven und anhaltenden Akkumulation von Währungsreserven geführt (Kapitel V) und daraus folgend zur Notwendigkeit, die so entstandenen Reserven zu sterilisieren. In einer Reihe von Ländern, darunter China, erwies sich die Sterilisierung durch Anhebung der Mindestreserveanforderungen und durch Verkauf von Zentralbankschuldtiteln als zunehmend schwierig oder war mit unerwünschten Nebenwirkungen verbunden. Mindestreserven, die zu einem tieferen Satz als marktüblich verzinst werden, stellen im Endeffekt eine Besteuerung der Banken dar. An nicht vollständig integrierten Finanzmärkten kann darüber hinaus der Verkauf von Zentralbankschuldtiteln zu Sterilisierungszwecken deren Renditen sogar so weit steigen lassen, dass noch mehr Kapital angezogen wird.

Außerdem aufsichtsrechtliche Maßnahmen ...

Eine Anzahl von Ländern hat zusätzlich aufsichtsrechtliche Maßnahmen ergriffen, um das rasche Kreditwachstum zu bremsen und um Stabilitätsrisiken in bestimmten Wirtschaftssektoren oder an den Finanzmärkten zu begegnen. So erhöhte beispielsweise Indien die Risikogewichte der Hypotheken für Wohneigentum (von 50% auf 75%, später allerdings wieder zurückgenommen) und Gewerbeimmobilien (von 100% auf 150%) sowie der Verbraucherkredite (von 100% auf 125%). In bestimmten Branchen wurden die allgemeinen Vorschriften für die Risikovorsorge bei der Kreditvergabe ebenfalls verschärft.

... und Maßnahmen zur Förderung von Kapitalabflüssen ...

Einige Länder haben auch versucht, die Auswirkungen der Kapitalzuflüsse einzudämmen, indem sie Kapitalabflüsse förderten und es Gebietsansässigen erleichterten, Fremdwährungen zu erwerben und zu halten. Beschränkungen für Auslandsinvestitionen oder den Besitz von Vermögenswerten in Fremdwährung wurden im vergangenen Jahr in China, Indien, Korea und Thailand gelockert. Im Einzelnen wurde der Höchstwert der zulässigen Fremdwährungsguthaben inländischer Unternehmen heraufgesetzt (Thailand), der Erwerb größerer Summen in Fremdwährung gestattet (China), Anreize für Gebietsansässige geschaffen, in ausländischen Wertpapieren

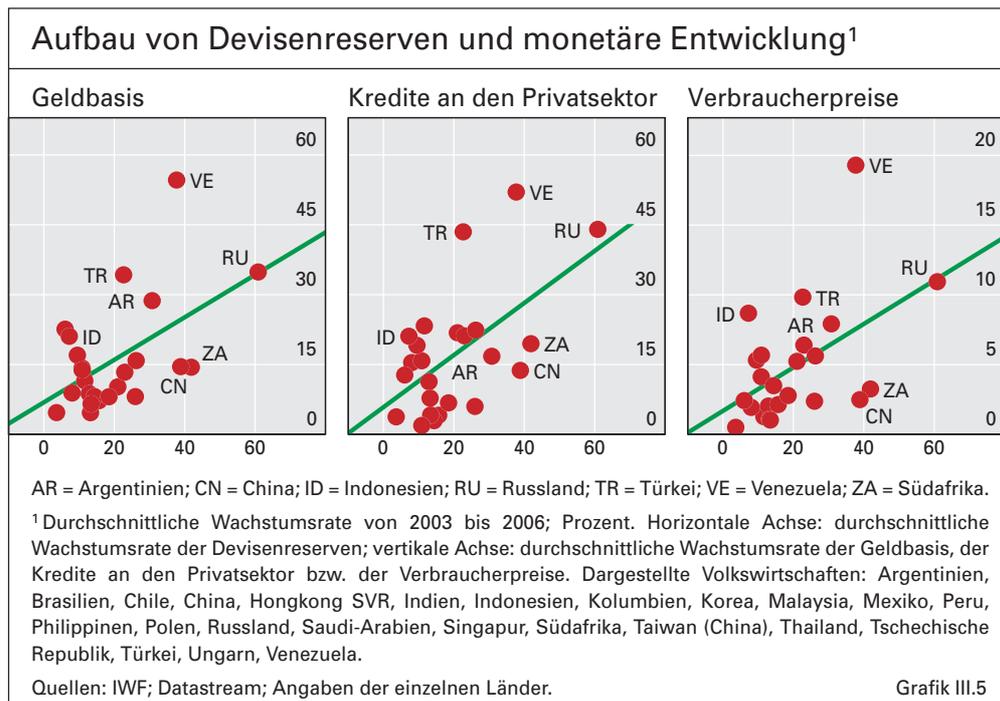
und Immobilien zu investieren (Korea), und die Erlaubnis erteilt, mehr Portfolioinvestitionen im Ausland zu tätigen (China und Indien). Inwieweit diese Maßnahmen bisher dem Aufwertungsdruck entgegenwirken konnten, bleibt jedoch unklar.

Angesichts von Schwierigkeiten, dem anhaltenden Aufwertungsdruck zu begegnen, versuchte Thailand, die Kapitalzuflüsse einzuschränken. Zunächst wurden Obergrenzen für den Wertpapierbesitz von Gebietsfremden und für ausländische Darlehen an inländische Finanzinstitute festgelegt, denen keine Handelsgeschäfte oder Investitionen zugrunde lagen. Im Dezember 2006 wurde eine zinslose Mindestreservepflicht für kurzfristige Kapitalzuflüsse eingeführt, wie es sie früher bereits in Chile gegeben hatte. Angesichts der stark negativen Reaktion der betroffenen Märkte sind einige dieser Einschränkungen inzwischen wieder aufgehoben worden, doch der unerschwellige Aufwertungsdruck auf den thailändischen Baht hat offenbar nachgelassen. Kürzlich hat auch Kolumbien ähnliche Kapitalverkehrskontrollen eingeführt.

Nach Äußerungen von Zentralbankvertretern und Marktbeobachtern zu urteilen, konnten die beschriebenen Sterilisierungs- und ergänzenden Maßnahmen die durch den Zustrom ausländischen Kapitals entstehende Liquidität nicht wirklich im Zaum halten. Vielmehr ist anscheinend in etlichen Ländern seit 2003 die Akkumulierung von Devisenreserven mit einer raschen Ausweitung der Geldbasis und des Kreditvolumens sowie höheren Inflationsraten einhergegangen (Grafik III.5). Solche einfachen Korrelationen sind natürlich mit Vorsicht zu interpretieren, doch sie verstärken den Eindruck, dass relativ lockere monetäre Rahmenbedingungen in Verbindung mit Aufwertungsdruck auf die Währung die Inflation letztlich doch anheizen können.

... oder Kapitalverkehrskontrollen

Aufbau von Währungsreserven mit expansiver Wirkung?



Mittelfristige fiskalpolitische Anpassungen und Schuldenmanagement

Stabilisierung und Abbau der Verschuldung

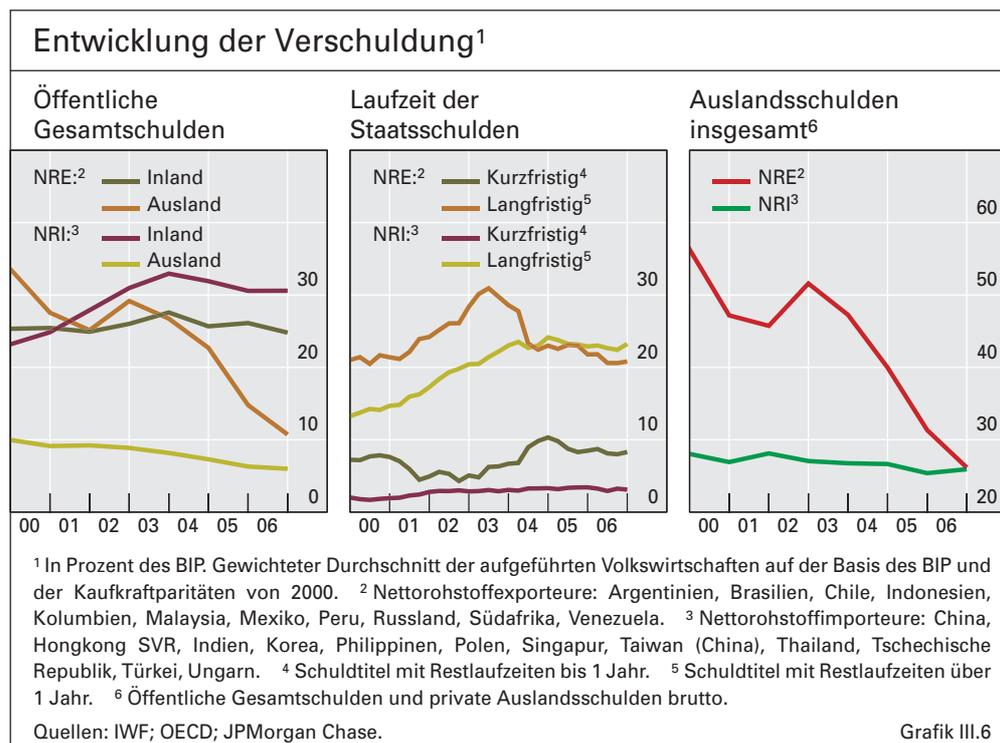
Die Widerstandsfähigkeit aufstrebender Volkswirtschaften und ihre Attraktivität für Anleger hängen in beträchtlichem Maß von der staatlichen Finanzlage und der Entschlossenheit zu fiskalpolitischen Anpassungen ab. Öffentliche Entscheidungsträger haben sich sehr um die Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität bemüht, und zwar durch Konsolidierung oder Rückführung der Staatsschulden und durch verschiedene Maßnahmen des Schuldenmanagements, die auf eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen abzielten.

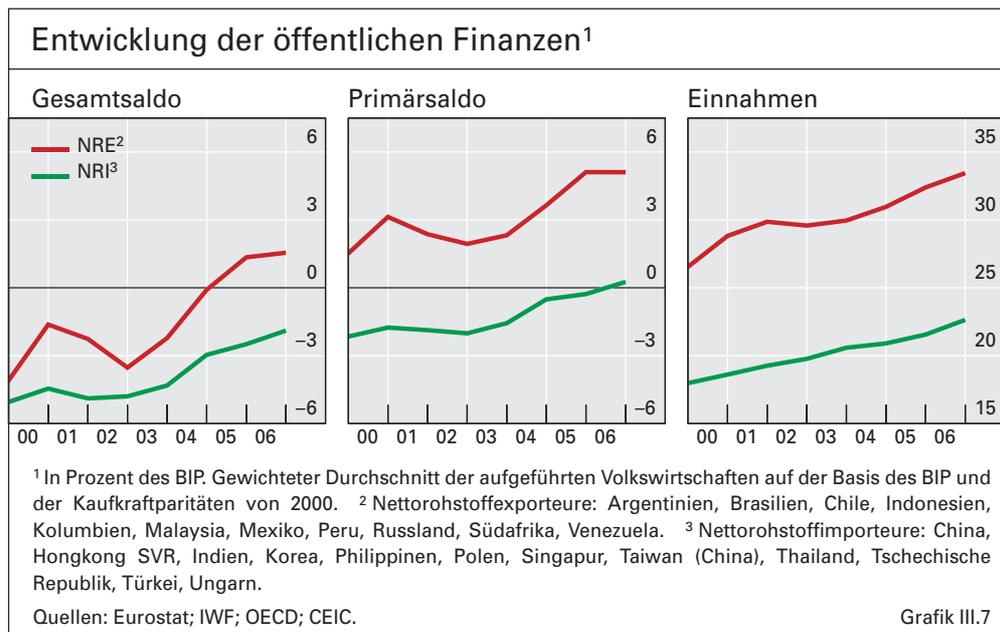
Die Bruttostaatsverschuldung (Grafik III.6 links, Gesamtschulden im In- und Ausland) ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgegangen; das trifft sowohl auf Nettorohstoffexporteure als auch auf -importeure zu. Der Medianwert der Schuldenquote für alle aufstrebenden Volkswirtschaften fiel im Zeitraum 2003–06 um etwa 14 Prozentpunkte auf 33%, wobei der Rückgang in Brasilien, Chile, Indonesien, Kolumbien, Peru, auf den Philippinen, in Russland, Thailand, der Türkei und Venezuela mit über 10% des BIP besonders stark war.

Die sinkende Bruttostaatsverschuldung ist zum Teil der Dynamik eines robusten Wachstums bei gleichzeitig niedrigen Zinsen zuzuschreiben, in Ländern mit einer hohen Fremdwährungsverschuldung aber auch den Auswirkungen einer Aufwertung der Landeswährung. Eine nachhaltigere Basis für den Schuldenabbau ist jedoch der Trend zur Konsolidierung der staatlichen Haushalte. Wie Grafik III.7 zeigt, haben die Haushaltsdefizite abgenommen, und die öffentlichen Einnahmen sind gestiegen, insbesondere bei Nettoexporteuren von Rohstoffen. Diese Ergebnisse sind Ausdruck einer deutlich

Staatliche Bruttoverschuldung rückläufig ...

... auch dank haushaltspolitischer Bemühungen





verbesserten Haushaltsdisziplin; die Primärsalden, die den Schuldendienst nicht berücksichtigen, sind in den vergangenen Jahren erheblich gestiegen (Grafik III.7 Mitte) und haben beim Schuldenabbau seit 2000 eine Rolle gespielt.

Schätzungen zufolge haben die Primärsalden 2006 leicht zugenommen, und eine gewisse Zuversicht, dass die bisher erzielten Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung von Dauer sind, scheint angebracht. Länder mit hohen Einnahmen aus Rohstoffexporten oder kräftigem Wirtschaftswachstum sind besonders darum bemüht, dass die zyklischen Ausgaben nicht im gleichen Umfang steigen. In engem Zusammenhang damit hat eine Anzahl von Ländern Stabilisierungsfonds eingerichtet, um in schlechteren Zeiten die Finanzierung der Staatsausgaben mit Mitteln zu unterstützen, die in besseren Zeiten zurückgelegt wurden. Einige Länder sind noch über dieses Konzept eines zyklischen Stabilisierungsfonds hinausgegangen und haben für kommende Generationen Vermögensfonds geschaffen, die eine Zukunft sichern sollen, sobald die nicht erneuerbaren Ressourcen des Landes aufgebraucht sind. Beispielsweise wird ab Februar 2008 der derzeitige russische Ölstabilisierungsfonds in einen Reservefonds und einen Fonds für zukünftige Generationen aufgeteilt. Neben den Steuern auf Rohöl, die derzeit in den Ölstabilisierungsfonds fließen, soll sich der Großteil der Einnahmen der beiden neuen Fonds aus der Steuer auf die Gewinnung der Bodenschätze Erdöl und Erdgas sowie aus den Ausfuhrzöllen für Erdöl, Erdgas und Erdölprodukte speisen. Der Reservefonds soll auf einem Niveau von 10% des BIP gehalten werden. In Singapur, das keine Bodenschätze besitzt, verwaltet die Government Investment Corporation bereits seit vielen Jahren im staatlichen Auftrag einen entsprechenden Vermögensfonds. Sie investiert die angehäuften Überschüsse des Staates und die nicht benötigten Arbeitnehmerbeiträge zum zentralen staatlichen Vorsorgefonds („Central Provident Fund“).

Dennoch geben die öffentlichen Finanzen weiterhin Anlass zur Sorge. In einigen Ländern übersteigt die Staatsverschuldung 50% des BIP, obwohl die

Verbesserung der Haushaltslage möglicherweise nachhaltig

Haushaltssalden weiterhin Anlass zu Besorgnis

derzeitigen Rahmenbedingungen ungewöhnlich günstig sind. In der Vergangenheit bestanden Länder mit einer so hohen Schuldenquote Tests zur Tragfähigkeit ihrer Verschuldung in der Regel nicht (d.h. die Primärsalden stiegen nicht entsprechend der höheren Verschuldung). Selbst in Ländern, die gegenwärtig solche Tragfähigkeitstests bestehen, könnte dies nicht mehr der Fall sein, wenn das Wirtschaftswachstum oder die Rohstoffpreise erheblich zurückgehen oder die Zinssätze über längere Zeit deutlich steigen sollten.

Schuldenmanagement

Wie tragfähig die Verschuldung ist, hängt sowohl von der Höhe der Schulden als auch von ihrer Zusammensetzung ab. Bei kurzfristigen Schulden sind die Schuldner Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken ausgesetzt. Wurde ein großer Teil der Schulden in Fremdwährung aufgenommen, besteht ein Währungsrisiko.

Schuldenmanagement soll Widerstandsfähigkeit stärken ...

Um solche Risiken zu verringern und die Schockresistenz zu erhöhen, haben einige aufstrebende Volkswirtschaften ein Schuldenmanagement eingeführt. Dieses Schuldenmanagement, das in mehreren Fällen – z.B. in Mexiko – in formalen Regelwerken niedergelegt ist, zielt darauf ab, Finanzierungsbedingungen zu verbessern, Laufzeiten zu verlängern, Währungsinkongruenzen zu verringern und vermehrt inländische Anleihenmärkte anstelle internationaler zu nutzen. So emittierte die Türkei im September 2006 zur Verlängerung der Laufzeiten eine 10-jährige Globalanleihe als Ersatz für kurzfristige höher verzinsliche Anleihen und Kassapapiere. Andere Transaktionen hatten den Zweck, Auslandsschulden durch inländische Anleihen in Landeswährung zu ersetzen. Derartige Maßnahmen können zwar die unmittelbare Zinsbelastung erhöhen (weil die Zinssätze für die Verschuldung in Landeswährung im Regelfall höher sind als für die Verschuldung in Fremdwährung), doch verringern sie das Währungsrisiko. Zu diesem Zweck löste Mexiko im August 2006 Auslandskredite und -anleihen im Wert von \$ 12 Mrd. durch auf Peso lautende Verbindlichkeiten ab. Gleichzeitig haben sich die aufstrebenden Volkswirtschaften bemüht, vermehrt festverzinsliche Schuldverschreibungen mit längeren Laufzeiten zu begeben.

... Laufzeiten verlängern und Auslandsverschuldung senken

Insgesamt haben diese Maßnahmen erstens dazu geführt, die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Staatsschuldtitel zu verlängern, soweit diese nicht für Sterilisierungsmaßnahmen vorgesehen waren. Entsprechend ist bei Nettoimporteuren von Rohstoffen eine Verschiebung von kurzfristigen zu langfristigen Verbindlichkeiten zu verzeichnen (Grafik III.6 Mitte). Die verwendete Klassifizierung erfasst dabei keine Laufzeitverlängerungen im Bereich von über einem Jahr, wie sie in einigen Ländern – insbesondere in Mexiko – beobachtet wurden. Zweitens ist der Anteil der Verbindlichkeiten in Fremdwährung zurückgegangen, was die mit Wechselkursschwankungen verbundenen Risiken verringert. In Brasilien fiel der Anteil der Auslandsverschuldung bzw. der an Fremdwährungen gekoppelten Schulden abzüglich der Reserven von fast 39% des BIP im Jahr 2002 auf noch knapp 10% 2006. In der Türkei sank dieser Anteil von 56% auf 36%. Die Währungsinkongruenzen, die eine wesentliche Ursache der Krisen in den 1980er und 1990er Jahren waren, reduzierten sich ebenfalls. Da zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften

Überschüsse verzeichnen, ist die Staatsverschuldung wie auch die gesamte Auslandsverschuldung gesunken (Grafik III.6 links und rechts), sodass die Widerstandsfähigkeit dieser Volkswirtschaften gestärkt wurde.

Devisenströme und Vermögenspreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Eine der Lehren aus den Krisen der 1990er Jahre ist, dass Kapitalströme die makroökonomische Entwicklung maßgeblich beeinflussen können. Der Asien-Krise von 1997 ging sowohl ein Aufwertungsdruck voraus, der mit Kapitalzuflüssen verbunden war, als auch eine Phase billigen Geldes, die wiederum zu höheren Preisen von Vermögenswerten führte. Ein plötzliches Ausbleiben oder eine Umkehr der Kapitalzuflüsse waren dann mit einer starken Währungsabwertung, mit einbrechenden Preisen von Vermögenswerten und ausgeprägten Abschwüngen verbunden. Diese Probleme wurden durch bestehende Leistungsbilanzdefizite und Verluste aufgrund von Währungsinkongruenzen noch verstärkt und führten in einigen Fällen zu Banken Krisen.

Die heutige Situation in den aufstrebenden Volkswirtschaften weist einige Parallelen zu den Verhältnissen vor der Krise von 1997 auf, u.a. Aufwertungsdruck, billiges Geld und höhere Preise von Vermögenswerten. Allerdings gibt es auch erhebliche Unterschiede im Vergleich zu damals. Mit einigen wichtigen Ausnahmen geht der Aufwertungsdruck mit Leistungsbilanzüberschüssen einher. Außerdem haben die Währungsreserven Rekordniveau erreicht und übersteigen in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften die konventionellen Schwellen für die Angemessenheit von Reserven.

Stilisierte Fakten

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verfügen derzeit über reichlich Fremdwährungsliquidität. Ein Indikator dafür ist die starke Währungsaufwertung in einigen Ländern, ein anderer der Aufbau umfangreicher Währungsreserven. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften haben die Währungsreserven in den vergangenen Jahren rasant zugenommen; Ende 2006 betragen sie \$ 3 Bio. oder rund 27% des BIP dieser Volkswirtschaften. Der Aufbau von Währungsreserven in China machte einen großen Teil der Zunahme im vergangenen Jahr aus (fast 44%), obgleich auch die Anteile Russlands (21%), Indiens, Koreas und Brasiliens (jeweils 5–7%) bedeutend waren (Tabelle III.2; s. auch Kapitel V).

Im Gegensatz zu den 1990ern waren in den letzten Jahren Leistungsbilanzüberschüsse und nicht Kapitalströme die wichtigste Quelle der Devisenzuflüsse. Der Leistungsbilanzüberschuss der aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt stieg 2006 auf über \$ 600 Mrd. Die privaten Nettokapitalströme beliefen sich auf weniger als die Hälfte dieses Betrags. Obwohl die privaten Nettokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften gemessen in US-Dollar fast ein Allzeithoch erreicht haben und die Spitzenwerte von Mitte der 1990er Jahre übersteigen, sind sie im Verhältnis zum BIP in einigen wichtigen Regionen deutlich zurückgegangen. Die ausländischen Direktinvestitionen sowie die Bankkredite sind inzwischen umfangreicher als die Portfolio-

Aufstrebende Volkswirtschaften mit reichlich Fremdwährungsliquidität ...

... aus Leistungsbilanzüberschüssen

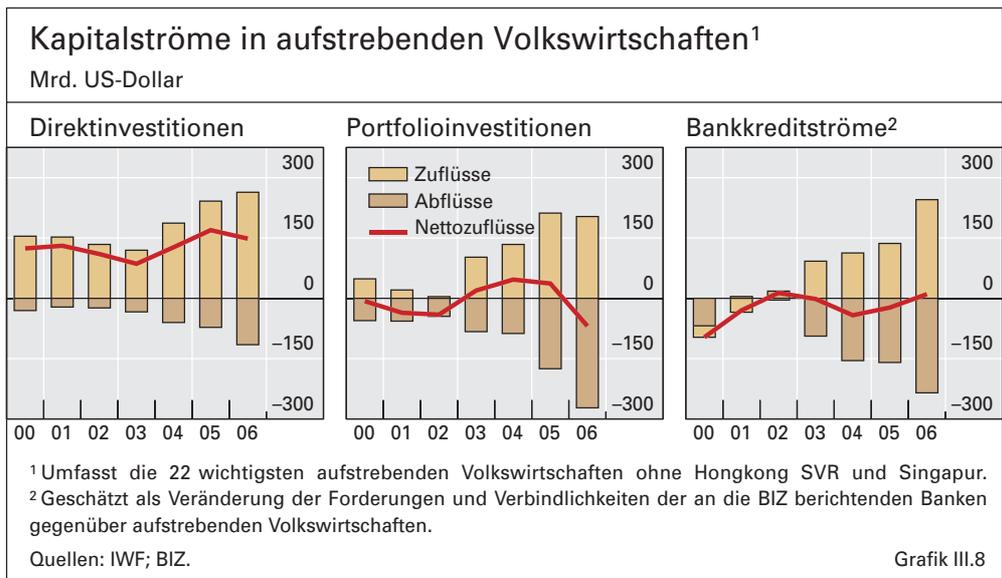
Zahlungsbilanz					
Mrd. US-Dollar					
	Jahres- durchschnitt 1996/97	Jahres- durchschnitt 1998–2003	2004	2005	2006
Aufstrebende Volkswirtschaften¹					
Leistungsbilanzsaldo	-83	93	300	512	638
Private Nettokapitalströme	208	88	239	257	256
Öffentliche Nettokapitalströme	10	-1	-58	-123	-144
Veränderung der Reserven ²	-95	-156	-508	-590	-738
Asien					
Leistungsbilanzsaldo	-12	109	172	245	340
Private Nettokapitalströme	82	11	143	70	54
Öffentliche Nettokapitalströme	-1	-1	-7	-3	-10
Veränderung der Reserven ²	-41	-112	-339	-284	-366
Lateinamerika					
Leistungsbilanzsaldo	-53	-43	20	35	49
Private Nettokapitalströme	86	41	13	34	10
Öffentliche Nettokapitalströme	1	10	-9	-30	-18
Veränderung der Reserven ²	-22	-3	-23	-33	-47
Mittel- und Osteuropa					
Leistungsbilanzsaldo	-20	-25	-59	-63	-89
Private Nettokapitalströme	28	37	75	118	121
Öffentliche Nettokapitalströme	-1	-1	-7	-8	-5
Veränderung der Reserven ²	-9	-10	-14	-48	-21
Gemeinschaft Unabhängiger Staaten					
Leistungsbilanzsaldo	-1	27	63	88	99
Private Nettokapitalströme	-4	-1	8	38	66
Öffentliche Nettokapitalströme	-2	-5	-7	-22	-33
Veränderung der Reserven ²	1	-13	-54	-76	-127
Naher Osten					
Leistungsbilanzsaldo	13	31	99	189	212
Private Nettokapitalströme	9	-4	-7	-11	-6
Öffentliche Nettokapitalströme	1	-11	-34	-61	-81
Veränderung der Reserven ²	-10	-11	-45	-105	-126
Leistungsbilanzsaldo können aufgrund unterschiedlicher geografischer Abgrenzungen von Tabelle III.1 abweichen.					
¹ Einschl. Afrikas. ² Negatives Vorzeichen = Anstieg.					
Quelle: IWF, <i>World Economic Outlook</i> .					

Tabelle III.2

ströme (Grafik III.8). Dennoch waren die Kapitalzuflüsse in einigen Regionen (z.B. in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten sowie in Mittel- und Osteuropa) besonders stark. Kapitalzuflüsse finanzierten auch weiterhin die Leistungsbilanzdefizite in Indien, Südafrika, der Türkei und Ungarn.

Geringere
Anfälligkeit
gegenüber plötzlich
ausbleibenden
Kapitalzuflüssen

Diese Trends in den Leistungsbilanzen weltweit wirken sich auf dreierlei Weise aus. Erstens bedeuten hohe Leistungsbilanzüberschüsse, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften weniger anfällig gegenüber Schocks und plötzlich ausbleibenden Kapitalzuflüssen sind als in der Vergangenheit. Während der Phase erhöhter Finanzmarktvolatilität in den aufstrebenden



Volkswirtschaften im Jahre 2006 reagierten denn auch die Länder mit großen Leistungsbilanzdefiziten am empfindlichsten auf finanzielle Anspannungen. Darüber hinaus sinkt die Wahrscheinlichkeit einer Umkehr der Kapitalströme, weil sie einen hohen Anteil recht stabiler ausländischer Direktinvestitionen aufweisen.

Zweitens lassen staatliche Maßnahmen in einer Reihe von Ländern darauf schließen, dass Leistungsbilanzüberschüsse zu anhaltendem Aufwertungsdruck führen könnten. Einige aufstrebende Volkswirtschaften schreiben immer noch vor, dass Exporteure Devisen abgeben müssen, und schränken die Kapitalabflüsse ein. Dies bedeutet, dass große Devisenzuflüsse aus Leistungsbilanzüberschüssen wie auch aus Kapitalströmen an den Devisenmarkt kommen. Viele Länder widersetzen sich weiterhin dem sich daraus ergebenden Aufwertungsdruck mit den bereits genannten Auswirkungen.

Drittens können die Nettokapitalströme den Umfang ausländischer Beteiligungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterzeichnen, der vor allem in den Bruttozuflüssen und den wachsenden ausländischen Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften zum Ausdruck kommt. Eine Reihe von Ländern verzeichneten in den letzten Jahren beträchtliche Bruttozuflüsse von Portfolioinvestitionen (Grafik III.8). Beispielsweise lagen einer jüngsten Schätzung zufolge die Bruttokapitalzuflüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens 2006 mit rund 5–6% des BIP nahe ihren Höchstständen von Mitte der 1990er Jahre (vor den Krisen in Asien und Russland). Ausländische Bestände an Schudtiteln in Landeswährung sind daher in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften stark gestiegen (in Brasilien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn). Mit Ausnahme Mitteleuropas sind die ausländischen Bestände als Anteil an den Gesamtbeständen allerdings noch immer vergleichsweise gering. Außerdem ist der Anteil der für ausländische Anleger geöffneten Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften gemessen an der Marktkapitalisierung relativ hoch. Im Dezember 2006 betrug er etwa 34% der Gesamtkapitalisierung (nach dem Index der International Finance Corporation, IFC). Die Volatilität von

Größerer Aufwertungsdruck wegen staatlicher Maßnahmen

Beträchtliche Bruttozuflüsse

Aktienmarktindizes und den für Ausländer zugänglichen Anlagekomponenten erschwert es jedoch, einen Trend beim Marktzugang für ausländische Anleger zu erkennen.

Gestiegene
ausländische
Beteiligung an
Märkten für
Vermögenswerte
aufstrebender
Volkswirtschaften ...

Große Fonds und institutionelle Anleger aus den entwickelten Volkswirtschaften sowie Hedge-Fonds sind für den größten Teil der Bruttoströme von Portfolioinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften verantwortlich. Pensionsfonds und auf festverzinsliche Instrumente spezialisierte Fonds diversifizieren schrittweise ihre Portfolios in geografischer Hinsicht und beziehen auch Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften ein. Gleichzeitig sind in den vergangenen Jahren die verwalteten Vermögenswerte von Hedge-Fonds mit einer auf Anlagen in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausgerichteten Strategie Schätzungen zufolge stark gestiegen (Kapitel VI). Darüber hinaus können ausländische Anleger vermehrt in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften investieren, ohne dass sich dies notwendigerweise in den Kapitalverkehrsdaten niederschlägt, beispielsweise durch den gezielten Einsatz von Derivaten, insbesondere Quasi-Termingeschäften („non-deliverable forwards“, NDF) in den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften.

... mit Push- wie
auch Pull-Faktoren

Eine Reihe wirtschaftlicher Faktoren scheint eine verstärkte ausländische Beteiligung an den Vermögensmärkten aufstrebender Volkswirtschaften voranzutreiben. Dazu gehören Push-Faktoren, wie z.B. eine größere Risikobereitschaft, anhaltend niedrige Renditen an den Finanzmärkten der entwickelten Volkswirtschaften und die Wiederanlage von Petrodollars in aufstrebenden Volkswirtschaften, die kein Öl fördern. Gleichzeitig spielen auch Pull-Faktoren, wie verbesserte Fundamentaldaten, eine bedeutende Rolle. Eine gesunkene Auslands- oder Staatsverschuldung (s. oben) spiegelt sich beispielsweise in höheren Länderratings wider, wodurch ausländische Anleger angelockt werden. Technologische Entwicklungen fördern ebenfalls Anlagen an aufstrebenden Finanzmärkten, da sie die Überwachung der Marktentwicklung erheblich vereinfachen.

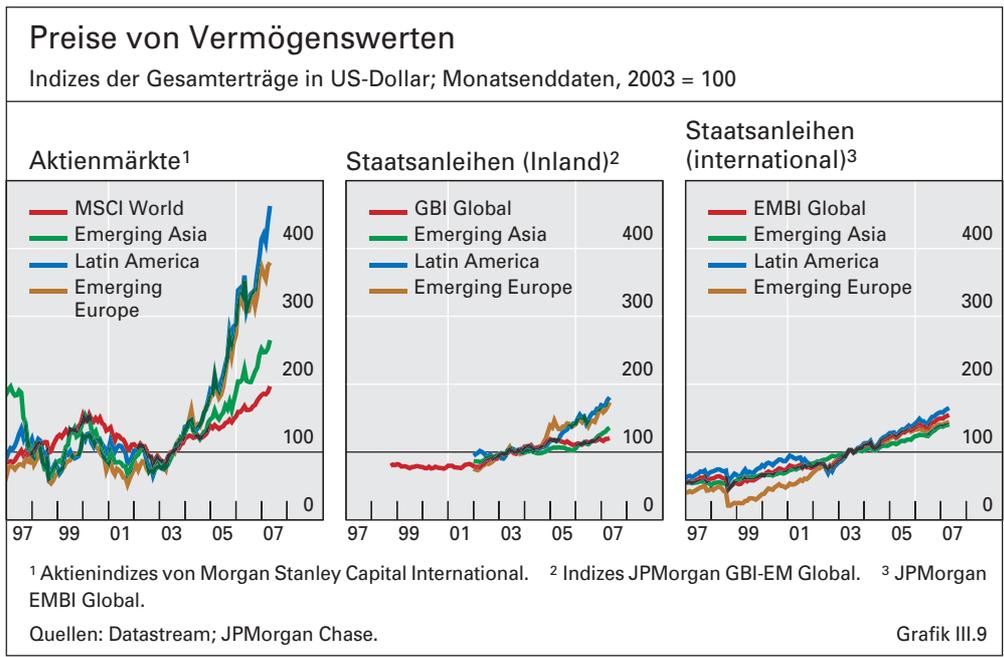
Mittelabflüsse
kaschieren Zuflüsse

Das Wachstum der Kapitalzuflüsse wird durch umfangreiche Abflüsse kaschiert; diese sind Ausdruck des zunehmenden Bestands an privaten Finanzvermögenswerten in den aufstrebenden Volkswirtschaften, der staatlichen Liberalisierung von Auslandsinvestitionen sowie der ausländischen Anlagen staatlicher Institutionen (einschl. der bereits genannten Stabilisierungsfonds für Rohstoffverlöse oder Vermögensfonds). In den letzten zwei Jahren waren die Bruttoabflüsse von Portfolioinvestitionen aus China, Korea, Malaysia, Russland und Saudi-Arabien im Vergleich zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften hoch.

Auswirkungen auf Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften

Höhere Renditen
von Vermögens-
werten
aufstrebender
Volkswirtschaften

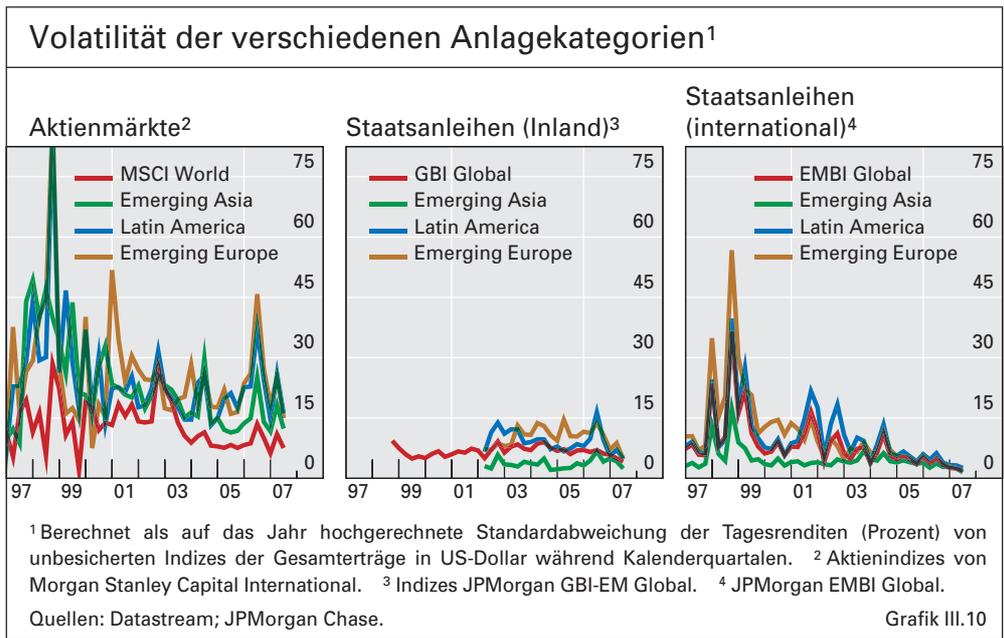
Die wachsende Verflechtung der weltweiten Finanzmärkte ist anscheinend mit einem beträchtlichen Anstieg der Renditen von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften verbunden (Grafik III.9). Die Aktienrenditen waren besonders hoch und übertrafen, ungeachtet einiger Phasen erhöhter Volatilität, die inländischen (mittleres Feld) und internationalen (rechtes Feld) Anleiherenditen deutlich. Aktien verhielten sich tendenziell volatiliter als Anleihen (Grafik III.10). Dies kann Folgen für die Gesamtwirtschaft haben. Gleichzeitig



fürten die steigenden Preise für Vermögenswerte zu einem entsprechenden Anstieg des Finanzvermögens. Damit haben Preisschwankungen bei Vermögenswerten stärkere potenzielle Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage als früher.

Einige Größenordnungen lassen sich gut anhand der Aktienmarktkapitalisierung illustrieren. Das Verhältnis der Marktkapitalisierung zum BIP ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Laufe dieses Jahrzehnts erheblich gestiegen und beträgt nun durchschnittlich 79% in Asien (ohne Hongkong SVR und Singapur), 47% in Lateinamerika und 38% in Mitteleuropa. Dennoch liegt die Marktkapitalisierung immer noch unter den Werten für die USA (124%) oder Japan (108%). Jüngste Studien legen nahe, dass die langfristige marginale

Aktienmarktkapitalisierung ebenfalls gestiegen



Konsumquote bei einer Wertveränderung des Aktienvermögens in den USA noch vergleichsweise niedrig ist. Sie beträgt kurzfristig etwa 1 Cent je Dollar und langfristig 4 Cent je Dollar. (Zum Vergleich: Beim Wohnimmobilienvermögen sind es schätzungsweise 2 bis 9 Cent je Dollar.)

Die Vermögenseffekte könnten in den aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch geringer sein, da Aktienanlagen hauptsächlich von den wohlhabenderen Teilen der Bevölkerung (und nicht allgemein von privaten Haushalten wie in den USA oder Japan) sowie von Ausländern gehalten werden.

Wie bereits erwähnt, könnten auch mit anderen Aktiva – insbesondere Immobilien – verbundene Vermögenseffekte von Bedeutung sein. Die Erfahrungen der Asien-Krise in den 1990er Jahren deuten darauf hin, dass die Liquiditätsschöpfung in Verbindung mit Interventionen am Devisenmarkt zu einem steilen Anstieg der Immobilienpreise und zu einem Boom-Bust-Szenario beitragen kann, mit beträchtlichen potenziellen Turbulenzen in der Realwirtschaft und im Finanzsektor. Heute könnte dies auf die Länder zutreffen, in denen die Kreditvergabe an den privaten Sektor schnell gestiegen ist. Unzureichende Daten erschweren die Bewertung der Risiken, doch 2006 schnellten die Immobilienpreise in Korea und Südafrika sowie in den Städten Manila und Mumbai empor (fast zweistellige oder höhere Wachstumsraten). Das rasche Kreditwachstum lässt vermuten, dass es auch an anderen Märkten Preissteigerungen gegeben haben könnte, für die keine Immobilienpreisdaten verfügbar sind. In einigen Fällen wurde befürchtet, dass ausländische Anleger durch ihre Investitionen direkt die Volatilität an den inländischen Immobilienmärkten erhöhen. In China veranlasste dies die Regierung dazu, solche Investitionen einzuschränken, und im indischen Immobiliensektor ist die Mittelaufnahme in Fremdwährung seit Kurzem Beschränkungen unterworfen.

Es gibt jedoch auch Grund zu der Annahme, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften widerstandsfähiger gegenüber Immobilienmarktschocks sein könnten als früher. Erstens stieg die Kreditvergabe – wie bereits erwähnt – in den Ländern am stärksten, in denen das Verhältnis von Kreditvolumen und BIP vergleichsweise niedrig ist. Zweitens sind in einigen Fällen die Preissteigerungen für Immobilien nicht weit verbreitet. In Korea beispielsweise sind die rasantesten Preiserhöhungen offenbar auf bestimmte teure Wohngegenden beschränkt und betreffen somit nur einen begrenzten Teil der Bevölkerung. Drittens haben viele Länder aus den Krisen der 1990er Jahre gelernt und ihre Finanzsektoren mit dem Ziel der Risikoeindämmung gestärkt.

Wachsende ausländische Beteiligungen an den Finanzmärkten aufstrebender Volkswirtschaften tragen zu einer größeren Tiefe und Effizienz dieser Märkte bei. Trotzdem werden hin und wieder zwei Vorbehalte geäußert. Der erste ist, dass eine starke ausländische Präsenz die Volatilität kleiner Märkte erhöhen kann, da sich die Preise dann immer weniger an den binnenwirtschaftlichen Fundamentaldaten orientieren. Der zweite ist, dass die Binnenmärkte verstärkt Spillover- und Ansteckungseffekten von Schocks im Ausland ausgesetzt sein könnten. Was den ersten Vorbehalt betrifft, gibt es an den asiatischen Aktienmärkten einige Anzeichen für eine „Jagd nach Renditen“ (d.h. Anlagen in Werten mit bereits hohen Renditen). Das könnte bedeuten, dass die hohen

Wichtige Rolle
der Immobilien-
märkte ...

... doch
aufstrebende
Volkswirtschaften
anscheinend
widerstandsfähig

Vorbehalte wegen
wachsender
ausländischer
Beteiligungen

Renditen an diesen Märkten durch die Beteiligung ausländischer Anleger aufgebläht worden sind. Des Weiteren führten bestimmte Anlagestrategien – wie Carry-Trades, mit denen Renditendifferenzen ausgenutzt werden sollen – zu anhaltend positiven Überschussrenditen, die in deutlichem Widerspruch zu den an effizienten Märkten vorherrschenden Bedingungen für Arbitrage und Zinsparitäten standen. Jede dieser Situationen könnte den Weg zu Übersteigerungen und künftiger Volatilität ebnen. Außerdem – und das ist wahrscheinlich noch gefährlicher – dürften ausländische Anleger eher zu überstürzten Rückzügen neigen als Gebietsansässige. Dadurch würden sie die Volatilität an den Vermögenmärkten verstärken.

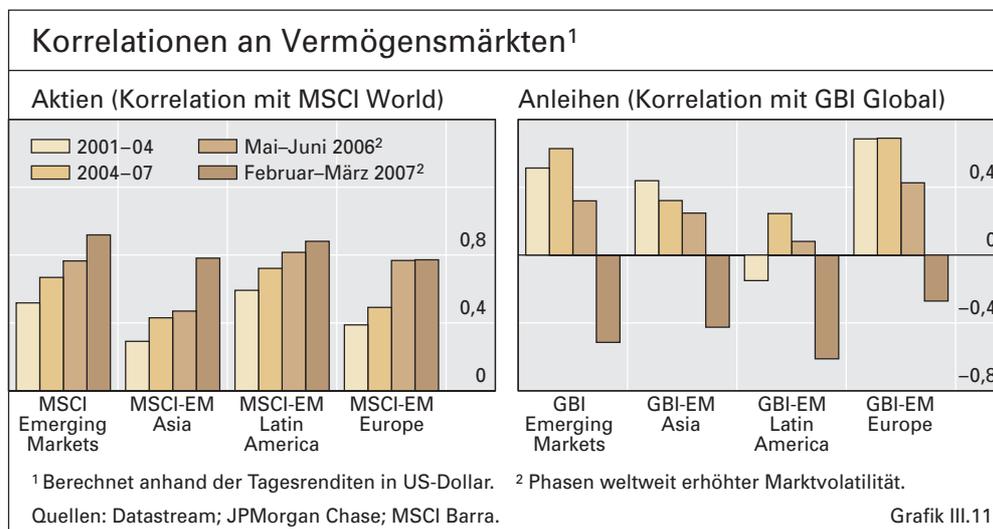
In Bezug auf die Anfälligkeit gegenüber externen Schocks scheint die Renditenkorrelation zwischen globalen Aktienindizes und Indizes für Aktien aufstrebender Volkswirtschaften seit Mitte 2004 (als die Federal Reserve einen Zinserhöhungszyklus einleitete) im Vergleich zum Zeitraum 2001–04 gestiegen zu sein (Grafik III.11).

Steigende Korrelationen zwischen Aktienrenditen ...

Darüber hinaus verstärkte sich diese Korrelation während der jüngsten Phasen globaler Marktvolatilität (Mai/Juni 2006 und Februar/März 2007) noch weiter. Obwohl solche Korrelationen mit Vorsicht interpretiert werden müssen, könnten sie doch darauf hinweisen, dass die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften nunmehr in größerem Maße externen Schocks ausgesetzt sind als in der Vergangenheit, vor allem in Phasen hoher Marktvolatilität.

Dennoch stützen auch einige Hinweise die Ansicht, dass die stärkere Verflechtung der globalen Märkte nicht mit einer höheren Volatilität der Preise von Finanzvermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften verbunden war. Erstens bestehen zwar bei den Aktien inzwischen engere Korrelationen zwischen globalen und Emerging-Market-Indizes, doch bei inländischen Anleihen ist dies weniger der Fall (Grafik III.11). Zweitens erscheint das Kurs-Gewinn-Verhältnis in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften im Vergleich zu entwickelten Märkten nicht besonders hoch. Der Medianwert des tatsächlichen Kurs-Gewinn-Verhältnisses in den aufstrebenden Volkswirtschaften betrug jüngst rund 15. Er entsprach damit in etwa dem

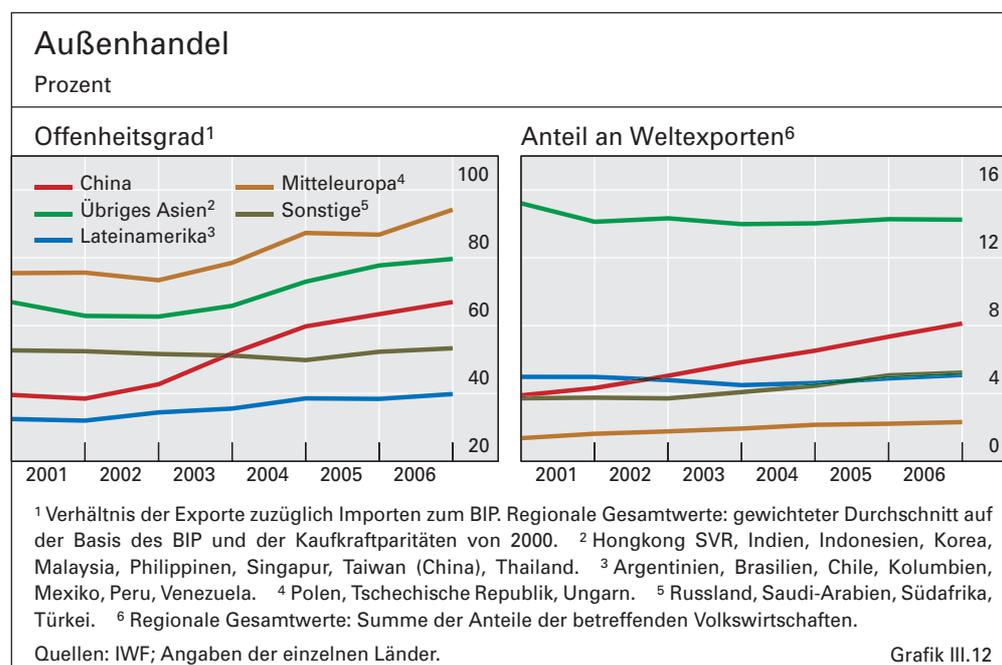
... doch Volatilität weiterhin moderat



Wert im Euro-Raum, lag aber unter dem Wert von 18 in den USA. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften in letzter Zeit erheblich breiter gestreut sind und sich die Standardabweichungen seit Mitte 2006 nahezu verdreifacht haben. Infolgedessen ist das Verhältnis in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften viel höher, wie z.B. in China, wo es bis Mitte Mai 2007 auf 34 gestiegen ist. Drittens ging die Marktvolatilität – wie in Grafik III.10 dargestellt – seit Ende der 1990er Jahre, als die ausländische Präsenz geringer war, allgemein zurück. Dies könnte auf den ersten Blick zwar darauf hindeuten, dass die ausländische Präsenz die Volatilität nicht verstärkt hat, doch hier ist der Vorbehalt anzubringen, dass die Volatilität auch an vielen anderen Märkten abgenommen hat. Entsprechend könnte eine weltweite Zunahme der Risikoaversion immer noch erhebliche Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften haben.

Chinas Außenhandel: stilisierte Fakten und Folgen

Seit dem Beitritt Chinas zur WTO im Dezember 2001 hat sich der Anteil der Volkswirtschaft an den Weltexporten auf 8% verdoppelt (Grafik III.12). Gleichzeitig ist China auch zu einem der fünf Hauptzielländer für die Exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens geworden. Diesen Veränderungen liegt der Aufstieg Chinas zu einem weltweiten Zentrum des verarbeitenden Gewerbes zugrunde, das Endprodukte erzeugt und dafür Zwischenerzeugnisse und Investitionsgüter importiert. Diese Entwicklung wirft drei Fragen auf. Erstens: Wie wirkt sich dies auf die Handelsmöglichkeiten der Handelspartner Chinas aus? Zweitens: Wie hat sich das Risiko externer Schocks für diese Partner verändert? Drittens: Was sind die Auswirkungen auf die regionale Wechselkurspolitik?



Grafik III.12

Handelsbeziehungen im Wandel

Der Aufstieg Chinas im Welthandel weist drei Besonderheiten auf. Erstens hat es einige andere aufstrebende asiatische Volkswirtschaften an den Märkten der fortgeschrittenen Industrieländer verdrängt, stellt aber gleichzeitig auch einen wichtigen Absatzmarkt für deren Produkte dar. Der Anteil der fortgeschrittenen Volkswirtschaften (USA, Europäische Union und Japan) an den Exporten der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften geht tendenziell zurück (Tabelle III.3), während ihr Anteil an den Exporten Chinas zunimmt (mit Japan als bemerkenswerter Ausnahme). Der Anteil Chinas an den Exporten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens erhöhte sich von 13% im Zeitraum 1996–2001 auf 22% in den Jahren 2005/06, während der Anteil der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften an den Importen Chinas von 31% auf 35% stieg.

Zweitens entfällt ein erheblicher Teil der Importe Chinas auf Vor- und Zwischenprodukte, insbesondere für den Exportsektor. Etwa 70% aller

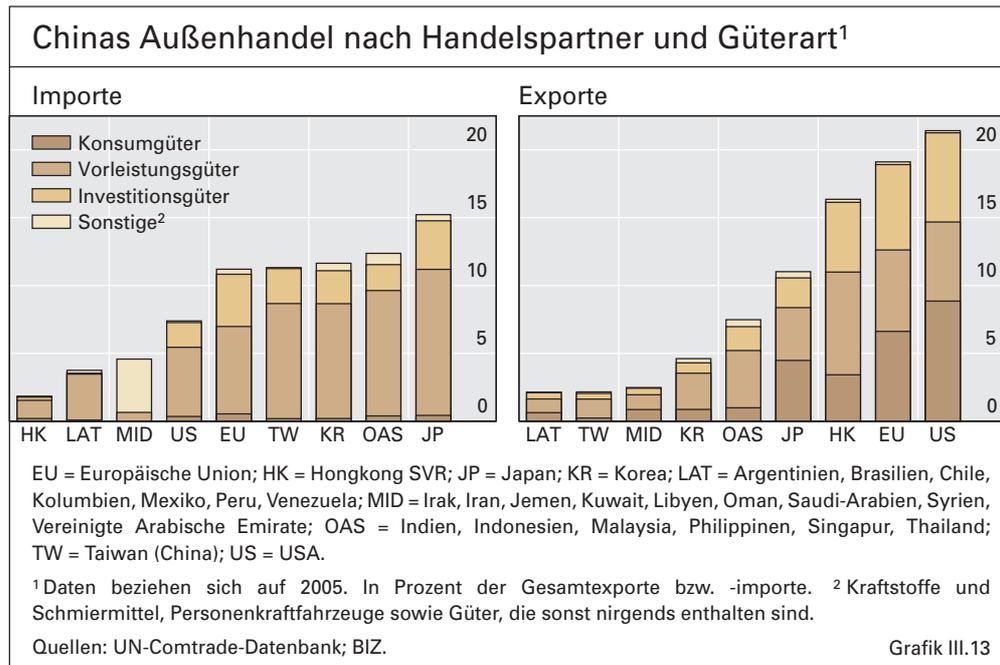
China für Asien
wichtig ...

... als Importeur
von Vorprodukten ...

Handelsbeziehungen Asiens				
Durchschnittswerte, in Prozent der Gesamtexporte bzw. -importe				
	Exporte		Importe	
	1996–2001	2005/06	1996–2001	2005/06
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens ¹ (ohne China)				
USA	21,0	14,6	14,3	9,4
Europäische Union	15,9	13,6	12,9	10,3
Japan	10,1	8,0	17,9	13,9
China	12,9	21,8	13,7	18,4
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens ¹ (ohne China)				
Binnenhandel	25,2	26,4	24,4	26,5
Lateinamerika ²	1,8	1,8	1,2	1,3
Nahe Osten ³	2,7	3,4	6,3	9,2
Afrika ³	1,3	1,6	1,4	1,1
China				
USA	19,9	21,4	11,3	7,5
Europäische Union	15,6	19,3	14,6	11,3
Japan	17,4	10,2	19,7	14,9
Hongkong SVR	20,2	16,0	4,6	1,6
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens (ohne China und Hongkong SVR)	12,7	14,5	30,9	34,8
Lateinamerika ²	1,7	2,4	2,2	3,9
Nahe Osten ³	2,6	3,3	3,0	5,3
Afrika ³	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Binnenhandel in der Europäischen Union</i>	66,9	67,5	63,4	62,6

¹ Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ² Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ³ Ländergruppen gemäß *Direction of Trade Statistics* des IWF.

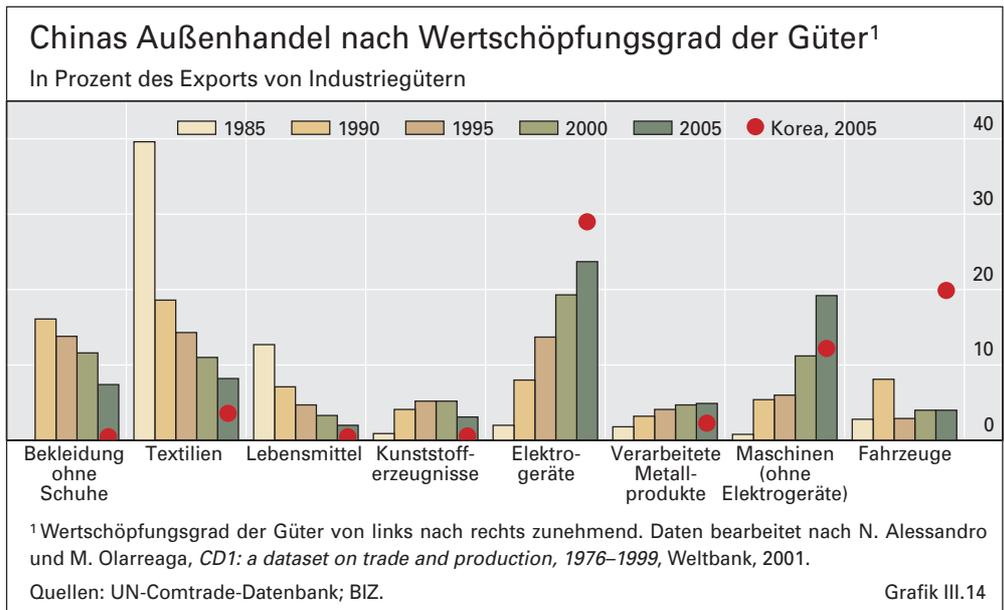
Quellen: IWF; Berechnungen der BIZ. Tabelle III.3



chinesischen Importe sind Zwischenerzeugnisse, und 57% dieser Güter stammen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und aus Japan (Grafik III.13 links). Gleichzeitig bestehen 72% der chinesischen Exporte in die USA und 68% der Exporte in die Europäische Union aus Konsum- und Investitionsgütern. Dies verdeutlicht die zunehmende vertikale Integration des Produktionsprozesses in Asien, die darauf zurückzuführen ist, dass bestimmte Länder anscheinend auf der einen oder anderen Produktionsstufe einen komparativen Vorteil haben. Die chinesischen Exporte weisen daher einen vergleichsweise hohen Importanteil auf, und die Wertschöpfung Chinas ist entsprechend gering. Außerdem entfällt häufig ein noch größerer Anteil des Endverkaufspreises von chinesischen Exportgütern auf die Vertriebsmargen. So enthält eine Puppe, die in den USA für \$ 20 verkauft wird, schätzungsweise nur 35 Cent an Wertschöpfung durch chinesische Arbeitskräfte.

... und als wichtiger Akteur an den Rohstoffmärkten

Grafik III.13 macht ferner deutlich, dass sich die Handelsbeziehungen Chinas weit über die Produktionsnetzwerke Asiens hinaus erstrecken. Chinesische Importe trugen insbesondere wesentlich zur Nachfrage nach Rohstoffen aus dem Nahen Osten und aus Lateinamerika bei. In jüngster Zeit entfielen 5% bzw. 3,3% der gesamten Exporte dieser Regionen auf China. Bei Exporten aus Afrika sind es 7%. Darüber hinaus ist ein beträchtlicher Anteil der zusätzlichen Nachfrage nach den wichtigsten Rohstoffen China zuzuschreiben. Im Zeitraum 2004–06 beispielsweise waren es durchschnittlich rund 37% der jährlichen Zunahme der weltweiten Ölnachfrage. China ist nun nach Japan der zweitgrößte Ölimporteur Asiens, und es wird davon ausgegangen, dass sich seine Nachfrage um 5–7% pro Jahr erhöhen wird. Die Volkswirtschaft ist auch der weltweit größte Verbraucher von Rohstoffen wie Kupfer, Nickel und Zink und hat mit seiner hohen Nachfrage nach diesen Produkten entscheidend zum Anstieg ihrer Preise beigetragen. Diese hohe Nachfrage dürfte vorerst andauern, da sich China noch in einem frühen Stadium der



Industrialisierung befindet, in dem Investitionen in die Infrastruktur besonders wichtig sind.

Drittens verlagert China allmählich das Gewicht seiner Exporte von arbeitsintensiven und einfacheren Industriegütern auf technologieintensivere Produkte. Von 1998 bis 2005 ging der Anteil der Konsumgüter an den Exporten von Endprodukten von 48% auf 32% zurück, während sich der Anteil von Investitionsgütern von 15% auf 26% erhöhte. (Bei den übrigen Exporten von Endprodukten handelt es sich vorwiegend um Zwischenerzeugnisse.) Der Anteil der Industrierzeugnisse am Gesamtexport ist ebenfalls gestiegen, vor allem aufgrund komplexerer Güter wie Maschinen (Grafik III.14). Der Ansporn zum Erklimmen der Technologieleiter wurde im September 2006 durch die Bekanntmachung verstärkt, dass Steuernachlässe für bestimmte Exportgüter mit geringer Wertschöpfung, hoher Umweltbelastung oder rohstoffintensiver Produktion abgeschafft oder reduziert werden sollen. Die Regierung hat außerdem Forschung und Entwicklung massiv gefördert. Allerdings wirkt der mangelhafte Schutz geistigen Eigentums in China weiterhin potenziell abschreckend für Hochtechnologieunternehmen.

Technologie,
ein immer
bedeutenderer
Faktor

Mittelfristige Folgen: Chinas Einfluss auf die Handelsmöglichkeiten

Die vorausgegangene Erörterung legt nahe, dass China bei den Handelsmöglichkeiten anderer aufstrebender Volkswirtschaften eine vielschichtige Rolle spielt – als potenzieller Wettbewerber, aber auch als möglicher Absatzmarkt für Güter und Dienstleistungen. Für einige rohstoffexportierende Länder Lateinamerikas und Afrikas, die nicht mit China konkurrieren, bietet der Eintritt Chinas in den Welthandel klare Vorteile in Form von Terms-of-Trade-Gewinnen. Diese können jedoch zum Teil wieder verloren gehen, wenn diese Länder Öl importieren. Unter dem Strich sind vielleicht auch Vorteile für jene Länder zu erwarten, die von China in der Fertigung von wertschöpfungsarmen oder Montagegütern verdrängt wurden, nun jedoch Vor- und Zwischenprodukte an China liefern. Durch die Konkurrenz Chinas könnten beispiels-

Chinas neue Rolle
im Welthandel für
einige von Vorteil ...

weise in Korea montierte und in den entwickelten Ländern abgesetzte PCs verdrängt werden, doch könnte dies weitgehend durch eine erhöhte Nachfrage Chinas nach koreanischen PC-Einzelteilen wie Halbleitern wettgemacht werden.

... für andere
jedoch eine
Herausforderung

Im Gegensatz dazu werden sich die Handelsmöglichkeiten jener Länder verringern, deren Endprodukte mit chinesischen Produkten konkurrieren und die nicht zum Ausgleich Vor- und Zwischenprodukte nach China liefern können. China hat Mexiko und Mittelamerika als Lieferanten von Textilien und Bekleidung in die USA verdrängt und wird zum neuen Konkurrenten für Güter mittlerer Technologiestufe (Elektronik- und Elektrogeräte, Computer sowie Zulieferteile für die Automobilindustrie). Einige andere Länder sind teilweise wegen ihrer eigenen Wirtschaftspolitik betroffen. Zur Veranschaulichung: China ist auf dem Weltmarkt führend beim Verkauf von Bekleidung und ein direkter Konkurrent Indiens. Zur Produktion dieser Güter werden immer größere Mengen an hochwertigen Textilien importiert, und zwar hauptsächlich aus Japan und den jüngeren industrialisierten Ländern. China führt diese Textilien nicht aus Indien ein, obwohl Indien der zweitgrößte Textilhersteller weltweit ist. Dies liegt teilweise an Exportbeschränkungen, die die indische Regierung der inländischen Textilindustrie auferlegt hat.

Geringe
Importe Chinas
für inländischen
Verbrauch

Die mittelfristigen Handelsmöglichkeiten, die durch die Integration Chinas in die Weltwirtschaft entstehen, wären erheblich größer, wenn seine Importnachfrage allmählich auch die inländische Endnachfrage sowie die abgeleitete Nachfrage nach Importen aus den Ländern, in die es exportiert, widerspiegeln würde. Dies ist noch nicht der Fall. Auf Endverbrauchsgüter entfallen nur 4% der Gesamtimporte Chinas, und Berechnungen lassen darauf schließen, dass die Nachfrageelastizität bei Importen, die nicht für die Verarbeitung im Exportsektor bestimmt sind, im Hinblick auf die Inlandsausgaben unbedeutend ist. Dementsprechend fördert China offenbar im großen Umfang die Importsubstitution. Es ist beispielsweise jüngst bei der Stahlproduktion unabhängig geworden.

Auf mittlere Sicht stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob das schnelle Wirtschaftswachstum Chinas und seine Nachfrage nach importierten Rohstoffen und Zwischenerzeugnissen ihrerseits auf Dauer aufrechtzuerhalten sind. Die sehr hohen Investitionsraten der Volkswirtschaft bergen die Gefahr, dass auch Projekte mit geringen oder negativen Renditen unterstützt werden. Hohe Investitionsraten wurden in den 1980er und frühen 1990er Jahren auch in Ostasien beobachtet und gipfelten dann in der Krise von 1997/98.

Überinvestitionen
als Gefahr für
Wachstum ...

Jüngste Daten deuten darauf hin, dass der erleichterte Zugang der chinesischen Staatsbetriebe zum formalen Finanzsystem Überinvestitionen fördert und die marginale Kapitalrendite verringert. Das Produktivitätsniveau ist nämlich in staatlichen Unternehmen ungefähr 30% niedriger als in privaten Unternehmen. Schätzungen zufolge könnte China durch eine effizientere Ressourcenallokation sein Investitionsniveau um 5% des BIP verringern und den Verbrauch erhöhen, ohne das Wirtschaftswachstum zu bremsen. Zurzeit versucht der Staat, unproduktive Investitionen mit einer Reihe administrativer Maßnahmen durch die Verringerung des Kreditwachstums (zuweilen ganz gezielt) und durch eine straffere Geldpolitik zu begrenzen. Doch um erfolgreich

zu sein, müssen diese Maßnahmen des öffentlichen Sektors von Marktkräften unterstützt werden, die ebenfalls effizient und schnell funktionieren. Eines steht fest: Je länger solche Fehlallokationen von Ressourcen geduldet werden, desto schwerwiegender werden schließlich die Konsequenzen sein.

Eine weitere Folge des leichten Zugangs von Staatsbetrieben zu Krediten ist eine Risikokonzentration der Banken in Bezug auf diese weniger rentablen Unternehmen. Regierungsangaben zufolge arbeiten rund 40% der staatlichen Industriebetriebe mit Verlust. Der Großteil des ausgewiesenen Gesamtgewinns wird von relativ wenigen Unternehmen erzielt, die sich in erster Linie aus einbehaltenen Gewinnen und nicht durch Bankkredite finanzieren. Somit könnte ein beträchtlicher Teil der von chinesischen Banken vergebenen Kredite notleidend werden, sollte es in China zu einer deutlichen Konjunkturabkühlung kommen. Vermutlich hätte dies auch erhebliche Auswirkungen auf den Staatshaushalt, es sei denn, die chinesischen Banken werden in der Zwischenzeit weitaus rentabler.

... sowie als Risiko für Banken

Eine weitere mittelfristige Befürchtung technologisch fortgeschrittenerer Konkurrenten wie Korea ist die Möglichkeit, dass sie aufgrund der zunehmenden Tendenz zur Verlagerung von Arbeitsplätzen des verarbeitenden Gewerbes nach China „ausgehöhlt“ werden. In dieser Hinsicht gibt es jedoch Anlass zu Optimismus. Obgleich China den größten Teil der ausländischen Direktinvestitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften erhalten hat, ging er von dem Höchststand von 39% im Jahr 2003 auf 26% 2006 zurück. Außerdem hat der Anteil des verarbeitenden Gewerbes am BIP in den anderen asiatischen Volkswirtschaften, mit der bedeutenden Ausnahme Japans, der SVR Hongkong und Taiwans (China), seit 1993 nicht abgenommen. Dies schließt jedoch nicht aus, dass die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe dennoch infolge von Produktivitätssteigerungen zurückgehen könnte, wie das offenbar in den USA und in einer Reihe anderer fortgeschrittener Industrieländer der Fall war.

Keine „Aus-
höhlungseffekte“

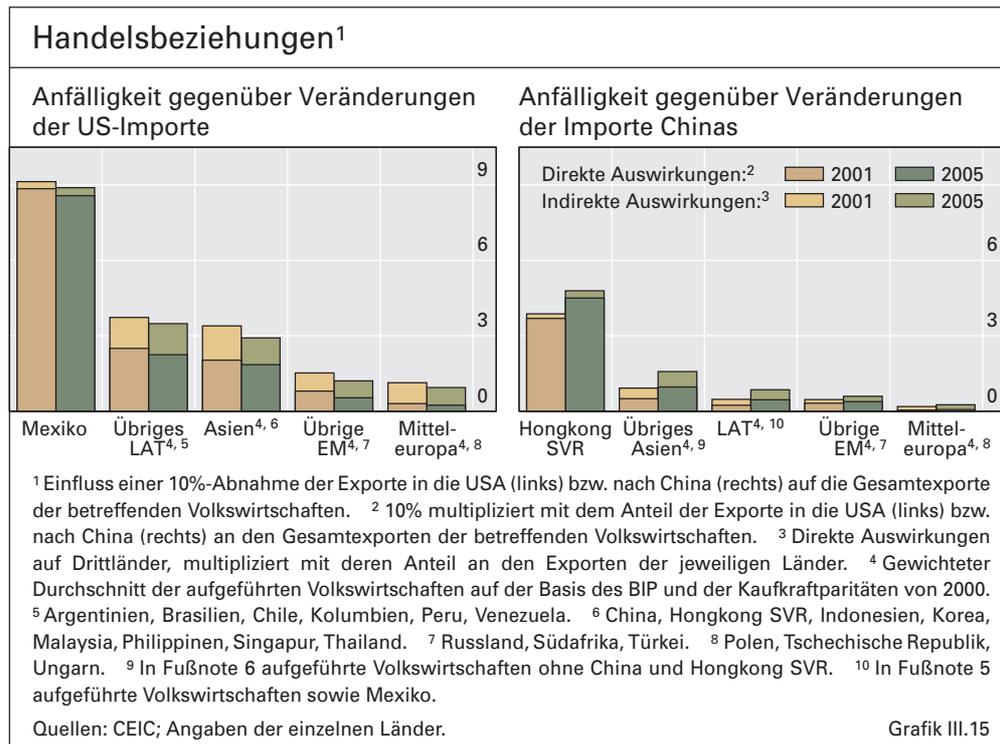
Schockanfälligkeit und -resistenz im aufstrebenden Asien (ohne China)

Chinas wachsende Bedeutung im Welthandel hat die Kanäle verändert, über die externe Nachfrageschocks in die aufstrebenden Volkswirtschaften übertragen werden, und auch das parallele Entwicklungsmuster der Handelsströme beeinflusst. Ein Abschwung in den USA trifft die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens nicht nur, indem die Nachfrage nach ihren jeweiligen Exporten in die USA zurückgeht (direkter Nachfrageeffekt), sondern er hat auch indirekte Effekte infolge der geringeren US-Nachfrage nach chinesischen Exportgütern. Ein Rückgang der US-Importe um 10% beispielsweise verringert unmittelbar die Exporte Koreas um 1,5%. Derselbe Schock lässt jedoch auch die Exporte Chinas um 2,1% schrumpfen, was u.a. zu einer Reduktion der chinesischen Importe aus Korea führt. Unter bestimmten Annahmen senken diese indirekten Effekte die koreanischen Exporte um weitere 1,3% (Grafik III.15). Ein Abschwung in den USA könnte überdies zu einer Abwertung des US-Dollars gegenüber den asiatischen Währungen führen, wodurch sich die direkten und die indirekten Effekte noch verstärken würden.

Erhebliche
Auswirkungen eines
US-Abschwungs ...

Da die chinesischen Importe von Endprodukten – wie bereits erwähnt – kaum auf Veränderungen der Inlandsnachfrage reagieren, hätte ein Kon-

... oder geringere
Auswirkungen
eines Abschwungs
in China



junkturrückgang in China wahrscheinlich geringere Auswirkungen auf die asiatischen Volkswirtschaften als ein Abschwung in den USA. Dies legt jedoch auch nahe, dass China die Folgen eines weltweiten negativen Nachfrageschocks für die asiatischen Volkswirtschaften nur begrenzt abfedern könnte.

Folgen für die Wechselkurspolitik

Die zunehmenden Handelsverflechtungen dürften auch die Wechselkurspolitik beeinflussen, doch die genauen Auswirkungen sind abhängig vom Umfang des direkten Handelswettbewerbs, vom Handel infolge von Produktionsnetzwerken und von der so entstehenden Synchronisierung der Konjunkturzyklen. Damit beispielsweise eine größere US-Nachfrage nach chinesischen Exportgütern nicht zu einem Ungleichgewicht in der Handelsbilanz führen würde, wäre eine Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar erforderlich. Die währungspolitische Reaktion der asiatischen Nachbarn Chinas würde dann davon abhängen, in welchem Umfang sie mit China im Wettbewerb stehen bzw. Teil desselben (vertikal integrierten) Produktionsnetzwerks sind.

Soweit einerseits die Nachbarländer mit China an Drittmärkten konkurrieren, würden sie eine Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem Renminbi vorziehen. Ein Indikator hierfür sind die Überlappungen bei den Exportgütern: Zwischen China und Thailand beispielsweise stieg diese Kennzahl von 50% 1998 auf 55% 2005, zwischen China und Korea im gleichen Zeitraum von 44% auf 56%. Im Gegensatz dazu konkurriert China mit den meisten lateinamerikanischen Ländern gar nicht (mit Ausnahme Mexikos).

Soweit andererseits die Nachbarländer mit China durch Produktionsnetzwerke verbunden sind (s. oben), dürfte die chinesische Nachfrage nach

Im Falle einer Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar ...

... Abwertung gegenüber dem Renminbi von Chinas Konkurrenten bevorzugt ...

... aber stärkere Synchronisierung begünstigt Bindung an den Renminbi

ihren Gütern stetig zunehmen. Um ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht oder eine Überhitzung zu vermeiden, haben diese Volkswirtschaften somit ein Interesse daran, dass ihre Währungen parallel zum Renminbi aufwerten. Die stärkere Synchronisierung der Konjunkturzyklen, die durch die Produktionsnetzwerke entsteht, könnte somit die ostasiatischen Währungen tendenziell enger an die chinesische Währung binden. Dieser Effekt könnte allerdings gemindert werden, soweit Handelsströme nicht auf Wechselkursveränderungen reagieren.

Chinas Aufstieg als bedeutende Handelsnation hat sich schon erheblich auf die Weltwirtschaft ausgewirkt. Inwieweit es China gelingen wird, ein nachhaltiges Wachstum zu erzielen, wird in den kommenden Jahren spürbare Folgen für die übrige Welt haben.

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Im Berichtszeitraum wurde die geldpolitische Ausrichtung im Allgemeinen restriktiver, da die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern ihre Leitzinsen anhoben. Diese Straffung war in erster Linie auf die zunehmende Kapazitätsauslastung im Zusammenhang mit der steigenden globalen Nachfrage und auf das damit einhergehende Inflationsrisiko zurückzuführen. Die gestiegenen Rohstoffpreise, insbesondere die sehr hohen Preise für Rohöl zu Beginn des Berichtszeitraums, schürten zusätzliche Befürchtungen, dass sich die kurzfristige Inflationsdynamik in den längerfristigen Inflationserwartungen niederschlagen könnte.

In den USA ließ die Federal Reserve ihre Leitzinsen über weite Strecken des Berichtszeitraums unverändert, da die Konjunktur an Schwung verlor und insgesamt von einem Nachlassen des Preisdrucks ausgegangen wurde. Gleichwohl stieg die Besorgnis, dass die erhoffte Abschwächung der US-Kerninflation nicht eintreten werde. Die EZB straffte ihre Geldpolitik erheblich, wobei sie ihre Zinsbeschlüsse u.a. mit den schwindenden Kapazitätsreserven und der raschen Ausweitung der Geldmengen- und Kreditaggregate begründete. Für die japanische Zentralbank stellte sich die Lage anders dar. Nachdem die strukturellen Wachstumshemmnisse weitgehend überwunden waren, zeigte die japanische Wirtschaft verstärkt Anzeichen einer anhaltenden Konjunkturerholung. Die Bank of Japan zog zur Erklärung zweier Zinsanhebungen ihren neuen geldpolitischen Handlungsrahmen, den „Ansatz der zwei Perspektiven“, heran. Trotz dieser Zinsschritte lag der japanische Leitzins am Ende des Berichtszeitraums nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau.

In den übrigen fortgeschrittenen Industrieländern wurden die geldpolitischen Zügel als Reaktion auf jeweils unterschiedliche externe und binnenwirtschaftliche Bestimmungsfaktoren generell gestrafft. Die Zentralbanken Kanadas, des Vereinigten Königreichs, Australiens und Neuseelands hoben ihre bereits relativ hohen Leitzinsen weiter an, doch die Inflation bewegte sich in der Mitte oder am oberen Rand des von der Geldpolitik anvisierten Zielbereichs. In Norwegen, Schweden und der Schweiz wurden ausgehend von einem vergleichsweise niedrigen Stand weitere Schritte in Richtung einer Normalisierung des Leitzinsniveaus unternommen.

Trotz der Zinsanhebungen und der Tatsache, dass die Inflation insgesamt im Zaum gehalten wurde, kamen teilweise Bedenken hinsichtlich der kräftigen Ausweitung der Geldmenge und der Kreditvergabe auf. Diese Besorgnis hing teilweise mit den sich wandelnden Ansichten über die angemessene Bedeutung der Geldmengen- und Kreditaggregate in der geldpolitischen Praxis zusammen. Der letzte Abschnitt dieses Kapitels gibt einen Einblick in die

aktuelle Diskussion und befasst sich vor dem Hintergrund der Erfahrungen der Zentralbanken in den vergangenen 35 Jahren mit den verschiedenen Meinungen zu diesem Thema.

Entwicklungen im Einzelnen

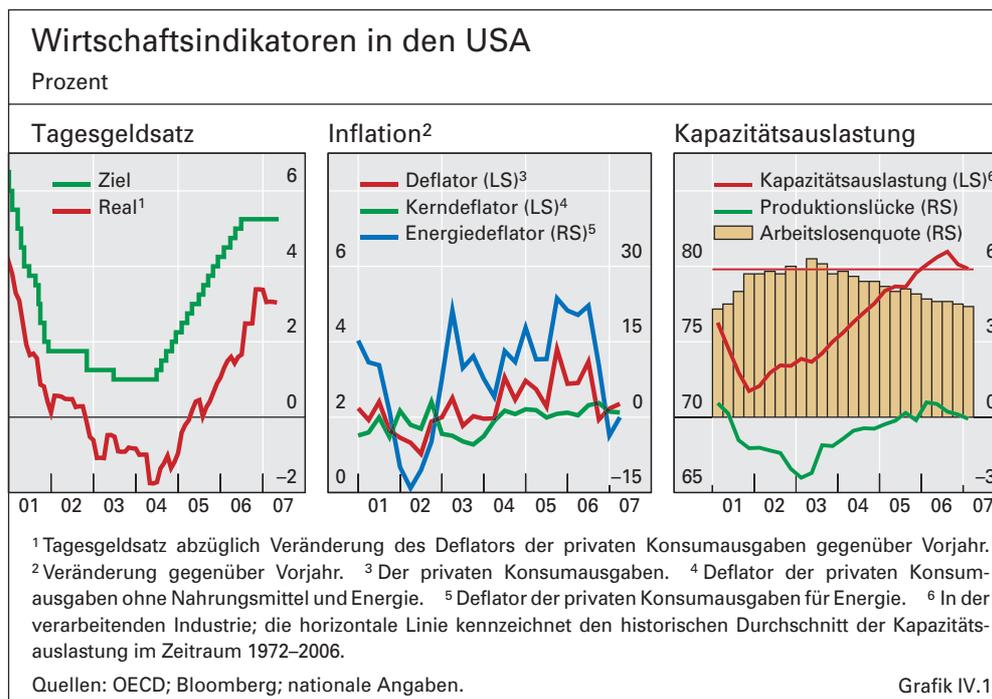
USA

Die Federal Reserve setzte zu Beginn des Berichtszeitraums ihren Straffungskurs fort. Der Tagesgeldzielsatz wurde im Juni 2006 zum siebzehnten Mal in Folge um 25 Basispunkte angehoben – auf 5,25% – und danach auf diesem Niveau belassen (Grafik IV.1). Allerdings verschleierte diese Stabilität des Leitzinses, dass es in den USA im Zusammenhang mit den sich wandelnden Konjunktur- und Inflationsaussichten zu einer Verschiebung der Risiken gekommen war, die die Geldpolitik zu berücksichtigen hatte. Über weite Strecken des Berichtszeitraums beschäftigte sich die Federal Reserve in erster Linie mit der Frage, ob zusätzliche Zinsschritte, vor allem in Richtung einer weiteren Straffung, erforderlich werden würden, um einen allmählichen Rückgang der Kerninflation und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu gewährleisten. Im weiteren Jahresverlauf legte sich jedoch aufgrund der konjunkturellen Abschwächung mehr und mehr die Besorgnis, dass sich das Produktionswachstum deutlich über dem auf Dauer tragfähigen Pfad befinde. Die anschließende Wirtschaftsentwicklung entsprach weitgehend der Einschätzung der Federal Reserve, die mit einer Abkühlung der Konjunktur und insbesondere des Wohnimmobilienmarktes als verzögerte Reaktion auf die Zinserhöhungen rechnete.

In den USA weitere geldpolitische Straffung und anschließend lange Zinspause

Die Einschätzung der Wachstumsaussichten durch die Federal Reserve wurde erheblich von den Ende 2006 und Anfang 2007 veröffentlichten Wirt-

Konjunkturelle Abkühlung ...



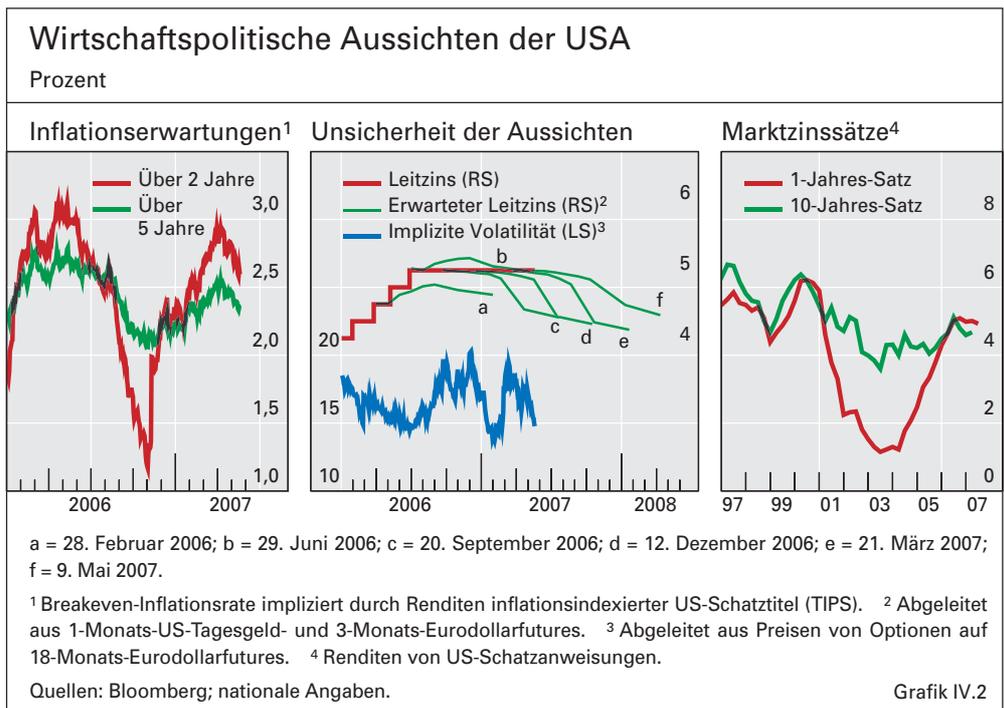
schaftsdaten beeinflusst. Dabei waren verschiedene Kräfte im Spiel, die in entgegengesetzte Richtungen wirkten und somit die Unsicherheit über den angemessenen geldpolitischen Kurs verstärkten. Einerseits führten die anhaltenden Anpassungen in den zinsreagiblen Sektoren zu einer willkommenen Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit. Doch andererseits ließen die zunehmenden Turbulenzen am Markt für nicht erstklassige Hypothekenkredite Befürchtungen über eine tiefgreifendere und ausgeprägtere Schwäche am Markt für Wohneigentum aufkeimen (Kapitel II). Als sich abzeichnete, dass diese Entwicklung nur bedingt auf andere Märkte sowie auf die Konsumbereitschaft der Verbraucher durchschlug, stieg die Zuversicht, dass die möglichen Folgen auf kurze Sicht gering ausfallen würden. Vor diesem Hintergrund kam allerdings der recht untypischen Flaute bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen (trotz geringer Kreditspreads, einer robusten Ertragslage und einer gemäßigten Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage) größeres Gewicht bei der Beurteilung der Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum zu.

... bei erhöhter Kerninflation

Gleichzeitig äußerte die Federal Reserve Besorgnis über die erhöhte Kerninflation und die Möglichkeit steigender Inflationserwartungen. Die hohen Energie- und sonstigen Rohstoffpreise trugen zwar zur konjunkturellen Abschwächung bei, trieben aber zugleich die Verbraucherpreise insgesamt in die Höhe. Außerdem schienen sie vor allem im Jahr 2006 allmählich auf die Kerninflation durchzuschlagen. Obgleich der von den Energiepreisen ausgehende Preisdruck gegen Jahresende nachließ, zeigte sich der Offenmarktausschuss (Federal Open Market Committee, FOMC) zunehmend besorgt darüber, dass die Kerninflation den oberen Rand der Bandbreite von Inflationsraten erreicht bzw. überschritten haben könnte, die der Erreichung von nachhaltigem Wirtschaftswachstum und Preisstabilität auf mittlere Sicht am zuträglichsten wäre. Der FOMC ging zwar von einer Abschwächung der Kerninflation aus, wies aber auch nachdrücklich auf die Möglichkeit hin, dass der Rückgang nicht so stark ausfalle wie angenommen. Dann nämlich sei denkbar, dass sich die Inflationserwartungen auf einem zu hohen Niveau verfestigten (Grafik IV.2). Diese Möglichkeit erhielt durch die zunehmende Angebotsknappheit an den Arbeitsmärkten und den steigenden Lohndruck in einigen Sektoren zusätzliches Gewicht. Angesichts von Anzeichen einer gewissen Abflachung der kurzfristigen Phillips-Kurve könnte eine Verminderung der Inflation zudem höhere Wachstumseinbußen zur Folge haben, als dies bisher der Fall war.

Geldpolitischer Ausblick mit größerer Unsicherheit und datenabhängig ...

Auch die Kommunikation der Federal Reserve nach außen veränderte sich im Berichtszeitraum. Da der geldpolitische Kurs immer mehr von der Bekanntgabe neuer Wirtschaftsdaten abhängig wurde, bemerkte der FOMC, dass es der Öffentlichkeit nun aufgrund der geringeren Verbindlichkeit der geldpolitischen Erläuterungen allgemein schwerer fallen werde, künftige Zinsentscheidungen in vollem Umfang zu antizipieren. Diese Entwicklung signalisierte zwar keine Abkehr von der Transparenz des FOMC, machte sich aber dennoch an den Finanzmärkten bemerkbar, nämlich in den 2007 bislang beobachteten Schwankungen des impliziten Tagesgeldsatzes, der sich aus Futures auf den Tagesgeldsatz in sechs Monaten ableitet. Die aus



Optionspreisen berechnete implizite Volatilität zeigte jedoch, dass die Unsicherheit der Marktteilnehmer insgesamt nahe bei ihren historischen Tiefständen blieb (Grafik IV.2).

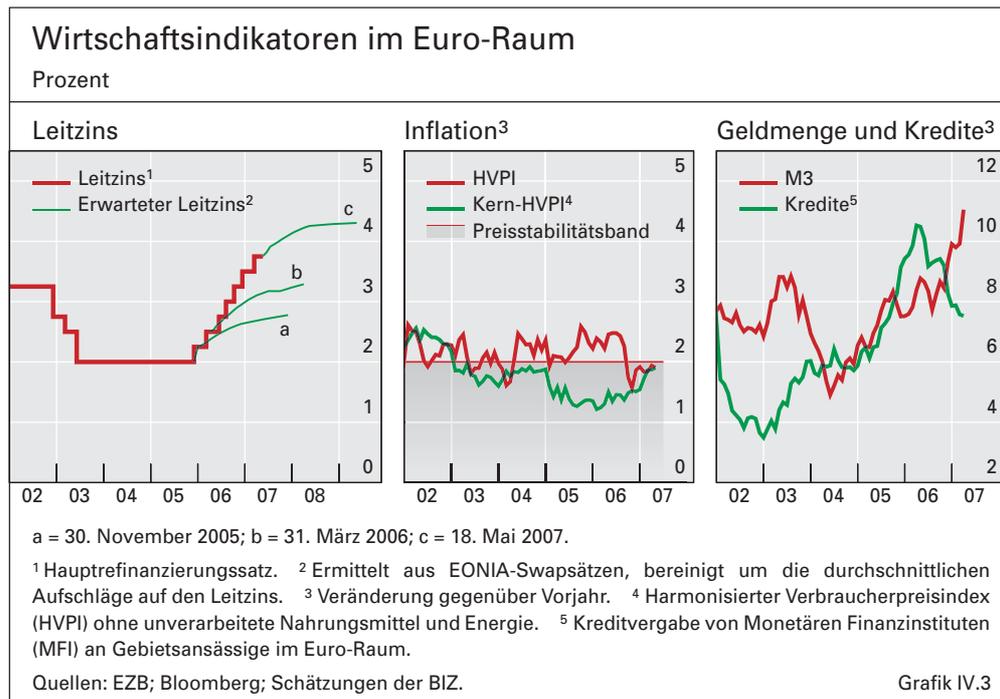
Gegen Ende des Berichtszeitraums waren die Marktteilnehmer der Meinung, dass die kurzfristige Entwicklung des Tagesgeldsatzes mit etwas mehr Ungewissheit behaftet war als im Durchschnitt der vorangegangenen Jahre. Einerseits ließ der FOMC die Möglichkeit weiterer Zinsanhebungen bzw. eines Beibehaltens des gegenwärtigen Zinsniveaus offen, solange sich die Kerninflation weiter am oberen Rand des anzunehmenden Toleranzbereichs des FOMC bzw. darüber bewegte. Andererseits käme es vermutlich zu einer Abwärtskorrektur der Leitzinsen, wenn der vom FOMC antizipierte Rückgang der Kerninflation ohne eine Zinsanpassung einträte oder sich die Konjunktur unerwartet stark abkühlen würde. Die langfristigen Zinsen blieben gleichwohl niedrig und zeigten sich damit einigermaßen widerstandsfähig gegenüber diesen kurzfristigen Unsicherheiten. Sie bewegten sich in einem engen Korridor um rund 5%.

... vor allem im Hinblick auf Inflationsentwicklung

Euro-Raum

Im Euro-Raum wurden die geldpolitischen Zügel im Berichtszeitraum erheblich gestrafft. Die EZB hob ihren Leitzins in fünf Zinsschritten zu je 25 Basispunkten auf 3,75% an und behielt somit ihren Ende 2005 eingeschlagenen Kurs einer Normalisierung des Zinsniveaus bei. Zuvor hatte sie ihren Leitzins auf 2,5% erhöht, nachdem sie ihn zweieinhalb Jahre auf dem historischen Tiefstand von 2% belassen hatte (Grafik IV.3). Die geldpolitische Straffung erfolgte überwiegend als Reaktion auf Anzeichen von Inflationsrisiken, die sich aus der wirtschaftlichen wie auch der monetären Analyse der EZB ergaben, obgleich die tatsächliche Inflation unter Kontrolle blieb. Trotz dieser Zinsschritte beurteilte

Weitere Zinserhöhungen der EZB ...



die EZB ihre geldpolitische Ausrichtung am Ende des Berichtszeitraums nach wie vor als eher akkommodierend. Auch die Marktteilnehmer schienen für das Jahr 2007 von einer weiteren Anhebung des Leitzinsniveaus auf etwa 4¼% auszugehen – rund 75 Basispunkte über dem ein Jahr zuvor erwarteten Endpunkt des Straffungszyklus.

... bei lebhafter Konjunktur ...

Die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des Leitzinssatzes verschoben sich im Laufe des Berichtszeitraums nach oben. Dies hing vor allem damit zusammen, dass das Wirtschaftswachstum und die konjunkturelle Grunddynamik lebhafter ausfielen als antizipiert worden war, was die Möglichkeit eines erhöhten Preisdrucks verstärkte. Das Wachstum des realen BIP übertraf 2006 die obere Grenze der von Mitarbeitern der EZB zuvor projizierten Spanne. Überdies wurden die Projektionen für das Produktionswachstum 2007 um rund ½ Prozentpunkt nach oben korrigiert.

... und trotz Inflationsrückgangs

Der am HVPI gemessene Verbraucherpreisanstieg ging im weiteren Verlauf der Berichtsperiode zurück. Im März 2007 lag er bei 1,9% und entsprach somit der Definition der EZB von Preisstabilität, einer Inflationsrate von unter, aber nahe 2%. Die Kerninflation blieb gedämpft, bewegte sich aber leicht nach oben. Projektionen der EZB zufolge dürfte sich die Teuerungsrate innerhalb einer Spanne um einen Mittelwert von knapp 2% für 2007 und von 2% für 2008 bewegen. Dennoch war die EZB der Auffassung, dass die Inflationsaussichten mit Aufwärtsrisiken behaftet seien. Da das kräftige Produktionswachstum mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit auf einen historischen Tiefstand einhergegangen war, äußerte sie Bedenken, dass es in der Folge zu rascheren Lohnzuwächsen kommen könnte (Kapitel II). Die Einschätzung, dass Inflationsrisiken bestünden, wurde zusätzlich von der Möglichkeit erneuter Ölpreissteigerungen sowie weiterer Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern gestützt.

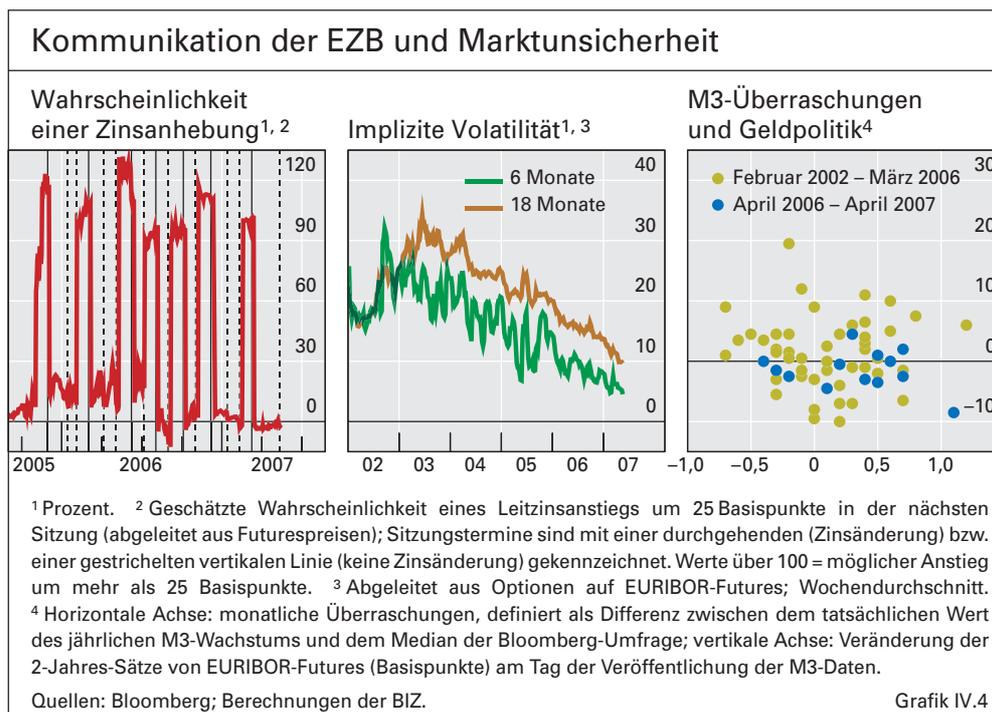
Sinkende Arbeitslosigkeit ...

Die monetäre Analyse der EZB bestätigte ihre Auffassung, dass das Risiko eines Inflationsanstiegs gegeben sei. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erreichte im März 2007 mit 10,9% den höchsten Stand seit Einführung des Euro. Anders als in den Vorjahren schien zudem das rasche M3-Wachstum nicht mit Portfolioumschichtungen zulasten längerfristiger Anlageformen zusammenzuhängen, sondern vor allem mit Bemühungen der Finanzinstitute, die anhaltend kräftige Ausweitung der Vermögensanlagen zu finanzieren. Die Gesamtkreditvergabe der Monetären Finanzinstitute an Ansässige im Euro-Raum war im März 2007 um 7,7% höher als ein Jahr zuvor. Das weiterhin beträchtliche Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate im Euro-Raum war auf das allgemein niedrige Zinsniveau, den kräftigen Konjunkturaufschwung und die lebhafte Entwicklung an den Märkten für Wohneigentum in vielen Teilen des Euro-Raums zurückzuführen. Daraus ergaben sich ein Liquiditätsaufbau und eine Konstellation von Faktoren, die nach Meinung der EZB besonders wachsam verfolgt werden mussten.

... und kräftiges Geldmengenwachstum deuten auf Inflationsrisiken hin

Die Reaktion der Finanzmärkte auf die monetäre Entwicklung verdeutlichte den Erfolg der Kommunikationsstrategie der EZB, aber auch ihre Herausforderungen. Die Zentralbank bemühte sich, ihre bevorstehenden geldpolitischen Beschlüsse hinreichend vorhersehbar zu machen, was ihr weitgehend auch gelang. Die Märkte konnten die Zinsschritte im aktuellen Straffungszyklus bislang recht akkurat vorwegnehmen (Grafik IV.4). Als Reaktion auf die nach jeder Sitzung des EZB-Rates veröffentlichten Erläuterungen stieg die aus Zinsfutures abgeleitete implizite Wahrscheinlichkeit, dass es in der folgenden monatlichen Sitzung des EZB-Rates zu einem weiteren Zinsschritt kommen werde, entweder auf praktisch 100% oder sank auf nahezu null und blieb anschließend bis zum nächsten geldpolitischen Beschluss nahe bei

Zinsschritte von Märkten korrekt antizipiert ...



diesen Werten. Dabei wurden die Beschlüsse des EZB-Rates in allen Fällen korrekt antizipiert. Diese Vorhersehbarkeit der bevorstehenden geldpolitischen Entscheidungen könnte zu der geringeren aus dem EURIBOR abgeleiteten impliziten Volatilität beigetragen haben, die sich gegenwärtig auf einem historischen Tiefstand befindet. Ähnliche Rückgänge sind aber auch bei zahlreichen anderen Messgrößen der Unsicherheit an den Finanzmärkten zu beobachten (Kapitel VI).

... aber noch immer keine Marktreaktion auf M3-Daten

Die EZB erkennt allerdings an, dass es eine Herausforderung gewesen sei, die Berücksichtigung des Geldmengenwachstums bei ihrer Entscheidungsfindung im Detail zu erläutern. So gibt es Anzeichen dafür, dass die Marktteilnehmer den statistischen Veröffentlichungen zur Geldmenge M3 im Berichtszeitraum keine allzu große Beachtung schenken, obwohl die EZB wiederholt darauf hingewiesen hatte, dass die markante Verstärkung des M3-Wachstums eine wichtige Rolle bei ihrer Einschätzung, es bestünden Inflationsrisiken, spiele. Insbesondere bei den Geldmarktfutures war an Tagen, an denen Daten veröffentlicht wurden, die auf ein höheres bzw. niedrigeres jährliches Geldmengenwachstum hindeuteten als von den Märkten erwartet, keine signifikante Reaktion zu beobachten. Dabei ist allerdings unklar, ob dies auf Kommunikationsschwierigkeiten zurückzuführen ist oder auf einen Zusammenhang, der in seinem Wesen zu episodisch und zu sehr mit anderen Entwicklungen korreliert ist, um sich als kohärente Reaktion in Zinsfutures zu manifestieren.

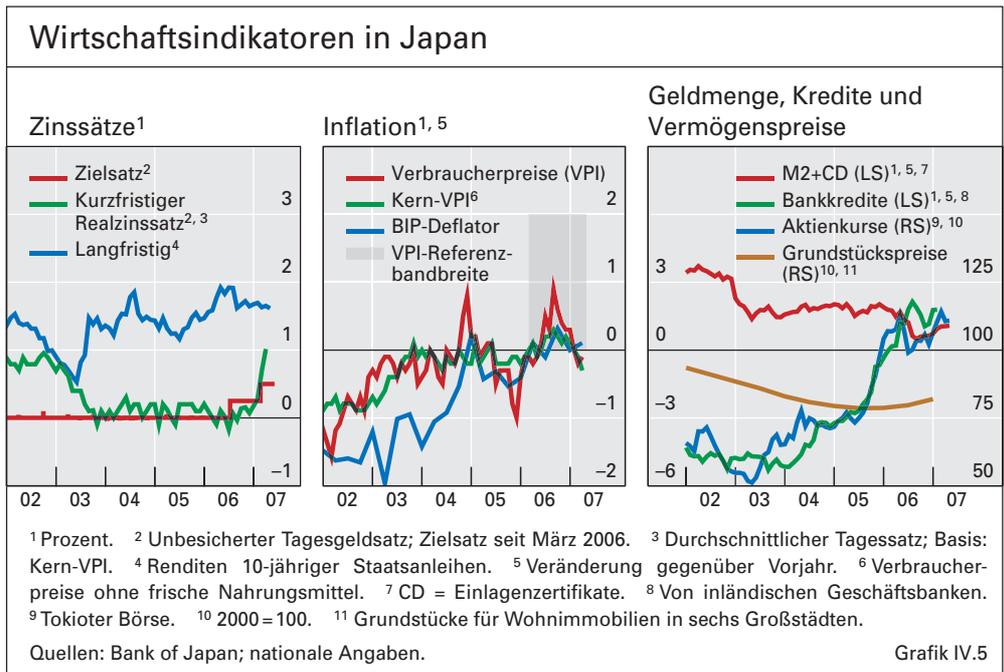
Japan

Bank of Japan mit anhaltend niedrigen Zinsen ...

Die Bank of Japan behielt im Berichtszeitraum ein sehr niedriges Zinsniveau bei, um weiterhin für akkommodierende Finanzierungsbedingungen zu sorgen. Dennoch sah sie sich aufgrund schwindender Kapazitätsreserven und eines nachlassenden Abwärtsdrucks auf die Preise dazu veranlasst, ihre Leitzinsen zweimal zu erhöhen und damit ihrer Nullzinspolitik ein Ende zu setzen. Der Tagesgeldsatz wurde im Juli 2006 auf rund 0,25% und im Februar 2007 weiter auf etwa 0,50% angehoben (Grafik IV.5). Der Bank of Japan zufolge standen diese Zinsschritte sowie die Erwartung einer weiteren allmählichen Zinsanhebung im Einklang mit ihrem Ziel, ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum sowie stabile Preise zu gewährleisten.

... aber Ende der Nullzinspolitik

Die Abkehr von der Nullzinspolitik hing überwiegend mit der Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds zusammen, das durch solidere Unternehmensbilanzen, strukturelle Anpassungen im Finanzsystem und einen Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt Anfang 2006 gekennzeichnet war. Die Unternehmen schienen ihre mehrjährigen Bemühungen um einen Abbau überschüssiger Kapazitäten, Arbeitskräfte und Schulden abgeschlossen zu haben. Im Finanzsystem war die Belastung durch das chronische Problem der notleidenden Kredite deutlich geringer, und es gab klare Hinweise darauf, dass sich nun eine normalere Kreditvergabepraxis durchsetzt. Die japanische Zentralbank wertete auch die Ausweitung der weit gefassten Geldmengenaggregate und der Kreditvergabe als Anzeichen für ein wachsendes Vertrauen der Öffentlichkeit in die lang ersehnte Rückkehr zu einem stabilen Finanzsystem.



Der Entschluss der Bank of Japan, das Leitzinsniveau geringfügig anzuheben, verdeutlichte zudem ihre Anwendung des neuen Ansatzes der zwei Perspektiven. Der neue geldpolitische Handlungsrahmen war im März 2006 eingeführt worden (76. Jahresbericht). Dabei konzentriert sich die erste Perspektive auf Entwicklungen, die das Produktionswachstum und die Inflation über einen Zeithorizont von ein bis zwei Jahren beeinflussen. Die zweite Perspektive stellt längerfristige Risiken und die mit ihnen verbundenen Kosten in den Vordergrund. Dieser Ansatz impliziert, dass es auch dann zu geldpolitischen Straffungen kommen kann, wenn die Risiken eines Inflationsanstiegs auf kurze Sicht als vernachlässigbar eingeschätzt werden.

Anwendung
des neuen
geldpolitischen
Handlungsrahmens

Der Beschluss der Bank of Japan, ihren Leitzins im Juli 2006 auf 0,25% anzuheben, wurde in hohem Maße von Überlegungen im Zusammenhang mit der ersten Perspektive geleitet. Zum damaligen Zeitpunkt rechnete die Zentralbank mit einer anhaltenden Zunahme der Inlands- wie auch der Auslandsnachfrage, was naturgemäß eine steigende Kapazitätsauslastung und einen geringeren Abwärtsdruck auf die Lohnstückkosten bewirken würde. Angetrieben vom Höhenflug der Energiepreise zu Beginn des Jahres 2006 entfernten sich Gesamt- und Kernrate des Verbraucherpreisanstiegs von der Nullmarke in Richtung auf die Mitte der von der Bank of Japan bevorzugten Inflationsspanne von null bis 2%.

Erster Zinsschritt
belegt Bedeutung
der ersten ...

Aber auch die zweite Perspektive spielte bei diesem Zinsbeschluss eine Rolle. Der Policy Board der Bank of Japan war besorgt, dass es zu einer Fehlallokation von Ressourcen mit möglicherweise längerfristigen Implikationen kommen könne, wenn die Zinssätze zu lange auf einem zu niedrigen Niveau verharren. So wurde u.a. befürchtet, dass Unternehmen unter der unrealistischen Annahme, dass das akkommodierende Finanzierungsumfeld andauern würde, Projekte in die Wege leiten könnten, ohne dabei der wahrscheinlichen Konjunktur- und Preisentwicklung Beachtung zu schenken. Die Bank of Japan

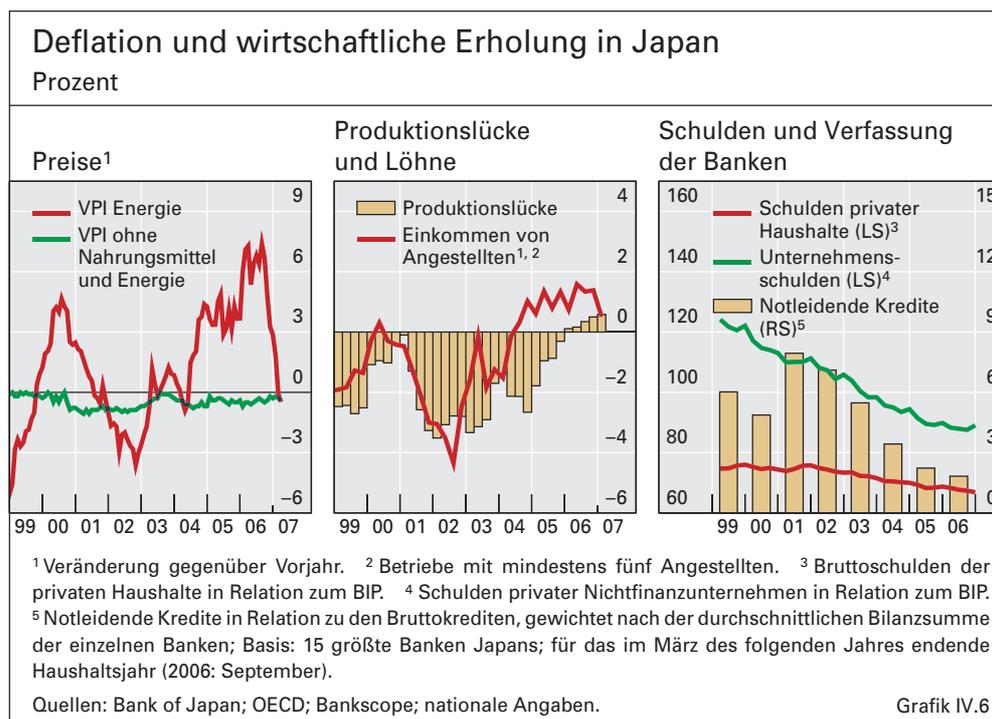
... wie auch der
zweiten Perspektive

räumte zwar ein, dass es wenig handfeste Belege für Überinvestitionen gebe, ließ diese Möglichkeit aber dennoch in die Zinsentscheidung einfließen. Werden Fehlallokationen von Ressourcen nicht im Zaum gehalten, birgt dies gravierende Risiken für die längerfristige Tragfähigkeit des Wirtschaftswachstums. So gesehen ging es der Zentralbank nicht um die Abkühlung einer überhitzten Konjunktur an sich, sondern darum, dass die Erfahrungen der späten 1980er Jahre nicht wiederholt werden.

Der anschließende Zinsschritt Anfang 2007 machte die Bedeutung der zweiten Perspektive noch klarer. In diesem Fall stellte die Bank of Japan fest, dass sich eine weitere geldpolitische Straffung kaum durch die erste Perspektive rechtfertigen lasse. Die Konjunktur war zwar dabei, sich aufzuhellen, die Kerninflation verlor jedoch an Schwung, während die vorübergehende Abschwächung des Energiepreisanstiegs Wirkung zeigte. In der Tat bewegten sich die Verbraucherpreise ohne Energie nicht nennenswert nach oben. Dennoch gab es keine ernsthaften Befürchtungen mehr, dass es zu einer nachhaltigen Deflation kommen könne. Dies hing u.a. damit zusammen, dass der Policy Board – insbesondere angesichts der höheren Kapazitätsauslastung und der Aussicht auf eine anhaltende Wirtschaftsexpansion – nach wie vor von einem Aufwärtstrend der grundlegenden Preisdynamik ausging. Außerdem wurden die Kosten einer moderaten Deflation nun aufgrund der verbesserten wirtschaftlichen und finanziellen Fundamentaldaten als erheblich geringer eingeschätzt. Zu Beginn des Jahres 2007 stiegen die Produktion, die Arbeitnehmerereinkommen und die Vermögenspreise, die Banken vergaben Kredite, und die Schuldenstände der privaten Haushalte wie auch der Unternehmen hatten sich gegenüber den in den 1990er Jahren erreichten Spitzenwerten beträchtlich verringert (Grafik IV.6). Auch war zunehmend deutlich geworden, dass der jüngste Rückgang des Verbraucherpreisindex mit der Deregulierung,

Zweiter Zinsschritt
beruht auf zweiter
Perspektive

Kurzfristiges
Risiko eines
Preisrückgangs ...



der Globalisierung und anderen positiven Angebotsschocks zusammenhing und sich daher wesentlich von einer nachfrageinduzierten Deflation unterschied.

Der Policy Board sah die Notwendigkeit einer Zinsanhebung vielmehr darin begründet, dass die Entstehung untragbarer Rahmenbedingungen verhindert werden müsse. Er war besorgt, dass es zu Überinvestitionen kommen könne, die sich später als nicht profitabel herausstellen. Im Februar beschloss er fast einstimmig eine Anhebung des Zielsatzes auf 0,5%; damit war der Zinssatz zwar immer noch sehr niedrig, aber dennoch auf dem höchsten Stand seit 10 Jahren. Einige Mitglieder des Board hatten sich sogar bereits im Januar für eine Zinsanhebung ausgesprochen. Die Problematik der Carry-Trades und vereinzelte Anzeichen überhöhter Grundstückspreise spielten bei diesem Zinsbeschluss offenbar keine bedeutende Rolle.

Diese beiden geldpolitischen Beschlüsse wurden weitgehend antizipiert. Die Finanzmärkte reagierten verhalten, und die nominalen langfristigen Zinssätze blieben stabil. Die Zentralbank wertete die gedämpfte Reaktion auf die Zinsentscheidungen als Beleg für den Erfolg ihres neuen geldpolitischen Handlungsrahmens sowie ihrer Bemühungen, diesen der Öffentlichkeit bei der Kommunikation ihrer geldpolitischen Absichten zu veranschaulichen, obgleich Anfang Januar die Volatilität an den Finanzmärkten kurzzeitig etwas zugenommen hatte, als diese fälschlicherweise von einer Zinsänderung ausgingen.

Gegen Ende des Berichtszeitraums deutete die geldpolitische Vorausschau der Bank of Japan darauf hin, dass sie ein ausgesprochen niedriges Zinsniveau beibehalten werde, um akkommodierende Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten. Im Zeitverlauf würden die Leitzinsen wahrscheinlich allmählich nach oben angepasst, wenn die wirtschaftliche Entwicklung dies erfordere.

Länder mit Inflationsziel

In den Ländern mit explizitem numerischem Inflationsziel hoben die Zentralbanken die Leitzinsen im Berichtszeitraum an, wenngleich zu verschiedenen Zeitpunkten und in unterschiedlichem Maße (Grafik IV.7). Die Geldpolitik wurde vor dem Hintergrund eines anhaltenden globalen Wirtschaftswachstums und hoher Rohstoffpreise gestrafft. Auch die binnenwirtschaftliche Lage war allgemein günstig, sodass in den meisten Volkswirtschaften bei zunehmender Kapazitätsauslastung und Angebotsverknappungen am Arbeitsmarkt verstärkt Inflationsdruck aufkam. Gleichwohl blieb der Preisauftrieb insgesamt gering, was u.a. auf die vorteilhafte Entwicklung der Importpreise für Konsumgüter zurückzuführen war.

Die Zentralbanken dieser Länder äußerten vier Bedenken, die unterschiedlich stark zum Tragen kamen. Erstens war die Unsicherheit über die globalen Konjunkturaussichten trotz überwiegend positiver Projektionen nach wie vor hoch. So ließen sich die vollen Auswirkungen der geldpolitischen Straffungen in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern nur schwer abschätzen. Insbesondere über die Implikationen des höheren Zinsniveaus für die anhaltende Nachfrageverschiebung in den USA herrschte Unsicherheit, vor allem was den Markt für Wohneigentum betraf. Zweitens schürte die

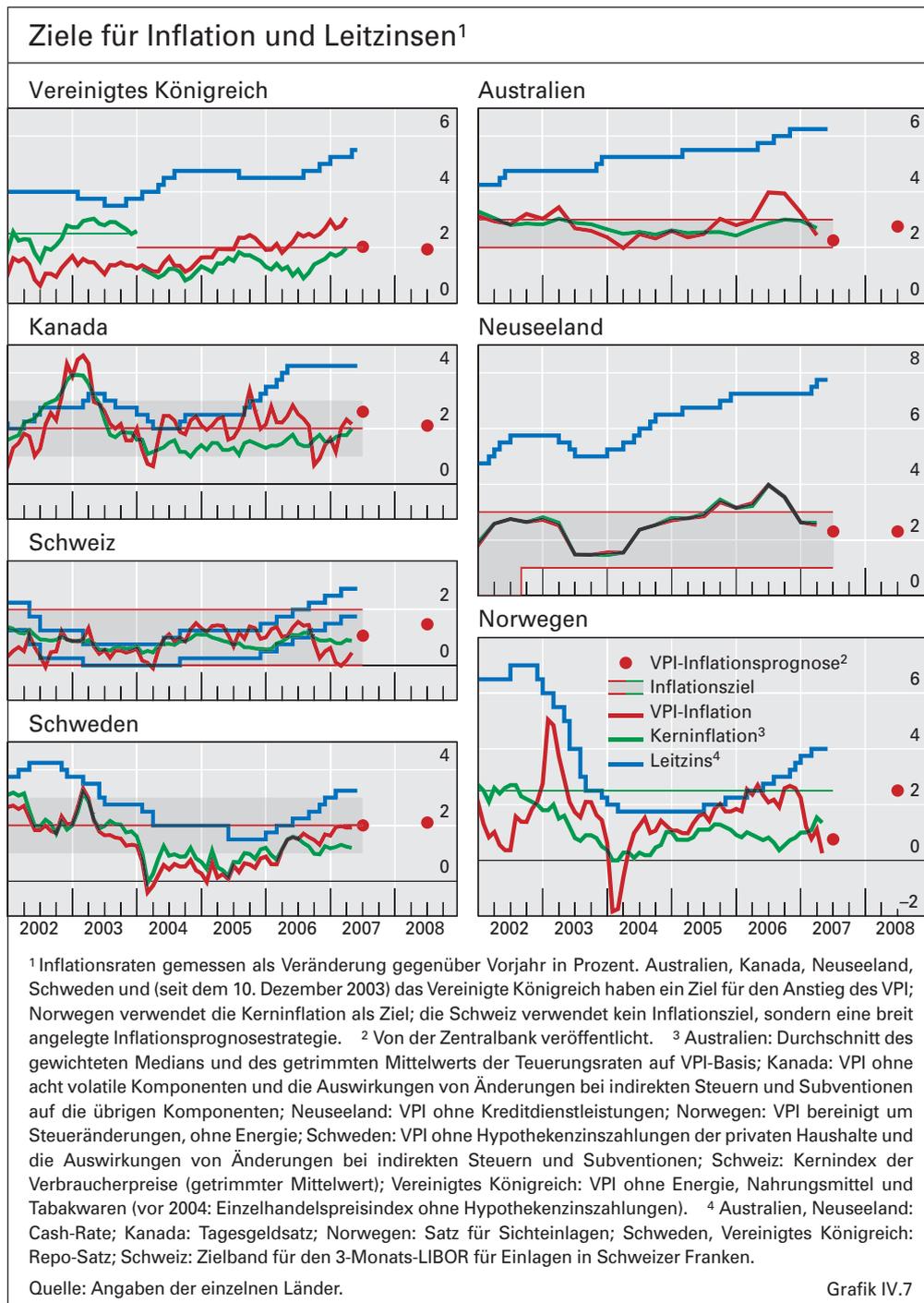
... aber Besorgnis über langfristiges Risiko von Überinvestitionen

Zinsschritte von Märkten antizipiert

Akkommodierender geldpolitischer Kurs erwartet

Zentralbanken mit Inflationsziel erhöhen Zinsen

Unsicherheit über globale Wirtschaftsaussichten ...



... aber kräftige Inlandsnachfrage und hohes Geldmengenwachstum signalisieren Inflationsdruck

unerwartet kräftige Inlandsnachfrage vor dem Hintergrund allgemein erhöhter Energie- und sonstiger Rohstoffpreise Befürchtungen, dass es zu einem verstärkten Preis- und Kostendruck kommen könnte. Drittens ließ das rasche Wachstum der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe in einigen Ländern – besonders mit Blick auf die steigenden Aktienkurse und Preise für Wohneigentum – weiterhin zwei mögliche Entwicklungsrichtungen offen. Auf kurze Sicht konnte die kräftige inländische Nachfrage den Preisdruck erhöhen. Längerfristig betrachtet, ließ das Risiko einer scharfen Korrektur der Vermögenspreise bei einigen Zentralbanken Zweifel über die Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums aufkommen. Viertens waren immer noch hohe globale

Ungleichgewichte vorhanden, und auch die Kapitalströme im Zusammenhang mit Carry-Trades dauerten an. Dadurch bestand die Gefahr, dass eine ungeordnete Korrektur dieser Ungleichgewichte sowohl die Wechselkurse als auch die Konjunktur beeinträchtigen würde.

Vor diesem Hintergrund hielten die Zentralbanken, deren Leitzinsen zu Beginn des Berichtszeitraums bereits relativ hoch gewesen waren – die Reserve Bank of Australia, die Bank of Canada, die Reserve Bank of New Zealand und die Bank of England –, eine weitere geldpolitische Straffung für angebracht.

Die Bank of Canada hob ihren Leitzinssatz zu Beginn des Berichtszeitraums zweimal um je 25 Basispunkte an, nämlich im April 2006 auf 4% und im Mai auf 4,25%. Obwohl die Inflation Anfang 2007 stieg, wurde dieses Leitzinsniveau anschließend beibehalten, da sich die Konjunktur den Projektionen entsprechend entwickelte und die Inflationsrisiken als weitgehend ausgewogen erachtet wurden.

Bereits erhöhte
Leitzinsen in
Kanada ...

Die Reserve Bank of New Zealand erhöhte ihren Leitzins (Cash-Rate) im März 2007 auf 7,5% und im April weiter auf 7,75%, nachdem sie ihn seit Dezember 2005 bei 7,25% belassen hatte. Damit hatte Neuseeland von allen in diesem Kapitel behandelten Ländern das höchste Leitzinsniveau. Die steigende inländische Nachfrage wurde von den wieder auflebenden Märkten für Wohneigentum sowie von der expansiven Fiskalpolitik des Landes gestützt. Es bestand die Gefahr, dass die Inflation auf mittlere Sicht hoch bleiben werde, und die neuseeländische Zentralbank erklärte, dass möglicherweise weitere Zinsanhebungen erforderlich werden würden.

... Neuseeland ...

In Australien wurde der Leitzins 2006 in drei Schritten zu je 25 Basispunkten von 5,5% auf 6,25% angehoben. Einkommen und Konsum wurden von den hohen Rohstoffpreisen angekurbelt, die Kapazitätsauslastung war hoch, und das Arbeitsangebot blieb knapp. Gesamt- und Kernrate des Verbraucherpreisanstiegs bewegten sich über weite Strecken des Berichtszeitraums entlang oder über der mittelfristigen Zielvorgabe der Zentralbank. Obgleich die Gesamtrate am Ende des Berichtszeitraums wieder in die Zielbandbreite zurückgekehrt war, wurden die mittelfristigen Inflationsrisiken weiterhin als beträchtlich eingeschätzt.

... Australien ...

Die Bank of England erhöhte ihren Repo-Satz in vier Zinsschritten von 4,5% im August 2006 auf 5,5% im Mai 2007. Die kräftige Inlandsnachfrage ließ die Kapazitätsreserven weiter schrumpfen, während die Teuerungsrate auf gut 3% kletterte – eine Entwicklung, die eine schriftliche Erklärung der Zentralbank an den Finanzminister erforderte. Zudem stieg die Besorgnis der Entscheidungsträger, dass das rasche Geldmengen- und Kreditwachstum sowie die hohen Preissteigerungen bei den Vermögenswerten Anzeichen für einen aufkeimenden Inflationsdruck seien. Trotzdem wurde projiziert, dass sich die Gesamtrate des Verbraucherpreisanstiegs unter dem Einfluss der monetären Straffung allmählich wieder ihrer Zielvorgabe annähern werde.

... und dem
Vereinigten
Königreich leicht
angehoben

In Norwegen, Schweden und der Schweiz waren die Leitzinsen zu Beginn des Berichtszeitraums verglichen mit denen der übrigen Länder mit Inflationsziel relativ niedrig. In keinem dieser Länder wurde erwartet, dass die Teuerung in den kommenden ein bis zwei Jahren über die jeweiligen Zielwerte steigen würde. Dennoch hielten die Zentralbanken angesichts des anhaltenden Wirt-

schaftswachstums und der Aussicht auf einen allmählichen Inflationsanstieg unbeirrt am Ziel der Normalisierung der Leitzinsen fest.

Zinserhöhungen in
Norwegen ...

In Norwegen wurde der Zinssatz für Sichteinlagen ab Mai 2006 sechsmal um je 25 Basispunkte von 2,5% auf 4% angehoben. Die Teuerungsrate blieb zwar deutlich unter dem Zielwert der Zentralbank, doch die norwegische Wirtschaft befand sich seit Sommer 2003 deutlich im Aufschwung, und die bereits begrenzten Kapazitätsüberhänge schwanden weiter. Die Beschäftigung nahm im Berichtszeitraum rasch zu, und da es Anzeichen für einen kräftigeren Lohnzuwachs gab, wurde von einem allmählichen Anstieg der Kerninflation ausgegangen. Die Zentralbank deutete an, dass sie von einer Anhebung des Leitzinses auf 5% bis Ende 2007 ausgehe und dass das Zinsniveau anschließend wohl noch weiter steigen werde.

... Schweden ...

Die schwedische Zentralbank erhöhte ihren Repo-Satz von Juni 2006 bis Februar 2007 als Reaktion auf den kräftigen Konjunkturaufschwung im Land in fünf aufeinanderfolgenden Zinsschritten von 2% auf 3,25%. Da die Preise in Schweden jedoch einem Abwärtsdruck aus dem Ausland ausgesetzt waren, der u.a. mit den rückläufigen Energiepreisen in der zweiten Jahreshälfte 2006 und einer Aufwertung der Krone zusammenhing, blieb die Inflation nahe beim Zielwert der Zentralbank von 2%. Zudem wurde erwartet, dass der Inflationsdruck relativ gemäßigt bleiben werde. Dennoch ging die schwedische Zentralbank davon aus, dass sie die Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte anheben und ihren allgemeinen Straffungskurs vielleicht erst dann vorübergehend unterbrechen werde.

... und der Schweiz
zur Normalisierung
des relativ
niedrigen Niveaus

Die Schweizerische Nationalbank hob die Zielbandbreite für ihren Leitzins ab Juni 2006 in vier aufeinanderfolgenden Schritten zu je 25 Basispunkten von 0,75–1,75% auf 1,75–2,75% an. Der konjunkturelle Aufschwung im Land hielt weiter an, und das Wirtschaftswachstum, das von der Inlands- wie auch der Auslandsnachfrage, vor allem aber von den lebhaften privaten Konsumausgaben angekurbelt wurde, lag über dem Potenzial. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich im Jahr 2006 deutlich, und für 2007 wurde mit einem erneuten Rückgang der Arbeitslosigkeit gerechnet. Nachdem der dämpfende Einfluss des Ölpreisrückgangs in der zweiten Jahreshälfte 2006 nachließ, wurde ein allmählicher Anstieg der Inflation ab Mitte 2007 erwartet. Gleichwohl ging man davon aus, dass die Teuerungsrate auch weiterhin problemlos unterhalb der Schwelle von 2% gehalten werden könne, die von der Nationalbank noch mit Preisstabilität gleichgesetzt wird.

Wechselkurse und
Carry-Trades

Im vergangenen Jahr hatten viele kleinere fortgeschrittene Industrieländer bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Implikationen umfangreicher Kapitalströme zu berücksichtigen, die teilweise mit sog. Carry-Trades zusammenhingen (Kapitel V). Dabei floss Kapital generell aus Ländern mit niedrigem Zinsniveau, etwa der Schweiz (und Japan), in solche mit relativ hohen Zinsen, z.B. Australien, Neuseeland und das Vereinigte Königreich (sowie einige aufstrebende Volkswirtschaften). Dies bewirkte tendenziell eine Abwertung der Finanzierungswährungen und eine Aufwertung der Zielwährungen. Daraus ergaben sich eine Reihe geldpolitischer Implikationen, nicht zuletzt die Notwendigkeit, sich mit den Auswirkungen von Wechselkursbewegungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und den Inflationsdruck auseinander

zu setzen. Der Abwärtsdruck auf die längerfristigen Zinssätze der Länder mit Kapitalzuflüssen wirkte tendenziell auch der durch das hohe Zinsniveau auferlegten und erwünschten geldpolitischen Zurückhaltung entgegen. Durch die Möglichkeit einer scharfen Korrektur der gegenwärtigen Situation erhöhten sich die Risiken für die Wirtschaftsaussichten zusätzlich. So trug z.B. die Gefahr einer ungeordneten Anpassung dazu bei, dass die neuseeländische Zentralbank bei ihrer geldpolitischen Straffung größere Vorsicht walten ließ, als sie es sonst vielleicht getan hätte.

Anfang 2007 begann die schwedische Zentralbank, Projektionen zu der künftigen Leitzinsentwicklung zu veröffentlichen, und folgte damit dem Beispiel Neuseelands und Norwegens, die seit 1998 bzw. November 2005 solche Angaben machen. In den letzten Jahren ist das Interesse der Zentralbanken an der Veröffentlichung von Leitzinsprojektionen gestiegen. Manche versprechen sich von dieser Praxis eine erhöhte Transparenz des geldpolitischen Kurses und somit eine höhere Effizienz und stärkere Rechenschaftspflicht der Geldpolitik.

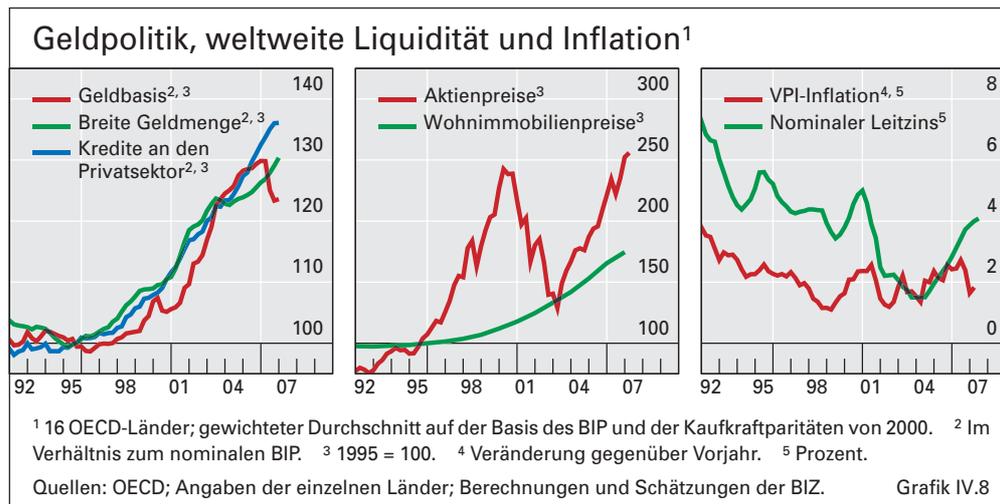
Gleichwohl sind solche Bestrebungen nicht ohne Risiko. Ihr Erfolg dürfte entscheidend davon abhängen, ob sich die Öffentlichkeit wirklich über die Ungewissheit der veröffentlichten Leitzinsprojektionen im Klaren ist. Andernfalls können Abweichungen von den Projektionen einen Glaubwürdigkeitsverlust der Geldpolitik bedeuten. Außerdem dürfen sich die Ankündigungen der Zentralbank zur erwarteten Entwicklung der Leitzinsen nicht negativ auf die Qualität der Finanzmarktinformationen auswirken, die Zentralbanken häufig zur Gegenprüfung heranziehen. Dies könnte z.B. der Fall sein, wenn die Finanzmarktteilnehmer als Reaktion auf die Veröffentlichung von Projektionen ihre eigenen Analysen der Auswirkungen gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen auf den voraussichtlichen Zinspfad deutlich zurückfahren. Hinzu kommt das Risiko, dass die Finanzmärkte den veröffentlichten Pfad als feststehendes Ergebnis werten und – ausgehend von einer einzigen wahrscheinlichen Entwicklungsrichtung – einseitig handeln, wodurch es zu einer übermäßigen Übernahme von Risiken im Finanzsystem käme. Die Erfahrungen der genannten Zentralbanken werden wertvolle Erkenntnisse zur Beurteilung der Wirksamkeit dieses recht neuen geldpolitischen Ansatzes liefern.

Schweden beginnt, Leitzinsprojektionen zu veröffentlichen

Die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate in der geldpolitischen Praxis

Eine nähere Betrachtung des Verhaltens und der Kommunikationsstrategien der Zentralbanken verdeutlicht, dass es in der geldpolitischen Praxis verschiedene Meinungen zur angemessenen Bedeutung der Geldmengen- und Kreditaggregate (d.h. quantitativer Aggregate) gibt. Dabei kommen in unterschiedlichem Maße drei konzeptionelle Sichtweisen der volkswirtschaftlichen Bedeutung dieser Aggregate zum Tragen. Die erste Sichtweise zieht die Zuverlässigkeit solcher Aggregate als Mittel zur Projizierung der Konjunktur- und Inflationsentwicklung in Zweifel, vor allem auf kurze Sicht. Vertreter dieser Auffassung würden den Aggregaten daher keine bedeutende Aufgabe im geldpolitischen Handlungsrahmen zuweisen. Die zweite Sichtweise betont die

Unterschiedliche Meinungen zur Bedeutung von Geldmengen- und Kreditaggregaten



zentrale Rolle der Geldmenge als kausale Antriebskraft der Inflation. Sie hebt primär den besonderen Informationsgehalt der Geldmengenaggregate als Indikatoren für mittelfristige Inflationstrends hervor und würde diesen Messgrößen daher eine herausragende Bedeutung im geldpolitischen Handlungsrahmen zuweisen. Die dritte, relativ neue Sichtweise unterstreicht den möglichen Informationsgehalt ungewöhnlich rascher Anstiege der Geldmengen- und insbesondere der Kreditaggregate, hauptsächlich im Zusammenspiel mit kräftigen Preissteigerungen bei den Vermögenswerten und einem ungewöhnlichen Ausgabeverhalten. Solche Entwicklungen werden als potenzielle Anzeichen für den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte und somit als mögliche Vorboten von Boom-Bust-Zyklen gewertet, welche im Zeitverlauf erhebliche volkswirtschaftliche Kosten verursachen können. Wie die zweite Sichtweise würde auch diese Perspektive den quantitativen Aggregaten eine zentrale Rolle im geldpolitischen Handlungsrahmen zuweisen, allerdings in erster Linie als Indikatoren für mittelfristige Risiken in Form von Rezessionen, finanzieller Instabilität und unerwünschter Disinflation.

Dieser Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über die bisherigen Erfahrungen sowie einen historischen Abriss der wirtschaftswissenschaftlichen Überlegungen, die den drei Perspektiven zugrunde liegen. Danach wird untersucht, inwiefern diese Perspektiven im gegenwärtigen Handlungsrahmen der Zentralbanken Berücksichtigung finden, und ein Blick auf die bevorstehenden Herausforderungen geworfen. Das Thema besitzt im gegenwärtigen geldpolitischen Umfeld hohe Brisanz. Wie bereits erwähnt, weiten sich die Geldmengen- und Kreditaggregate derzeit sehr rasch aus, obwohl die Inflation bislang gemäßigt geblieben ist (Grafik IV.8). Daher stellt sich die Frage, ob die Geldpolitik dieses kräftige Wachstum als Grund zur Sorge betrachten sollte oder nicht.

Rollenwandel der Geldmengen- und Kreditaggregate vor den 1980er Jahren

Konzeptionell betrachtet geht die Betonung der herausragenden Bedeutung der Geldmenge für die Geldpolitik auf den Ursprung der Quantitätsgleichung im 19. Jahrhundert zurück. Dieser Zusammenhang besagt, dass die zu

Ist kräftiges
Geldmengen- und
Kreditwachstum
besorgniserregend?

Quantitätsgleichung

Transaktionszwecken verwendete Geldmenge, multipliziert mit ihrer jährlichen Umlaufgeschwindigkeit, dem Wert aller Transaktionen entsprechen muss. Dieser Ansatz entwickelte sich zu einer Hauptströmung der modernen Makroökonomie, wobei das nominale BIP an die Stelle des Wertes aller Transaktionen trat. Zumindest anfänglich gab es keine klare Trennung zwischen Geldmenge und Kreditvergabe. Vereinfacht ausgedrückt hing die Kreditvergabe tendenziell aber direkter mit dem Zugang zu Fremdmitteln zur Finanzierung von Transaktionen zusammen und wurde – über Bankkredite – als eine potenzielle Quelle für das „Angebot“ an Geld betrachtet.

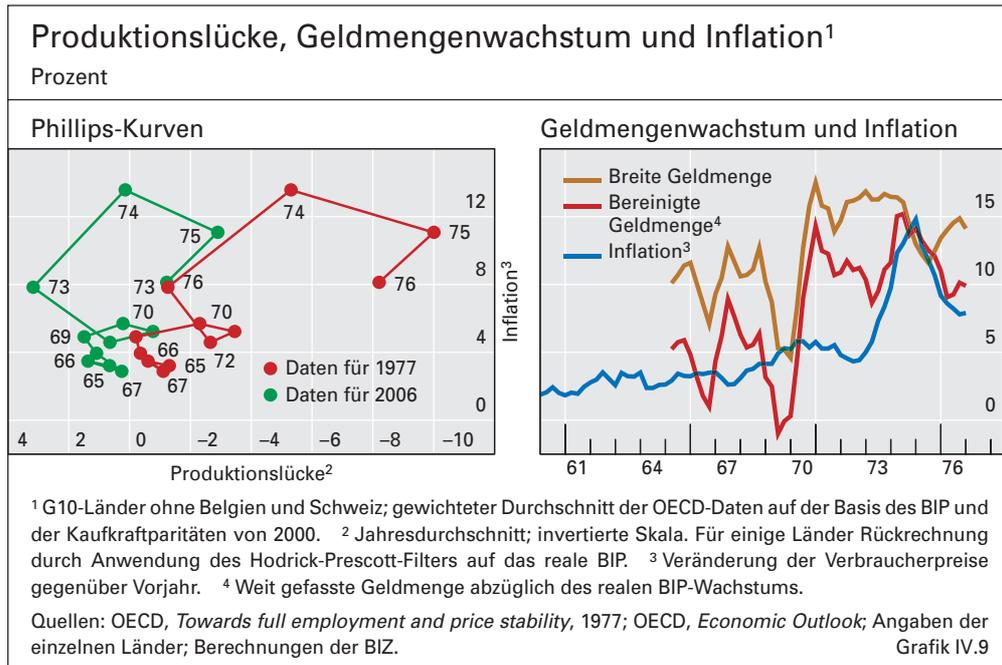
In den hochgradig regulierten Finanzsystemen der 1950er und frühen 1960er Jahre nahm das Kreditwachstum bei der Umsetzung der Geldpolitik in vielen Ländern eine zentrale Rolle ein. Angesichts der zahlreichen Zins- und Kreditkontrollen galt die Verfügbarkeit von Krediten als wichtiger Kanal zur Einflussnahme auf die Wirtschaftstätigkeit. Allerdings wurde weder der Geldmenge noch der Kreditvergabe große Beachtung als Indikatoren für die Inflationsentwicklung geschenkt. Viele Ökonomen und geldpolitische Entscheidungsträger waren aufgrund zunehmender empirischer Belege überzeugt, dass die Inflation überwiegend mit dem Niveau der Arbeitslosenquote zusammenhänge. Das Bestehen dieses Zusammenhangs (die Phillips-Kurve) wurde sogar vielfach als Beleg dafür gewertet, dass es möglich sei, Produktion und Beschäftigung dauerhaft zu steigern, indem man lediglich eine etwas höhere Inflation in Kauf nehme. Dabei wurde auch eine Beschleunigung des Geldmengen- und Kreditwachstums zugelassen, da dies anfänglich nicht als bedenklich angesehen wurde.

Der anschließende unwillkommene Inflationsanstieg und vor allem die tendenzielle Beschleunigung der Teuerung bei hochschnellenden Inflationserwartungen wurden als direkte Widerlegung der vorherrschenden Meinung betrachtet. Diese Erfahrung führte vor Augen, wie instabil die Phillips-Kurve sein konnte, wenn die Geldpolitik darauf abzielte, die Arbeitslosigkeit unter ihre natürliche Rate zu senken. Hinzu kam, dass die vorherrschende Sichtweise bereits von den Monetaristen wie auch von anderer Seite mehrfach aus theoretischer Perspektive angefochten worden war. Sie hatten davor gewarnt, dass eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums einfach die Inflation zusätzlich anheizen würde, ohne sich dabei nachhaltig auf die Kapazitätsunterauslastung auszuwirken (Grafik IV.9). Vor dem Hintergrund der nachfolgenden Inflationsentwicklung setzte sich diese Auffassung in Zentralbankkreisen zunehmend durch. So bemühten sich die Zentralbanken in den 1970er Jahren, die Inflations- und Konjunkturentwicklung durch die Verwendung monetärer Aggregate als intermediäre Zielvariablen besser in den Griff zu bekommen.

Es kam also zu einer Renaissance der Quantitätsgleichung. Die Annahme, dass das Verhältnis des nominalen BIP zur Geldmenge („Umlaufgeschwindigkeit“) zumindest auf mittlere Sicht stabil sei und dass sich die Geldmenge langfristig betrachtet nicht auf die gesamtwirtschaftliche Produktion auswirke, lieferte den Zentralbanken den wissenschaftlichen Grundstein, um die Inflation über ihren Einfluss auf die Geldmenge zu steuern.

Mitte der 1970er Jahre wurde dieser neue geldpolitische Ansatz in zahlreichen Industrieländern eingeführt, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß.

Zusammenbruch
der Phillips-Kurve



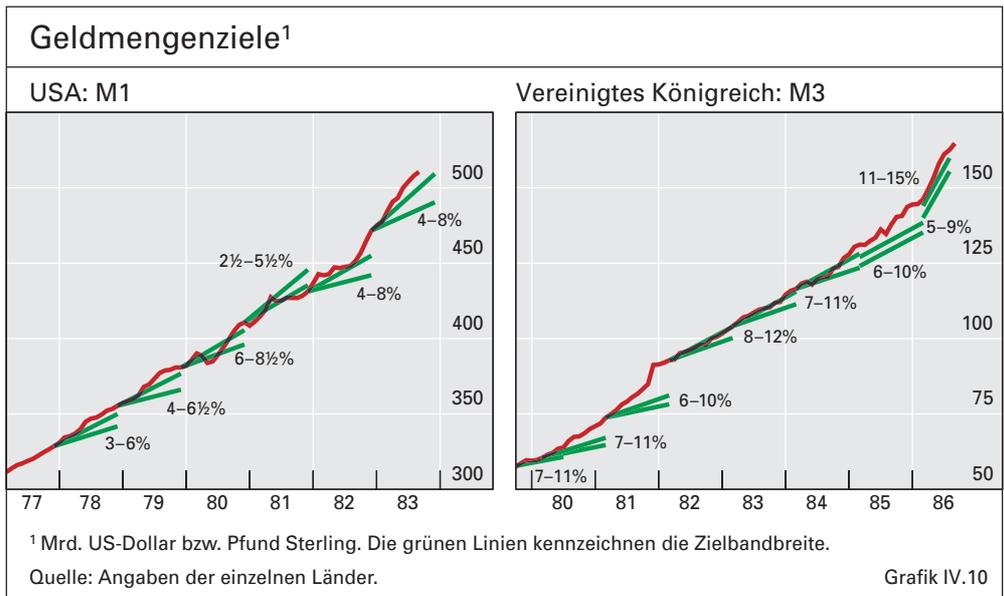
In den 1970er Jahren vielfach Einführung monetärer Zielvorgaben

Deutschland und Italien waren 1974 die Vorreiter. Im Jahr darauf folgten Kanada, die Schweiz und die USA; Australien, Frankreich und das Vereinigte Königreich zogen im Jahr 1976 nach. Allerdings unterschieden sich die eingeführten Ansätze deutlich voneinander. So wurde in Deutschland und im Vereinigten Königreich eine weit gefasste Messgröße der Geldmenge als Zwischenziel eingeführt, während die USA und Kanada das Geldmengenaggregat M1 als Messgröße heranzogen. Trotz unterschiedlicher Ansätze hatten die Zentralbanken aber ein gemeinsames Ziel: die Inflation zu besiegen. Die Erfahrungen Deutschlands, der Schweiz und Japans in den 1970er Jahren bestätigten erstmals, dass eine Ausrichtung auf die Geldmengenaggregate tatsächlich zur Eindämmung der Inflation beitragen kann. Ähnliche Erfahrungen machten in den frühen 1980er Jahren die USA, wo die Inflation in kurzer Zeit von zweistelligen Raten auf rund 4% gesenkt wurde.

Schwindende Bedeutung der Geldmengenaggregate seit den 1980er Jahren

Geldmengenziele in den 1980er Jahren allmählich aus der Mode gekommen

Angesichts dieses Hintergrunds mag es überraschen, dass monetäre Zielvorgaben in der Folge aus der Mode kamen. Hierzu trugen zwei Faktoren bei. Erstens wurde die Politik expliziter Geldmengenziele bis zu einem gewissen Grad schließlich zum Opfer ihres eigenen Erfolgs. Eine hohe und schwankende Inflation ist in der Regel das Ergebnis übermäßiger und volatiler monetärer Impulse. Wenn sich die Inflation auf einem niedrigeren Niveau befindet, kann sie jedoch kurzfristig in hohem Maße dem Einfluss zahlreicher realer Faktoren unterliegen, die sich weniger gut über die Geldmengenaggregate steuern lassen. Zweitens bewirkten die Deregulierung und die Innovationen an den Finanzmärkten im Verlauf der Zeit einen derartigen Wandel des finanziellen Umfelds, dass die Zuverlässigkeit der Geldmengenaggregate als Richtgröße abnahm. So entfernte sich z.B. die Umlaufgeschwindigkeit von M1 in den USA Anfang der 1980er Jahre deutlich von ihrem Trend und wurde unberechenbarer. Die



Steuerung der Geldmenge wurde durch die Aufhebung der Zinsobergrenzen für Transaktionskonten und die Einführung einer breiten Palette an Einlagekonten erschwert. In anderen Ländern wirkten sich die rasanten Innovationen im Finanzbereich ähnlich aus. Selbst treue Anhänger monetärer Zielvorgaben wie Deutschland und die Schweiz blieben von diesem Wandel nicht unberührt, denn die Beobachtung der betreffenden Aggregate dieser Länder wurde durch die freieren grenzüberschreitenden Kapitalströme erheblich erschwert.

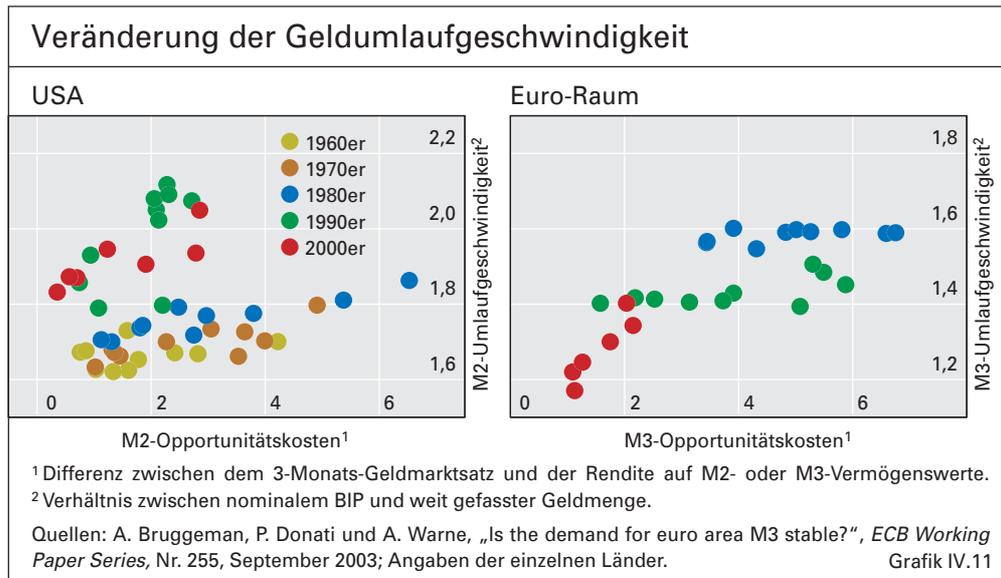
Da die Zielvorgaben für die Geldmengenaggregate verfehlt wurden, in vielen Fällen sogar regelmäßig, fiel es den Zentralbanken zunehmend schwer, ihr Vorgehen zu erklären (Grafik IV.10). Natürlich wurde versucht, die durch das sich wandelnde Umfeld entstehenden Probleme zu beheben, etwa durch Anpassung der Zielbandbreiten oder Neudefinition der betreffenden Geldmengenaggregate. Dennoch stieg sowohl bei den Skeptikern als auch bei den Befürwortern quantitativer Richtwerte die Besorgnis über die Diskrepanz zwischen Theorie und Praxis der monetären Zielfestlegung, und es kamen Zweifel auf, ob dieser geldpolitische Ansatz als glaubwürdiger nominaler Anker auf mittlere Sicht geeignet war.

Angesichts dieser Schwierigkeiten hatten die meisten fortgeschrittenen Industrieländer ihre kurzfristigen monetären Ziele Anfang der 1990er Jahre wieder aufgegeben. Stattdessen wurde den Geldmengenaggregaten eine weniger bedeutende Rolle als Informationsvariablen für die künftige Inflationsentwicklung, insbesondere auf mittlere Sicht, zugewiesen. Eine Reihe von Zentralbanken führte offizielle und teils inoffizielle Beobachtungsbandbreiten für die Aggregate ein. (Eine Chronik der Änderungen im geldpolitischen Handlungsrahmen der fortgeschrittenen Industrieländer findet sich im *67. Jahresbericht*.) In einigen Ländern wurden Bandbreiten für die eng und die weit gefasste Geldmenge sowie für die Kreditaggregate festgelegt. Aber auch diese waren nicht ganz unproblematisch, vor allem da die Stabilität der Umlaufgeschwindigkeit über längere Strecken nach wie vor von Finanzmarktentwicklungen beeinträchtigt wurde (Grafik IV.11).

Chronische Verfehlungen der Zielvorgaben erschweren Kommunikation

Verschiedene Rettungsversuche

Quantitative Aggregate in den meisten Ländern zu Beobachtungsinstrumenten deklariert



Der Vollständigkeit halber sollte jedoch erwähnt werden, dass sich nicht alle Länder diesem geldpolitischen Wandel anschlossen. Deutschland behielt die Zielvorgabe für das jährliche Geldmengenwachstum bei (wenngleich von der Zentralbankgeldmenge als Geldmengenziel auf M3 umgeschwenkt wurde). Die Schweiz führte in den 1990er Jahren eine neuartige mittelfristige Strategie ein, die auf dem durchschnittlichen Geldmengenwachstum über einen Horizont von drei bis fünf Jahren basierte.

Inflationsziele auf dem Vormarsch

In vielen Ländern
Abkehr von
quantitativen
Aggregaten

Die formale Verwendung von Geldmengen- und Kreditaggregaten in der Geldpolitik erreichte vermutlich Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre ihren Tiefpunkt, als in einer Reihe kleinerer fortgeschrittener Industrieländer Inflationsziele eingeführt wurden. Die neuen Handlungsrahmen waren im Wesentlichen darauf ausgerichtet, durch Anpassungen eines kurzfristigen Zinssatzes (als geldpolitisches Instrument) die prognostizierte Inflation in ein bis zwei Jahren zu steuern. Bei der Erstellung dieser Prognosen wurde der Kapazitätsauslastung als Messgröße ein höherer Stellenwert zuteil. Dies stand natürlich der Verwendung von quantitativen Aggregaten als wichtige Informationsvariablen bei der Prognoseerstellung an sich nicht entgegen. In der Geldpolitik vieler dieser Länder spielten die Aggregate in der Praxis jedoch keine entsprechende Rolle. Schließlich hatten zahlreiche Zentralbanken sich gerade deshalb für Inflationsziele entschieden, weil sie mit monetären Zielvorgaben Misserfolge geerntet hatten.

Im nachfolgenden Jahrzehnt ging die Bedeutung der quantitativen Aggregate weiter zurück. Was die geldpolitische Praxis betrifft, hing dies mit der raschen Verbreitung von Inflationszielen in immer mehr Ländern, nicht zuletzt in den aufstrebenden Volkswirtschaften, zusammen. In der Forschung spiegelte die Deklassierung bzw. der vollständige Bedeutungsverlust der Geldmengen- und Kreditaggregate die Entwicklung neuer makroökonomischer Paradigmen und deren Einführung als Richtwerte wider. Die neuen Konzepte

ließen Geldmenge und Kreditvergabe praktisch außer Acht und konzentrierten sich stattdessen ausschließlich auf Zinssätze und Messgrößen der Kapazitätsauslastung.

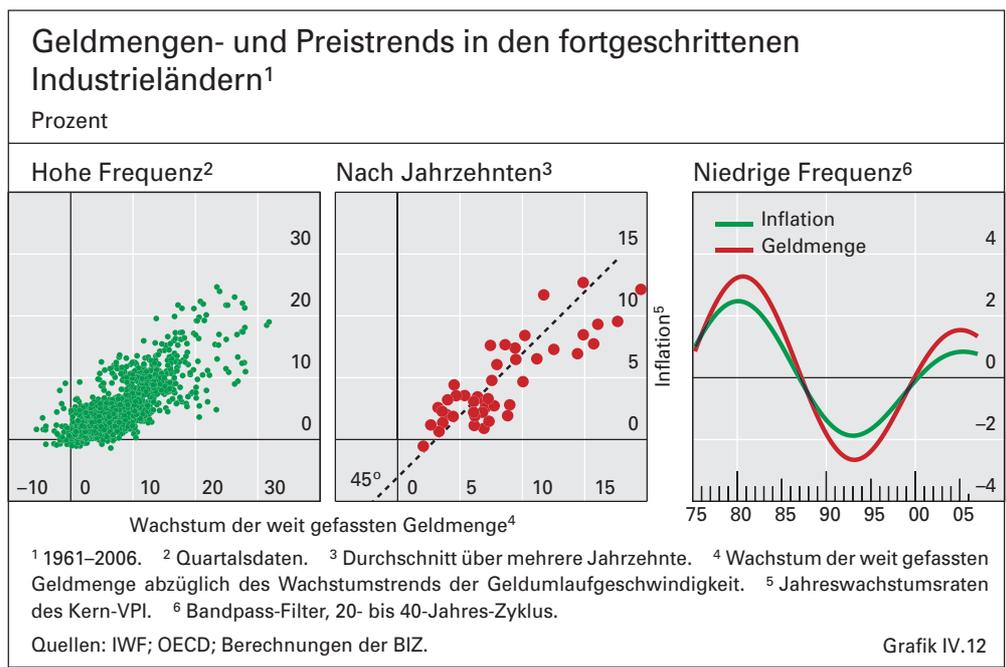
Gewinnen die quantitativen Aggregate wieder an Bedeutung?

Die Errichtung der EZB brachte frischen Wind in die Diskussion über die Rolle von Geldmengen- und Kreditaggregaten. Die EZB entschied sich von Beginn an für eine sorgfältige Beobachtung der Geldmengenentwicklung entsprechend der monetaristischen Tradition der Deutschen Bundesbank und führte die monetäre Analyse als wichtige Säule ihrer Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und ihrer geldpolitischen Praxis ein. Die formelle Einführung, anschließende Bestätigung und durchgängige Verwendung des 2-Säulen-Ansatzes ist von großer Bedeutung. Die EZB hat sich konsequent der monetären Analyse bedient, um die Anzeichen von Inflationsdruck, die sich aus der konventionelleren, kurzfristiger ausgerichteten wirtschaftlichen Analyse ergeben, einer Gegenprüfung anhand der Ergebnisse der mittelfristig orientierten monetären Analyse zu unterziehen. Außerdem hat die EZB ausführlich Forschung betrieben und zahlreiche empirische wie auch theoretische Belege für ihren Ansatz sammeln können.

EZB als Erbe der monetaristischen Tradition

Bis vor Kurzem konzentrierten sich die empirischen Belege, die zur Bekräftigung dieser Perspektive herangezogen wurden, vor allem auf den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation, wie er in der Quantitätsgleichung zum Ausdruck kommt. So wird z.B. argumentiert, dass der langfristige Zusammenhang zwischen den beiden Größen den unterschiedlichsten Veränderungen des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds standhält (Grafik IV.12). Außerdem wird beim Vergleich der Aussagekraft von Messgrößen der Produktionslücke und der Geldmenge zuweilen eine komplementäre Rolle der Geldmengenaggregate ersichtlich (Tabelle IV.1), die auf ihren

Einige empirische Belege für EZB-Ansatz



Geldmengenwachstum als Vorlaufindikator für die Kerninflation ¹				
	Konstante	Um ein Jahr verzögert		
		Kerninflationsrate ²	Produktionslücke	Geldmengenwachstum ³
Australien	0,4	0,7**	0,4	0,1
Euro-Raum	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**
Japan	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Kanada	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
Neuseeland	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Norwegen	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Schweden	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Schweiz	0,1	0,6**	0,6**	0,1**
USA	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Vereinigtes Königreich	-0,0	0,8**	0,5**	0,2

¹ Das Ergebnis basiert auf einer Regression der Kerninflationsrate auf die angegebenen Variablen. Zeitraum: 1971–2006, Jahreswerte; * und ** zeigen statistische Signifikanz auf einem 10%- bzw. 5%-Niveau an. ² Anstieg des VPI ohne Nahrungsmittel und Energie. ³ Euro-Raum, Kanada, Schweden, Schweiz, USA: M2; Japan: M2 und CD; Australien, Neuseeland, Norwegen, Vereinigtes Königreich: weit gefasste Geldmenge wie von der OECD definiert.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle IV.1

potenziellen Nutzen als zusätzliche Informationsvariablen hinweist. Ferner hat die empirische Analyse bestätigt, dass der Informationsgehalt der monetären Aggregate für die Inflationsentwicklung bei längerfristiger Betrachtung offenbar steigt, während Messgrößen der Kapazitätsauslastung über einen längeren Horizont an Aussagekraft verlieren. Dies unterstreicht den Nutzen der Gegenprüfung bei mittelfristigem Analysehorizont.

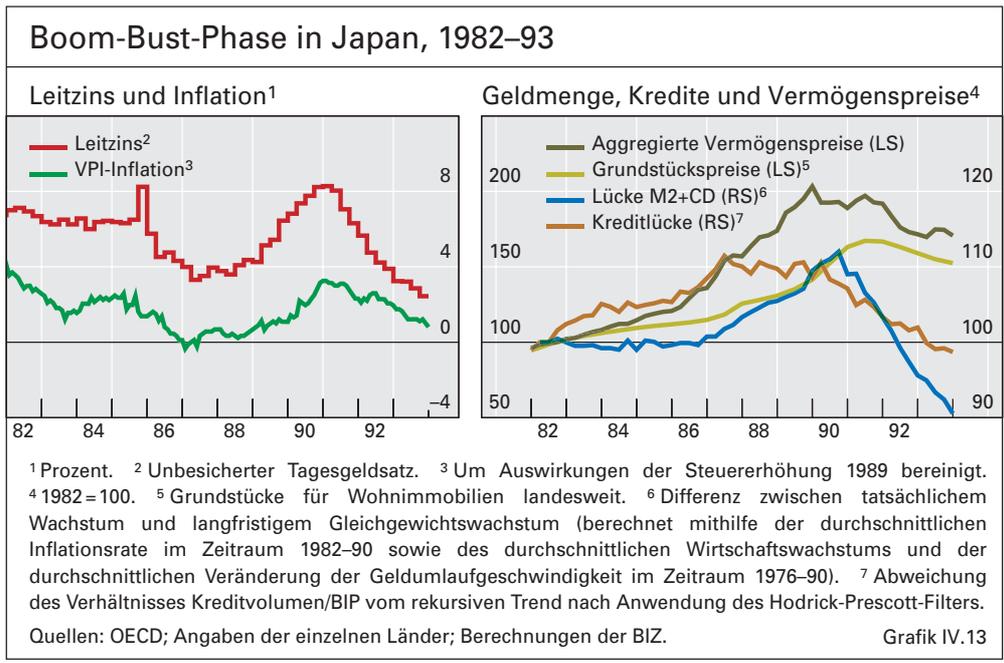
Rückkehr der Kreditaggregate

Gleichzeitig kam Anfang der 2000er Jahre ein weiterer Ansatz auf, der ebenfalls die Rolle quantitativer Aggregate betonte, insbesondere des Kreditvolumens. Diese Sichtweise war weitläufig mit Konjunkturtheorien verwandt, die aus der Zeit zu Beginn des 20. Jahrhunderts stammten und die Bedeutung sich selbst verstärkender Prozesse hervorhoben, die gelegentlich zu Boom-Bust-Entwicklungen führen. Sie bediente sich außerdem der wissenschaftlichen Lehrmeinung, dass finanzielle Instabilität mit der Entwicklung der Kreditvergabe sowie mit spekulativem Verhalten zusammenhängt. Hinzu kamen Elemente jüngerer wirtschaftstheoretischer Erkenntnisse, die veranschaulichten, wie konjunkturelle Schwankungen durch Unvollkommenheiten an den Kreditmärkten verstärkt werden können.

Hintergrund dieses aufkommenden Ansatzes waren einige nicht weit zurückliegende Wirtschafts- und Finanzbooms, die in recht gravierenden Einbrüchen mit kostspieligen Folgen endeten. Ein drastisches Beispiel ist der Abschwung der japanischen Wirtschaft, der Anfang der 1990er Jahre einsetzte. Hier war die vorangegangene Wachstumsphase durch eine kräftige Ausweitung der Kreditvergabe, steigende Preise von Vermögenswerten und einen außergewöhnlich starken Kapitalaufbau im Inland gekennzeichnet gewesen.

Boom-Bust-Erfahrungen untermauern potenzielle Rolle der Geldmenge und vor allem der Kreditvergabe

Paradebeispiel Japan



Vor allem aber hatte die sichtbare Inflation in der Aufschwungphase – vermutlich aufgrund der positiven angebotsseitigen Entwicklung – keinerlei Problem dargestellt (Grafik IV.13).

Zudem wiesen immer mehr Forschungsergebnisse darauf hin, dass solche „Kreditbooms mit schlechtem Ausgang“ bereits in anderen fortgeschrittenen Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften wie auch in anderen Zeitperioden aufgetreten waren. Zwar war die Inflationsentwicklung in diesen Fällen nicht immer einheitlich gewesen, doch schien die Inflation allgemein keine besondere Besorgnis erregt zu haben. Beispiele sind u.a. die Banken Krisen in den nordischen Ländern Ende der 1980er bis Anfang der 1990er Jahre, die Krise in Südostasien 1997/98 und in gewissem Sinne auch einzelne Aspekte der Konjunkturzyklen des Vereinigten Königreichs und der USA, die Anfang der 1990er Jahre in eine Rezession geraten waren. Andere Forscher blickten weiter in die Vergangenheit zurück und stellten fest, dass es im Vorfeld der Weltwirtschaftskrise eine ähnliche nicht inflationäre Entwicklung gegeben hatte. Dies legt nahe, dass die wirtschaftlichen Mechanismen und menschlichen Verhaltensweisen, die solche Zyklen begünstigten, ungeachtet des grundlegenden strukturellen Wandels, des veränderten Offenheitsgrads und neuer regulatorischer Rahmenbedingungen in den verschiedenen Volkswirtschaften weiterbestehen.

Dieser Ansatz wurde durch formalere statistische Arbeiten gestützt; demnach können Echtzeitmessgrößen für die Koexistenz eines ungewöhnlich starken Kreditwachstums und überaus rasanter Preissteigerungen bei Vermögenswerten Informationen über finanzielle Schief lagen, Wachstumsschwächen und Disinflation beisteuern, und zwar über den üblicherweise im geldpolitischen Handlungsrahmen zugrundegelegten 1- bis 2-Jahres-Horizont hinaus. Allgemeiner betrachtet zeigten neuere ökonometrische Untersuchungen, dass Geldmengen- wie auch Kreditaggregate bei dieser Art von

Auch anderswo Kreditbooms mit schlechtem Ausgang

Boom-Bust-Entwicklungen eine wesentliche Rolle spielen und dass den Preisen für Wohneigentum großes Gewicht zukommt.

Geldpolitische
Implikationen

Die bedeutendste geldpolitische Implikation dieses Ansatzes ist, dass es eventuell sinnvoll wäre, im Handlungsrahmen der Zentralbanken die Möglichkeit vorzusehen, gegen einen wahrgenommenen Aufbau finanzieller Ungleichgewichte vorzugehen, selbst wenn die kurzfristigen Inflationsaussichten günstig sind. Dies würde eine Art Versicherung darstellen, die die Risiken und Kosten eines späteren und möglicherweise abrupten Abbaus der Ungleichgewichte mindert. Der Abbau könnte entweder dadurch ausgelöst werden, dass die Ungleichgewichte ein zu großes Ausmaß erreicht haben, oder weil die Geldpolitik als Reaktion auf verzögert auftretenden Inflationsdruck gestrafft wird. Dabei können in einem Umfeld niedriger Inflation die disinflationären Tendenzen nach einem Bust neben den Komplikationen, die sich aus der realen Schuldenlast und der Nullgrenze der nominalen Leitzinsen ergeben, auch die Gefahr einer Deflation bergen. In der Praxis würde eine solche präventive geldpolitische Straffung die Ausweitung des geldpolitischen Horizonts über die üblichen ein bis zwei Jahre hinaus erfordern, um eine stärker strukturierte Beurteilung extremer Ereignisse für die Inflationsaussichten zu ermöglichen.

Berücksichtigung der Geldmengen- und Kreditentwicklung bei geldpolitischen Beschlüssen

Im Hinblick auf die Rolle quantitativer Aggregate basieren die aktuellen geldpolitischen Handlungsrahmen der Zentralbanken auf unterschiedlichen Ansätzen.

Einige Zentralbanken weisen Geldmenge nach wie vor keine bedeutende Rolle zu ...

Viele Zentralbanken finden es schwierig, aus den Geldmengenaggregaten hinreichend zuverlässige Informationen zur Inflationsentwicklung zu gewinnen, und weisen ihnen daher ungern eine wichtige Rolle bei der Inflationssteuerung zu. Zu nennen wären hier die Federal Reserve sowie die meisten Zentralbanken mit Inflationsziel. Einige dieser Institutionen stellen sich jedoch inzwischen die Frage, ob eine Vernachlässigung der Geldmengenaggregate vor allem in Anbetracht des jüngsten kräftigen Wachstums der quantitativen Aggregate tatsächlich zu rechtfertigen ist. Dies ist u.a. bei der Bank of England und insbesondere bei der Schweizerischen Nationalbank der Fall. Die EZB hingegen betont seit jeher konsequent die Rolle der monetären Aggregate bei der Gegenprüfung der aus den kurzfristigen Bestimmungsfaktoren der Inflation gewonnenen Informationen.

... im Gegensatz zu anderen

Kredite als Faktor bei der Entstehung finanzieller Ungleichgewichte weniger umstritten

Seit ein paar Jahren stehen die Zentralbanken dem Ansatz, der die potenzielle Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate bei der Signalisierung finanzieller Ungleichgewichte unterstreicht, etwas offener gegenüber. So hat die EZB die Interpretation der monetären Säule ihrer Analyse dahingehend erweitert, dass in ihr auch die Bedeutung der Kreditvergabe und der Vermögenspreise zum Ausdruck kommt. Auch die zweite (mittelfristige) Perspektive des neuen geldpolitischen Handlungsrahmens der Bank of Japan geht auf diese Faktoren ein. Zudem sehen mehrere Zentralbanken mit Inflationsziel (z.B. jene des Vereinigten Königreichs, Schwedens und Norwegens) angesichts des potenziellen Aufbaus finanzieller Ungleichgewichte nun die Möglichkeit vor, den üblichen geldpolitischen Betrachtungszeitraum, wie von

diesem Ansatz nahe gelegt, zu verlängern. Andere Zentralbanken mit Inflationsziel, z.B. die Reserve Bank of Australia, betonten schon immer die Bedeutung eines mittelfristigen Horizonts.

In den nächsten Jahren dürfte sich die Diskussion darüber, welche Rolle die Geldmengen- und Kreditaggregate im geldpolitischen Handlungsrahmen der Zentralbanken einnehmen sollten, intensivieren. Das gegenwärtige kräftige Wachstum dieser Aggregate in vielen Teilen der Welt könnte einige Zentralbanken dazu veranlassen, die angemessene geldpolitische Reaktion neu zu hinterfragen. Wie bereits erwähnt, steht viel auf dem Spiel. Eine übermäßige Betonung der Aggregate birgt das Risiko, dass die Zentralbanken überreagieren, und könnte zu einer Verunsicherung der Öffentlichkeit über die Strategien und Prioritäten der Geldpolitik führen, vor allem in den Ländern, in denen der kurzfristige Inflationsdruck gedämpft bleibt. Eine Nichtbeachtung der Aggregate hingegen birgt das Risiko, dass zu schwach oder zu spät reagiert wird. In jedem Fall wird die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken letztlich davon abhängen, ob sie das richtige Maß finden.

Risiken in beide
Richtungen

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Über weite Teile des Jahres 2006 und in den ersten vier Monaten 2007 ging der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollars schrittweise zurück, während der Euro aufwertete. Der Yen verlor stärker an Wert als der US-Dollar. Viele andere europäische Währungen, u.a. die tschechische Krone, die schwedische Krone und das Pfund Sterling, werteten im Jahresverlauf 2006 ebenfalls auf – auf handelsgewichteter Basis wie auch gegenüber dem Euro –, haben inzwischen allerdings wieder etwas an Boden verloren. Die wichtigste Ausnahme bildete der Schweizer Franken, der während des gesamten Berichtszeitraums auf breiter Front abwertete. Einige Währungen im asiatischen Raum legten auf effektiver Basis zu, allen voran der thailändische Baht. Die Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar beschleunigte sich in der zweiten Jahreshälfte 2006, fiel handelsgewichtet jedoch deutlich moderater aus.

Insgesamt waren die Devisenmärkte von hohen Umsätzen und historisch niedrigen Volatilitäten geprägt, wenngleich zwei Phasen höherer Volatilität zu beobachten waren. Die erste Phase im Mai und Juni 2006 betraf in der Regel besonders die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, etwa den brasilianischen Real, sowie Währungen von Ländern, die sowohl hohe Zinsen als auch beträchtliche Leistungsbilanzdefizite verzeichneten, z.B. den australischen und den Neuseeland-Dollar. Die zweite Phase begann Ende Februar 2007, als sich bei einer Vielzahl von Währungen die Volatilität verstärkte; seit Mitte März hat diese wieder abgenommen.

Drei wichtige Faktoren bestimmten die Wechselkursentwicklung während des Berichtszeitraums. Erstens standen die Bewegungen einiger Währungspaare weiterhin unter dem Einfluss von Zinsdifferenzen, in denen sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten und deren Implikationen für die Geldpolitik widerspiegelten. Vor dem Hintergrund einer niedrigen Wechselkursvolatilität kam der Einfluss der Zinsdifferenzen vor allem über die weiter zunehmenden Carry-Trades zum Tragen. Zweitens – und entsprechend einem Trend, der in den späten 1990er Jahren eingesetzt hatte – nahm der Aufbau von Währungsreserven im Jahr 2006 erheblich zu und begrenzte die Effekte des Aufwertungsdrucks auf Währungen im asiatischen Raum, aber auch in einer Reihe von ölexportierenden Ländern. In mehreren Fällen, wie in China, Korea, Malaysia und Thailand, wurden auch Kapitalverkehrskontrollen modifiziert, um diesen Aufwertungsdruck zu verringern. Drittens war das Umfeld, in dem die Wechselkurse bestimmt wurden, nach wie vor von globalen Ungleichgewichten geprägt. Hohe Haushalts- oder Leistungsbilanzdefizite könnten sich darauf ausgewirkt haben, inwieweit manche Währungen von Phasen erhöhter Volatilität

an den verschiedenen Finanzmärkten in Mitleidenschaft gezogen wurden. Das US-Leistungsbilanzdefizit indessen schien in den Augen der Marktteilnehmer die Entwicklungen des US-Dollars in geringerem Maße zu erklären als in früheren Jahren.

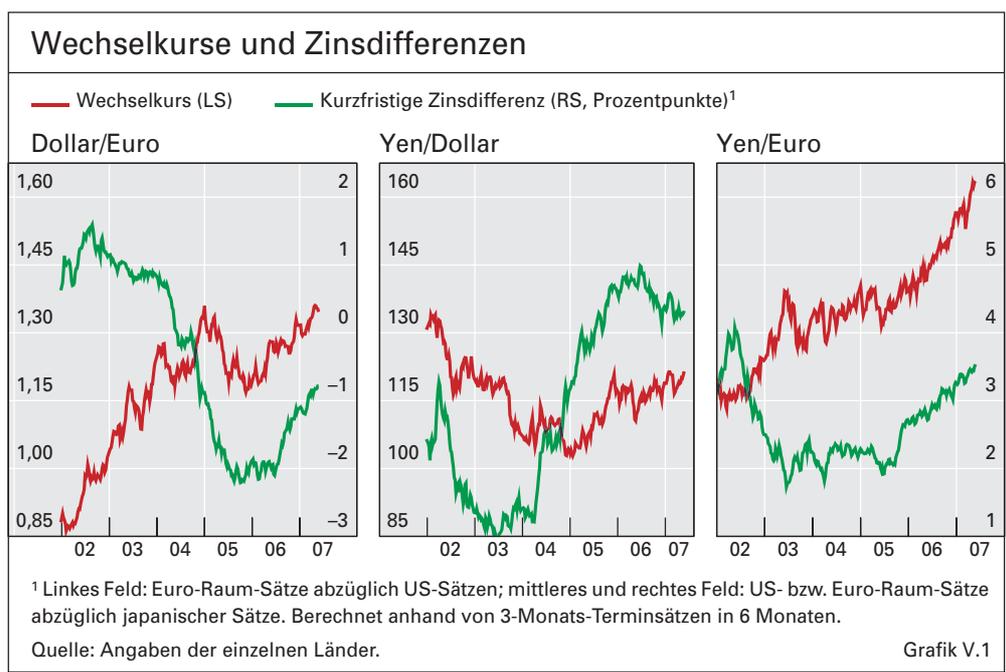
Der letzte Teil dieses Kapitels beleuchtet einige Trends, die bei der Verwaltung von Währungsreserven auszumachen sind und erhebliche Implikationen für die Finanzmärkte, u.a. die Devisenmärkte, haben können. Es werden einige Faktoren erörtert, die diesen Trends zugrunde liegen, beispielsweise die hohe Akkumulierung von Währungsreserven in manchen Ländern, Fortschritte in der Finanztechnologie und der Entwicklung der Finanzmärkte sowie Veränderungen des externen Kontrollumfelds, in dem Zentralbanken tätig sind. Abschließend werden einige der Herausforderungen betrachtet, die diese Veränderungen mit sich bringen.

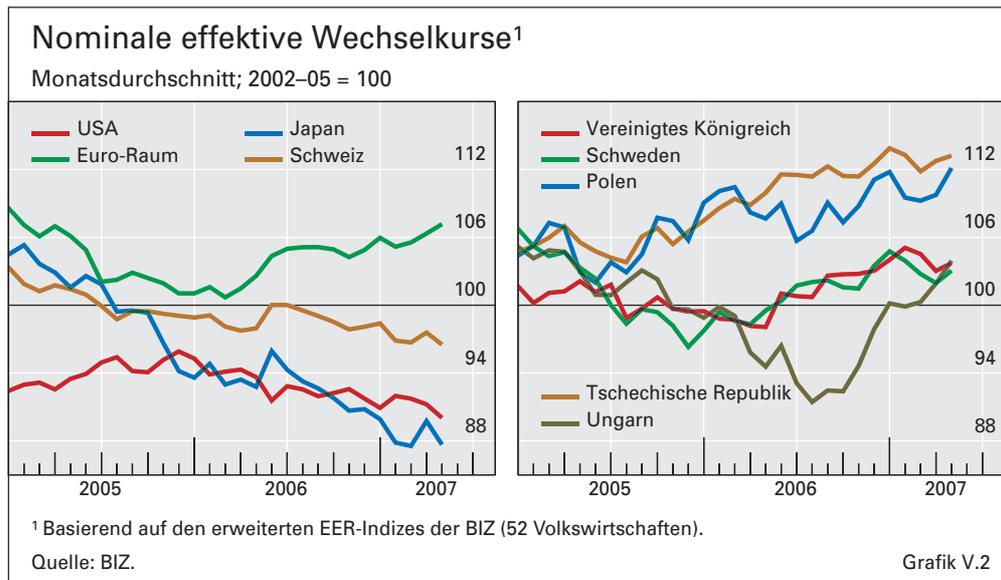
Entwicklungen an den Devisenmärkten

Im Verlauf des Jahres 2006 und in den ersten vier Monaten 2007 folgten die meisten Währungen recht klaren Trends. Bei einigen Währungen gab es jedoch Anfang 2007 Anzeichen für einen deutlichen Bruch des vorherrschenden Trends.

Der US-Dollar wertete 2006 und in den ersten vier Monaten 2007 auf breiter Front ab; auf nominaler effektiver Basis fiel er um nahezu 6%. Gegenüber dem Euro verlor er rund 15% und gab damit die Gewinne des Jahres 2005 zum größten Teil wieder ab (Grafik V.1). Auch im Verhältnis zu mehreren anderen europäischen Währungen (vor allem dem Pfund Sterling) sowie dem australischen Dollar und den Währungen mehrerer aufstrebender Volkswirtschaften in Asien büßte der US-Dollar im Laufe des

Abwertung des US-Dollars auf breiter Front

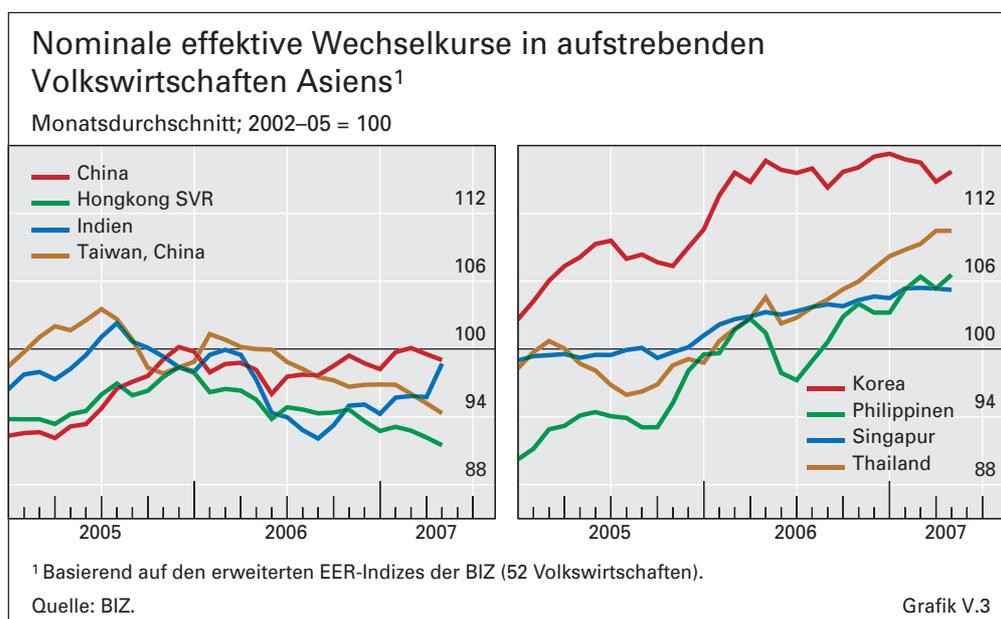




Jahres 2006 an Wert ein. Gegenüber dem Yen legte er jedoch nach einer Talfahrt im Mai 2006 bis zum Jahresende wieder zu. Insgesamt scheint es um den Jahresbeginn 2007 zu einem Bruch in der Entwicklung der US-Dollar-Wechselkurse gekommen zu sein: In einigen Fällen trat offenbar eine Trendwende ein, in anderen dagegen eine gewisse Stabilisierung des US-Dollars.

Aufwertung
der meisten
europäischen
Währungen

Bei den europäischen Währungen war im Jahresverlauf 2006 auf nominaler effektiver Basis generell ein Wertzuwachs zu beobachten. Der Euro wertete um nahezu 5% auf, und die tschechische Krone, die schwedische Krone sowie das Pfund Sterling verzeichneten ebenfalls starke Gewinne (Grafik V.2). Im zweiten Halbjahr 2006 werteten überdies der ungarische Forint und der polnische Złoty auf. Anfang 2007 kehrten sich jedoch einige dieser Trends um.



Eine bemerkenswerte Ausnahme war der Schweizer Franken: Im ersten Halbjahr 2006 blieb er auf nominaler effektiver Basis relativ stabil, wertete aber im restlichen Berichtszeitraum ab.

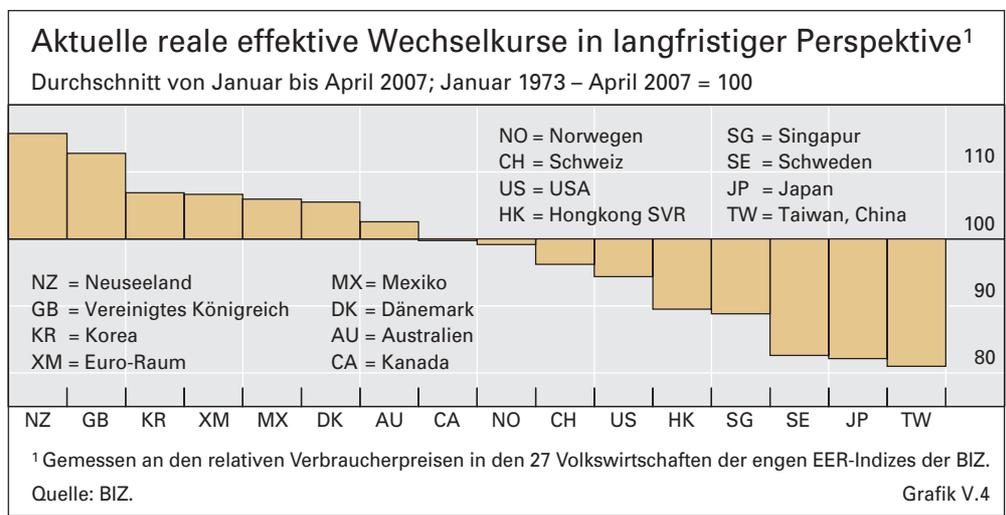
Die Währungen im asiatischen Raum entwickelten sich uneinheitlich und tendenziell weniger synchron mit dem US-Dollar und auf effektiver Basis als in früheren Jahren. 2006 und Anfang 2007 verloren der Yen wie auch der Hongkong-Dollar und der Neue Taiwan-Dollar auf nominaler effektiver Basis an Wert; der Yen erholte sich allerdings im Mai 2006 und im März 2007 etwas. Dagegen werteten der philippinische Peso und der thailändische Baht erheblich auf (Grafik V.3). Der koreanische Won stieg 2006 zwar nicht im gleichen Maß wie einige andere asiatische Währungen, blieb aber auf hohem Niveau, nachdem er in den vorangegangenen 18 Monaten auf nominaler effektiver Basis 15% zugelegt hatte. In den ersten vier Monaten 2007 büßte der Won jedoch gut 1% ein. Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006 beschleunigte sich die Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar von Ende Juni 2006 bis Ende Februar 2007 auf rund das Doppelte, d.h. eine Jahresrate von nahezu 5%, während sie auf effektiver Basis etwas verhaltener ausfiel. Im März und April 2007 war der Renminbi gegenüber dem US-Dollar insgesamt unverändert, handelsgewichtet gab er jedoch über 1% ab.

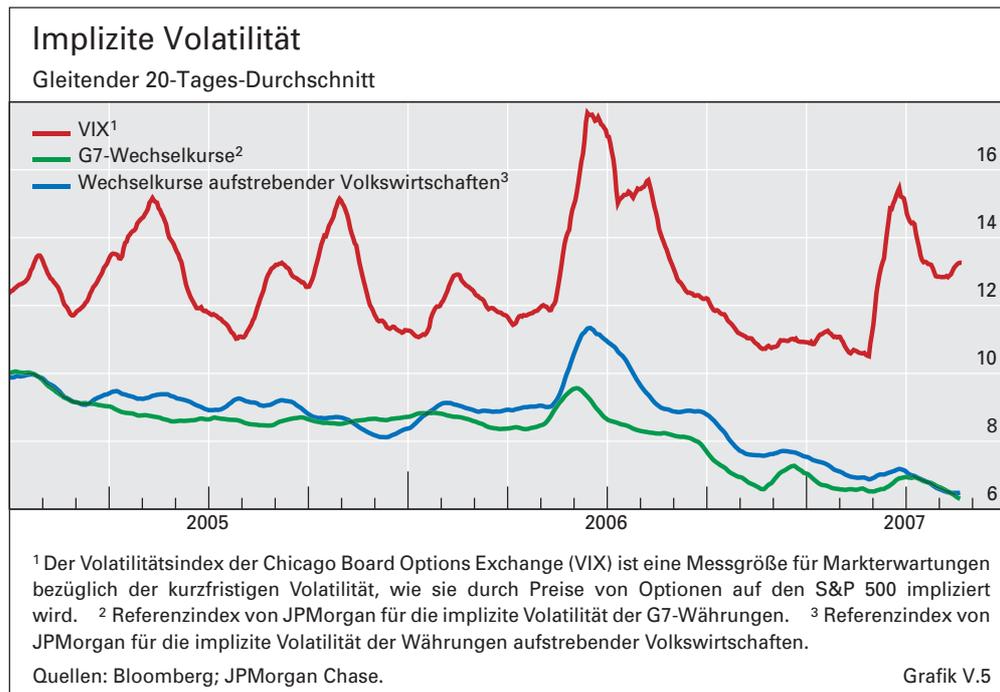
Uneinheitliche Trends bei asiatischen Währungen

Wechselkursniveaus aus längerfristiger Perspektive

Eine Methode, das herrschende Wechselkursniveau in einen längerfristigen Kontext einzuordnen, ist der Vergleich der realen effektiven Wechselkurse mit ihren langfristigen Durchschnittswerten. Innerhalb des Berichtszeitraums blieben die meisten Währungen gegenüber diesem Referenzwert weitgehend stabil. Im Durchschnitt der ersten vier Monate 2007 hielten sich die realen effektiven Wechselkurse des US-Dollars und des Euro innerhalb einer Bandbreite von 7% um ihre langfristigen Durchschnittswerte (Grafik V.4). Mehrere asiatische Währungen, insbesondere der Neue Taiwan-Dollar und der Yen, lagen um mehr als 10% darunter. Das Gleiche galt für die schwedische Krone. Am anderen Ende des Spektrums standen der Neuseeland-Dollar und das Pfund Sterling, die sich deutlich über ihren Durchschnittswerten bewegten.

Einige Währungen deutlich entfernt von ihren langfristigen Durchschnittswerten





Bedingungen an den Devisenmärkten

Hoher Umsatz und
niedrige Volatilität

Die Devisenmärkte waren insgesamt durch hohe Umsätze und historisch niedrige Volatilität gekennzeichnet, entsprechend einem allgemeinen Abwärtstrend der Volatilität an allen Finanzmärkten (Grafik V.5; s. auch Kapitel VI). Es gab zwei Phasen höherer Volatilität an den Devisenmärkten, die mit einem generellen Anstieg an den Finanzmärkten zusammenfielen. Die Zunahme der Volatilität während dieser Phasen war jedoch moderat und nicht weit verbreitet.

Zwei Phasen
erhöhter Volatilität

Bei der ersten Phase im Mai/Juni 2006 stiegen sowohl die implizite als auch die effektive Volatilität an den Yen/Dollar- und Yen/Euro-Märkten kurzzeitig an. Die Volatilität schnellte besonders bei einigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, etwa dem brasilianischen Real und dem südafrikanischen Rand, empor und erhöhte sich, obschon in geringerem Ausmaß, auch bei Währungen von Ländern mit hohen Zinsen und beträchtlichen Leistungsbilanzdefiziten, wie dem australischen und dem Neuseeland-Dollar. Dabei wurden die vorherrschenden Aufwertungsrends vorübergehend unterbrochen. Die zweite Phase trat Ende Februar und Anfang März 2007 auf. Die Volatilität einiger Währungspaare stieg, als sich die Schwankungen an den Finanzmärkten ganz allgemein erneut deutlich verstärkten; zudem nahm der Umsatz an den Devisenmärkten zu.

Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Die Wechselkursentwicklungen wurden im vergangenen Jahr vor allem von drei Faktoren bestimmt: erstens den gesamtwirtschaftlichen Aussichten mit ihren Implikationen für Geldpolitik und Zinsdifferenzen, zweitens der Wechselkurspolitik und den damit verbundenen Interventionen, besonders in

den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, sowie drittens den globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Daneben beeinflussten Preisschwankungen bei den Rohstoffen die Dynamik einzelner Währungen.

Zinsdifferenzen und Bedeutung von Carry-Trades

Wie in früheren Jahren hatten Veränderungen der tatsächlichen und der erwarteten Zinsdifferenzen – als Ausdruck der Einschätzungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wirtschaftslage und ihren Implikationen für die Geldpolitik – offenbar einen erheblichen Einfluss auf die Wechselkursbewegungen. Ein bedeutendes Beispiel hierfür ist die Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses. Die aus Zinsterminkontrakten abgeleiteten impliziten Terminzinssätze lassen auf die Erwartung der Märkte schließen, die EZB würde die Zinsen im gesamten Berichtszeitraum weiter normalisieren, während die Federal Reserve in der Nähe des Höhepunkts ihres Straffungszyklus stünde (Grafik V.1). Damit in Einklang wertete der Euro gegenüber dem Dollar im Jahresverlauf 2006 und Anfang 2007 tendenziell auf.

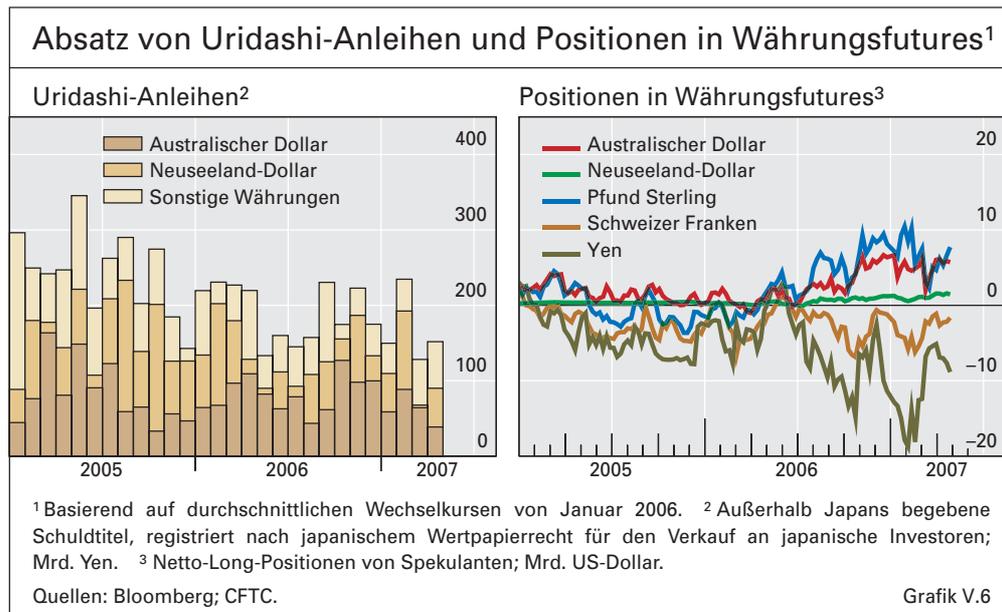
Zinsdifferenzen als wichtiger Motor der Wechselkursbewegungen

Darüber hinaus begünstigten die niedrige Volatilität und die hohen Zinsdifferenzen umfangreiche Kapitalströme zwischen verschiedenen Währungen in Form von Carry-Trades. Dieser Begriff bezeichnet gewöhnlich spekulative Transaktionen von Finanzmarktakteuren wie Hedge-Fonds und sog. Commodity Trading Advisers. Solche Geschäfte kombinieren Short-Positionen in der Finanzierungswährung zeitgleich mit Long-Positionen in der Zielwährung, meist über den Derivatmarkt. Sie sind rentabel, solange die erzielten Gewinne aus den Zinsdifferenzen nicht durch Wechselkursbewegungen verloren gehen. Infolgedessen sind sie anfällig für Steigerungen der Wechselkursvolatilität oder abrupte Änderungen der Zinserwartungen. Die beteiligten Anleger sind oftmals hochgradig fremdfinanziert und könnten sich bei geänderten Marktbedingungen gezwungen sehen, Positionen sehr rasch aufzulösen. Dies könnte sich stark auf die Wechselkurse auswirken, insbesondere an kleineren Märkten. Der plötzliche Einbruch des US-Dollars gegenüber dem Yen im Oktober 1998 legt den Schluss nahe, dass die abrupte Auflösung von Carry-Trade-Positionen sogar große Marktsegmente in Mitleidenschaft ziehen kann.

Bedeutende Rolle der Carry-Trades

Um die Rolle der Carry-Trades abzuschätzen, ist es nützlich, sie von zwei anderen Arten von Kapitalströmen zwischen verschiedenen Währungen zu unterscheiden, die gewisse Ähnlichkeiten mit Carry-Trades aufweisen. Einer dieser Ströme geht von inländischen Privatanlegern aus, die in Fremdwährung denominierte, höher rentierende Vermögenswerte kaufen. Ein Beispiel, das viel Aufmerksamkeit erregt hat, ist der Kauf von Fremdwährungsanleihen durch Privatanleger in Japan, wohl begünstigt durch eine steigende Risikotoleranz angesichts des rascheren Produktionswachstums im Inland. Da die japanischen Privatanleger den größten Teil ihres Vermögens in Yen halten, sind sie dem Risiko eines plötzlichen Yen-Kursanstiegs weniger stark ausgesetzt als fremdfinanzierte Anleger mit Short-Positionen in dieser Währung. Daher ist es weniger wahrscheinlich, dass sie in Zeiten hoher Wechselkursvolatilität ihre Fremdwährungsanlagen abstoßen. Marktkommentaren zufolge nutzten japanische Privatanleger sogar die Aufwertung des Yen, die mit dem

Auch Privatanleger von Bedeutung



jüngsten Volatilitätsanstieg einherging, um ihre Bestände an hochrentierenden ausländischen Vermögenswerten aufzustocken. Allerdings können auch Veränderungen solcher Positionen potenziell erhebliche Auswirkungen auf die Wechselkurse haben, wenn sie groß genug sind.

Indirekte Indizien deuten darauf hin, dass der Umfang der Käufe von Vermögenswerten in Fremdwährung durch Privatanleger im Berichtszeitraum beträchtlich war. Daten von Fremdwährungsanleihen, die von japanischen Privatanlegern erworben wurden, zeigen über das Jahr 2006 anhaltende Kapitalströme von Yen zu hochrentierenden Währungen, insbesondere dem australischen und dem Neuseeland-Dollar (Grafik V.6). Marktbeobachter sprechen von informellen Schätzungen aus offiziellen japanischen Quellen, denen zufolge japanische Privatanleger ausländische Wertpapiere im Gesamtwert von rund \$ 150 Mrd. hielten.

Ein zweiter Kapitalstrom zwischen verschiedenen Währungen mit Ähnlichkeiten zu Carry-Trades entsteht, wenn Gebietsansässige eines Hochzinslandes Finanzmittel in einer niedrigrentierenden Währung aufnehmen, um inländische Vermögenswerte zu erwerben. Im Berichtszeitraum richteten Marktbeobachter ihr Augenmerk besonders auf private Haushalte in Mittel- und Osteuropa, die Hypotheken in Euro und Schweizer Franken finanzierten. Die resultierenden Währungsinkongruenzen können, wenn sie groß genug sind, die inländische Währung anfällig machen, wie durch die Asien-Krise 1997/98 deutlich wurde. Die verfügbaren Daten legen jedoch nahe, dass solche Transaktionen nicht sehr umfangreich sind und im Gegensatz zu fremdfinanzierten Carry-Trades wahrscheinlich nicht rasch aufgelöst werden. Zudem werden Kredite in Mittel- und Osteuropa ohnehin zum größten Teil von Banken aus Westeuropa mit diversifizierten Portfolios vergeben.

Im Berichtszeitraum waren Marktkommentaren zufolge der Yen und der Schweizer Franken die wichtigsten Finanzierungswährungen für Carry-Trades und der australische Dollar, der Neuseeland-Dollar, das Pfund Sterling sowie einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften – u.a. der brasilianische

Carry-Trades für einige Währungen wichtig ...

Real, der ungarische Forint und der südafrikanische Rand – die wichtigsten Zielwährungen. Carry-Trades dürften die Aufwertungstendenzen der Zielwährungen unterstützt haben. Im Mai/Juni 2006 und im Februar 2007 könnte eine Auflösung von Carry-Trades hingegen zur Schwächung der Zielwährungen und zur Stärkung der Finanzierungswährungen beigetragen haben (Tabelle V.1). Da die Volatilität nur moderat und kurzfristig anstieg, war dieser Effekt gering und vorübergehend, ohne auf andere Währungen überzugreifen.

Aus Messwerten zur Darstellung des Ex-ante- oder Ex-post-Erfolgs von Carry-Trades geht hervor, dass diese Strategien auf risikobereinigter Basis über weite Teile des Jahres 2006 und Anfang 2007 generell rentabel waren. Kennzahlen für das Verhältnis Carry/Risiko, mit denen Zinsdifferenzen um die in Währungsoptionen implizit enthaltenen Risikoerwartungen bereinigt werden, legen z.B. nahe, dass mit Yen finanzierte Carry-Trades 2006 besonders attraktiv waren, weil sie von anhaltenden Zinsdifferenzen und niedriger Wechselkursvolatilität profitierten (Grafik V.7). Im Mai/Juni 2006 und im Februar 2007 ging ihre Rentabilität jedoch zurück, da angesichts der erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten das wahrgenommene Risiko von Carry-Trades stieg.

Den Umfang von Carry-Trades und ihre Auswirkungen auf die Wechselkurse einzuschätzen ist bekanntermaßen schwierig. Mangels öffentlich verfügbarer Daten über die Positionen an den Devisenmärkten werden im

... und rentabel

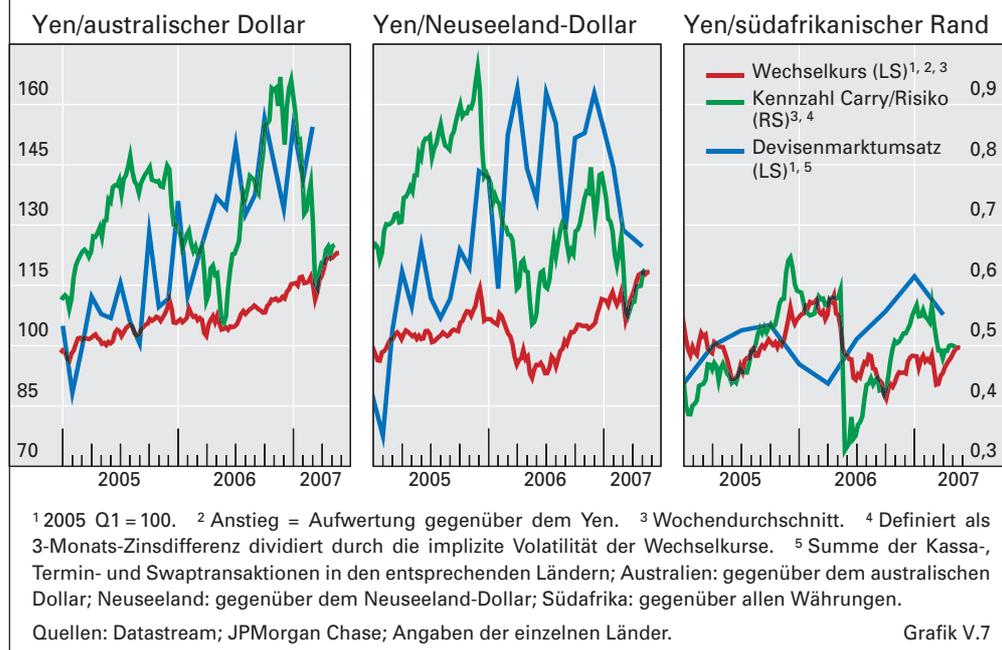
Alternative Methoden zur Messung von Carry-Trades:

Zinsdifferenzen, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und Wechselkursvolatilität						
	Zinsdifferenz ¹	Leistungsbilanz ²	Wechselkurs ^{3,4}		Implizite Volatilität ^{4,5}	
	2006	2006	Phase 1 ⁶	Phase 2 ⁷	Phase 1 ⁶	Phase 2 ⁷
Brasilien	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Neuseeland	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Südafrika	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
Mexiko	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Ungarn	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australien	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Chile	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Vereinigtes Königreich	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Korea	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Polen	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Kanada	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Norwegen	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Euro-Raum	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Schweden	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, China	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Schweiz	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Japan	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
<i>Nachrichtlich: VIX</i>	9,1	11,7

¹ 3-Monats-Zinssatz gegenüber US-Zinssatz. ² Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP. ³ Veränderung in Prozent. Anstieg = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar. ⁴ Zwischen dem Durchschnittswert im Monat vor Beginn der volatilen Phase und dem Niveau zum Zeitpunkt des VIX-Höchstwerts. ⁵ Differenz in Prozentpunkten. Implizite 1-Monats-Volatilität gegenüber dem US-Dollar. ⁶ 17. Mai 2006 bis zum Höchstwert am 13. Juni 2006. ⁷ 27. Februar 2007 bis zum Höchstwert am 5. März 2007.

Quellen: IWF; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.1

Wechselkurse, Kennzahlen für das Verhältnis Carry/Risiko und Umsatz an den Devisenmärkten



Allgemeinen mehrere alternative, indirekte Maße verwendet. Hierzu zählen Daten über die offenen Positionen von Spekulanten in Devisenfutures, verschiedene Variablen zur Erfassung des Umsatzes an den Devisenmärkten, Stilanalysen der Erfolgsentwicklung von Hedge-Fonds sowie die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft. Abgeglichen mit Messzahlen für die Rentabilität von Carry-Trades, weisen sie im Ergebnis alle darauf hin, dass diese Strategien für die Wechselkursentwicklungen im Berichtszeitraum eine erhebliche Rolle gespielt haben dürften.

– Offene Positionen an Futuresmärkten

Ein weitverbreitetes Maß lässt sich aus Daten über die offenen Positionen in Devisenfutures an der Chicago Mercantile Exchange ableiten. Diese Daten unterscheiden neben Long- und Short-Positionen auch zwischen „commercial traders“ (Risikoabsicherern) und „non-commercial traders“ (Spekulanten). Die Entwicklung der offenen Nettopositionen der Spekulanten, insbesondere der offenen Netto-Short-Positionen in Yen sowie der offenen Netto-Long-Positionen in Pfund Sterling und australischen Dollar, steht in Einklang mit dem steilen Anstieg des Carry-Trade-Volumens in den Jahren 2005/06 und dessen Einbruch Ende Februar 2007, als die Wechselkurse eine erhöhte Volatilität aufwiesen (Grafik V.6). Weniger Indizien sprechen für eine Zunahme der spekulativen Netto-Short-Positionen in Schweizer Franken während des Jahres 2006. Allerdings sollten diese Schlussfolgerungen aus mehreren Gründen mit Vorsicht behandelt werden. Erstens legen Daten der 3-jährlichen BIZ-Zentralbankerhebung (Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity) nahe, dass nur ein kleiner Teil des Devisenhandels auf die Futuresmärkte entfällt. Zweitens ist die Aufteilung der Akteure in Risikoabsicherer und Spekulanten nicht frei von Willkür. Drittens sind einige der als spekulativ eingestuftes Geschäfte möglicherweise nicht auf Carry-Trades zurückzuführen.

Daten über den Umsatz an den Devisenmärkten bestätigen die Schlussfolgerungen aus der Analyse der Futuresmärkte. Das kräftige Wachstum des Devisenumsatzes in australischen und Neuseeland-Dollar sowie einigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften steht in Einklang mit der Zunahme der Carry-Trade-Geschäfte mit diesen Zielwährungen im Jahresverlauf 2006 (Grafik V.7). Die hohen Gesamtumsätze nach dem starken Rückgang der Carry/Risiko-Kennzahlen scheinen die Auflösung von Carry-Trades angesichts der erhöhten Wechselkursvolatilität widerzuspiegeln. Allerdings können diese Umsatzzahlen nur indirekte Anhaltspunkte liefern, da aus ihnen weder die Art der Geschäfte noch die Beteiligten hervorgehen. Einige Hinweise auf eine steigende Aktivität in mehreren Zielwährungen und in den Finanzierungswährungen wie dem Yen oder dem Schweizer Franken liefern auch die halbjährlich durchgeführten Erhebungen an den außerbörslichen Derivatmärkten. Deren Aussagekraft unterliegt jedoch ähnlichen Vorbehalten.

– Umsatz an den Devisenmärkten

Eine alternative Methode zur Untersuchung der Rolle von Carry-Trades basiert auf der Stilanalyse eines umfangreichen Datensatzes über Renditen von Hedge-Fonds; auch sie bestätigt im Wesentlichen die Bedeutung von Carry-Trade-Strategien für einige Währungen. Die Stilanalyse beruht auf Regressionen der Renditen eines Panels von Hedge-Fonds auf Messzahlen für den Erfolg spezifischer Carry-Trade-Strategien unter Berücksichtigung der Entwicklung breit angelegter Marktindizes. Auf Daten der letzten beiden Jahre für einige hundert Hedge-Fonds angewandt, hilft diese Methode festzustellen, ob die Renditen von diesem Erfolg abhängig waren. Die Resultate zeigen, dass Carry-Trade-Strategien mit Währungen wie dem australischen Dollar oder dem brasilianischen Real die Performance verschiedener Typen von Hedge-Fonds zu einem statistisch signifikanten, wenn auch kleinen Teil erklären können. Zwar kann diese Stilanalyse nützlich sein, um die generelle Bedeutung von Carry-Trade-Strategien für Hedge-Fonds auf mittlere Sicht zu bestimmen. Aus der Analyse lässt sich jedoch nur schwer mit Exaktheit ableiten, was in Phasen erhöhter Volatilität mit diesen Anlagen geschah.

– Stilanalyse von Hedge-Fonds

Ein weniger einheitliches Bild der Bedeutung von Carry-Trades liefern die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft. Sie können insoweit dienlich sein, als Carry-Trades zumindest teilweise mittels direkter Kreditvergabe und -aufnahme durchgeführt werden. Eine Veränderung bei den Forderungen an Gebietsansässige in Finanzzentren – im Gegensatz zu anderen Standorten – ließe sich als Indikator für eine Veränderung der Carry-Trade-Aktivitäten deuten, da dort viele Hedge-Fonds oder Eigenhandelsabteilungen ihren Sitz haben. Diese Daten zeigen für 2006 tatsächlich einen sinkenden Bestand an ausstehenden Forderungen in Yen, u.a. bei Krediten an Gebietsansässige des Vereinigten Königreichs und von Offshore-Finanzplätzen. Diese Erkenntnis scheint mit einem Rückgang der Carry-Trade-Aktivitäten mit dem Yen als Finanzierungswährung in Einklang zu stehen. Forderungen in Schweizer Franken nahmen dagegen in der ersten Jahreshälfte 2006 zu, sodass man eine steigende Bedeutung des Frankens als Finanzierungswährung vermuten könnte; indessen blieben die Forderungen an Schuldner im Vereinigten Königreich und an Offshore-Finanzplätzen relativ gering. Auch

– BIZ-Bankenstatistik

diese Aussagen sind mit Vorsicht zu deuten, da die globalen Kreditströme nicht nur auf Carry-Trade-Aktivitäten, sondern auch auf eine Vielzahl anderer Einflüsse reagieren.

Wechselkurspolitik

Erheblicher Anstieg
der offiziellen
Währungsreserven

Wie in früheren Jahren weist der erhebliche Aufbau von Währungsreserven darauf hin, dass Interventionen auch 2006 an den Devisenmärkten eine wichtige Rolle spielten. Der Anstieg der von Währungsbehörden gehaltenen Devisenreserven war mit rund \$ 850 Mrd. doppelt so hoch wie 2005 (Tabelle V.2). Die Akkumulierung spiegelte überwiegend, wenn auch nicht ausschließlich, Devisenmarktinterventionen wider, nachdem starke Zuflüsse an den inländischen

Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr							
Mrd. US-Dollar							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Nachrichtlich: Stand Dez. 2006
	Zum jeweiligen Wechselkurs						
Insgesamt	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5 034,2
Industrieländer	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1 394,9
USA	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Euro-Raum	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Japan	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asien	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2 217,5
China	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1 066,3
Hongkong SVR	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
Indien	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonesien	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Korea	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Malaysia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Philippinen	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Singapur	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taiwan, China	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Thailand	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
Lateinamerika ¹	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentinien	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brasilien	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Chile	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
Mexiko	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
Mittel- und Osteuropa ²	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Nahe Osten ³	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Russland	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Nettoölexporteur⁴</i>	<i>17,6</i>	<i>27,7</i>	<i>67,0</i>	<i>100,0</i>	<i>114,8</i>	<i>219,0</i>	<i>706,5</i>

¹ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien und Peru. ² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ³ Katar, Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien. Saudi-Arabien: ohne ausländische Wertpapiere. ⁴ Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela, Nahe Osten. Nigeria: Angaben für 2006 bis November.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.2

Kapitalmärkten, oft in Kombination mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, zu einem Aufwertungsdruck auf die Währung geführt hatten. In US-Dollar gerechnet, dürften die Reserven auch durch Bewertungseffekte infolge großer Wechselkursschwankungen sowie durch Ertragsströme erhöht worden sein.

Neben den offiziellen Währungsreserven in den Bilanzen der Zentralbanken sind auch die von staatlichen Vermögensfonds verwalteten Währungsreserven erheblich gewachsen. In einigen Fällen wurden diese Fonds geschaffen, um die binnenwirtschaftlichen Effekte volatiler Rohstoffpreise zu neutralisieren; ihr Volumen hat daher angesichts der hohen und steigenden Rohstoffpreise zugenommen. So hat sich das Volumen des staatlichen Pensionsfonds in Norwegen, eines der transparentesten staatlichen Vermögensfonds, mit dem Anstieg der Ölpreise seit 2002 verdreifacht. Andere staatliche Vermögensfonds in Volkswirtschaften mit gesteuerten Wechselkursen haben den Zweck, Leistungsbilanzüberschüsse aufzufangen. Die anhaltende Akkumulierung von Währungsreserven und die jüngste Ankündigung, dass mit einem Teil der staatlichen Devisenreserven Chinas ein gesonderter anlageorientierter Fonds geschaffen werden soll, lassen vermuten, dass die von staatlichen Vermögensfonds verwalteten Reserven weiter wachsen werden.

Trotz des seit 2005 flexibleren Wechselkursregimes verzeichnete China nach wie vor die stärkste Reservenakkumulierung in absoluten Zahlen. Den zweithöchsten Anstieg verbuchte Russland; er war doppelt so hoch wie im Jahr 2005. Brasilien und Indien steigerten – hauptsächlich über Devisenmarktinterventionen – ihren Reserven aufbau ebenfalls kräftig.

Für manche Länder Asiens reichten Devisenmarktinterventionen nicht aus, um den Aufwärtsdruck auszugleichen, sodass einige Währungen dennoch erheblich aufwerteten (Grafik V.3). In Ergänzung zu ihren Interventionen erleichterten viele Länder, u.a. China, Indien, Korea, Malaysia und die Philippinen, auch den Abfluss von Kapital. So lockerte etwa Korea die Beschränkungen für Anlagen im Ausland und schuf Anreize für Investitionen in Wertpapieren und Immobilienvermögen anderer Länder. In China zählten zu den Maßnahmen zur Förderung von Kapitalabflüssen die Anhebung der Obergrenzen für Devisenkäufe durch Unternehmen und Privatpersonen sowie die Zulassung von Investitionen von Banken und Versicherungsgesellschaften in festverzinslichen Auslandsaktiva. Überdies wurde es qualifizierten Fondsmanagern gestattet, Finanzmittel in Fremdwährungen zu bündeln und im Ausland anzulegen. Mit der gleichen Zielsetzung verschärfte die Bank of Thailand dagegen die Kontrolle der Kapitalzuflüsse, nachdem sie mehrere andere Versuche unternommen hatte, die Aufwertung des Baht zu bremsen (Kapitel III).

Neben der rasanten Akkumulierung fanden auch Umschichtungen bei den Währungsanteilen innerhalb der Reserven und ihre potenziellen Wechselkurseffekte Beachtung. Es ist jedoch schwierig, einen handfesten Beleg dafür zu finden, dass sie Wirkung zeigten. Während des gesamten Jahres 2006 gab es mehrere Meldungen tatsächlicher oder möglicher Änderungen der Währungsanteile innerhalb von Devisenreserven. Sie deuteten zumeist auf eine Umschichtung zugunsten von Euro und Pfund Sterling und zulasten des

Wechselkurse auch durch geänderte Kapitalverkehrskontrollen beeinflusst

Umschichtung bei Währungsanteilen ohne große Wirkung

US-Dollars hin. Soweit diese Meldungen die Wechselkurse überhaupt beeinflussten, war der Effekt von kurzer Dauer, möglicherweise weil der Umfang der betroffenen Reserven im Allgemeinen nicht ins Gewicht fiel. Aggregierte Daten des IWF stützen diese Vermutung. Zwar sind diese Daten nicht vollständig, doch sie lassen für den Zeitraum 2005/06 erkennen, dass die Anteile der in US-Dollar und in Euro denominierten Währungsreserven mit zwei Dritteln bzw. einem Viertel der Gesamtreserven weitgehend stabil blieben. Die einzig nennenswerten neuen Trends in der Zusammensetzung der Reserven sind eine Erhöhung des Anteils in Pfund Sterling und ein Rückgang des Anteils in Yen. Allerdings ist anzumerken, dass nicht für alle Länder eine Aufgliederung der Reserven nach Währungen vorliegt, insbesondere nicht für China, sodass der Nutzen dieser Statistik begrenzt ist. Auch decken diese Daten staatliche Vermögensfonds nicht ab, und über die Währungsanteile in deren Portfolios ist zudem wenig bekannt.

Globale Ungleichgewichte

Globale Ungleichgewichte stabilisiert

Die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte stabilisierten sich im Jahr 2006 tendenziell etwas, doch es gab keine deutlichen Anzeichen für eine abrupte Anpassung in naher Zukunft (Kapitel II). Das US-Leistungsbilanzdefizit wuchs im Jahresverlauf 2006 im Verhältnis zum BIP weiter, nahm dann aber Anfang 2007 geringfügig ab. Der Leistungsbilanzüberschuss für den asiatischen Raum stieg im Verhältnis zum BIP insgesamt leicht an, während sich die Überschüsse der Nettoölexporteurs mit dem Ölpreistrückgang in der zweiten Jahreshälfte 2006 stabilisierten. Die Region mit der ausgeprägtesten Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden war Mittel- und Osteuropa.

Keine nennenswerte Wirkung auf G3-Wechselkurse ...

Auf die Wechselkursbewegungen der G3 hatten die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte offenbar keinen großen Effekt. Zwar ließe sich argumentieren, dass die Trendabwertung des US-Dollars unterschwellige Bedenken der Märkte angesichts des hohen US-Leistungsbilanzdefizits widerspiegelte, doch der deutliche Wertverlust des Yen steht nicht in Einklang mit Japans Leistungsbilanzsaldo. Dies legt den Schluss nahe, dass während des Berichtszeitraums, wie bereits erörtert, Zinsdifferenzen stärker ins Gewicht fielen als längerfristige Überlegungen.

... aber auf einige weniger gehandelte Währungen

Dagegen schienen hohe Leistungsbilanzdefizite die Währungen einiger kleinerer Volkswirtschaften anfällig gegenüber einer größeren Risikoaversion zu machen, vor allem während der Phase erhöhter Volatilität im Mai und Juni 2006. Zugleich bestand eine starke negative Korrelation zwischen dem Verhältnis der Leistungsbilanzen zum BIP und dem inländischen Zinsniveau (Tabelle V.1). Insbesondere wiesen einige Länder mit Carry-Trade-Zielwährungen hohe Leistungsbilanzdefizite auf. Regressionen der Wechselkursvolatilität auf diese beiden Faktoren über die letzten sechs Jahre deuten darauf hin, dass die Zinsen wichtiger waren. Wenn dies tatsächlich der Fall war, könnte im Berichtszeitraum eine größere Anfälligkeit gegenüber einer Umkehr spekulativer Kapitalströme bestanden haben als gegenüber strukturellen Ungleichgewichten.

Es ist allerdings fraglich, ob die jüngste Erfahrung eine verlässliche Aussage darüber erlaubt, wie sich die Wechselkurse entwickeln, wenn die

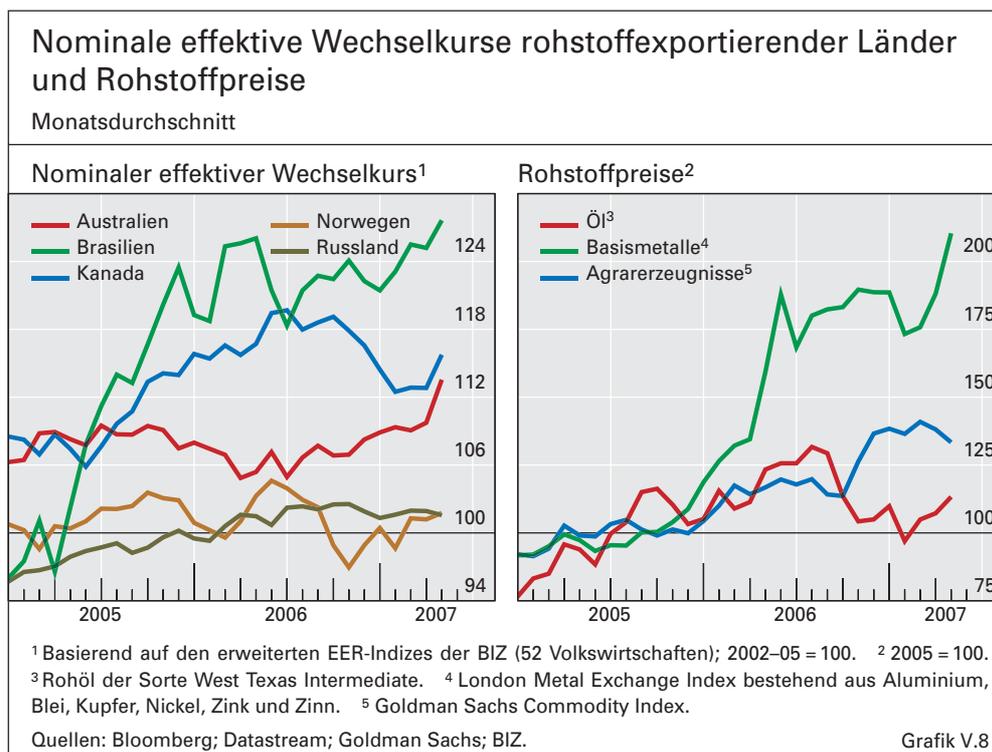
außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bestehen bleiben. Die Volatilität an den Finanzmärkten war in letzter Zeit selbst im historischen Vergleich sehr niedrig; sogar in Zeiten erhöhter Volatilität fielen die Spitzen moderat aus. Dies legt die Vermutung nahe, dass Währungen von Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten stärkeren Wechselkursschwankungen unterworfen sein könnten, wenn die Volatilität deutlicher zunimmt.

Jüngste Erfahrungen lassen nicht unbedingt auf die Zukunft schließen

Rohstoffpreise

Die Wechselkurse rohstoffexportierender Länder spiegeln im Berichtszeitraum fast ausnahmslos die Entwicklungen der betreffenden Rohstoffpreise wider, die weniger stark korrelierten als in den vergangenen Jahren. Die Wechselkurse von Energieexporteuren wie Kanada und Norwegen folgten weitgehend den Entwicklungen der Rohölpreise: Sie stiegen in der ersten Jahreshälfte 2006 und gingen in der zweiten zurück (Grafik V.8). Die Währungen beider Länder werteten in den ersten vier Monaten 2007 erneut auf, als die Ölpreise anzogen. Nach dem Rückgang der meisten Rohstoffpreise (ohne Öl) während der Marktturbulenzen vom Mai 2006 verloren die Währungen einiger anderer Rohstoffexporteure an Wert. In Ländern mit diversifizierten Rohstoffexporten, etwa Australien und Brasilien, erholten sich die Wechselkurse jedoch relativ rasch. Auch blieben sie im historischen Vergleich hoch, da das Zusammentreffen von Angebotsknappheit und starker Nachfrage viele Rohstoffpreise wieder nach oben trieb, in manchen Fällen auf neue Höchstwerte. Der russische Rubel profitierte im ersten Halbjahr 2006 von der Höhe der Ölpreise und im zweiten Halbjahr von den diversifizierten Rohstoffexporten des Landes.

Wechselkurse von Rohstoffexporteuren mit uneinheitlichen Trends



Akkumulierung von Währungsreserven und Reservenverwaltung

Veränderungen des Reservenmanagements mit potenziellem Einfluss auf die Finanzmärkte ...

Die Höhe und Konzentration offizieller Währungsreserven nach Jahren ununterbrochenen Aufbaus, insbesondere seit der Asien-Krise, haben wieder das Interesse daran geweckt, wie Entscheidungen beim Management von Reserven getroffen werden und wie sie sich auf die Finanzmärkte auswirken können. Beispielsweise gab es eine hitzige Debatte darüber, ob und inwiefern offizielle Käufe von Schuldtiteln in US-Dollar dazu beitragen, die Renditen von US-Staatsanleihen niedrig zu halten (Kapitel VI). Mit Blick auf die Zukunft stellt sich auch die Frage nach den Implikationen, die weitere deutliche Veränderungen der Zusammensetzung der Reservenaktiva – vielleicht im Zuge allgemeinerer Bestrebungen, höhere Erträge zu erzielen – für die Märkte haben könnten.

... und erheblicher Weiterentwicklung in den letzten Jahren

Die Praktiken der Reservenverwaltung haben sich seit etwa einem Jahrzehnt erheblich weiterentwickelt und spiegeln Veränderungen sowohl im wirtschaftlichen als auch im breiteren institutionellen Umfeld wider. Bei einer großen Zahl von Zentralbanken als den primär mit der Verwaltung von Währungsreserven betrauten Institutionen – und bei Weitem nicht nur jenen mit den größten Reservenportfolios – haben diese Veränderungen die Praktiken des Reservenmanagements geprägt. Einige dieser Veränderungen wurden kommentiert, andere fanden weniger Beachtung.

Vor diesem Hintergrund legt der folgende Abschnitt einige der wichtigsten Neuerungen des Reservenmanagements dar, erörtert ihre Hauptbestimmungsfaktoren und beleuchtet eine Reihe von Herausforderungen für die Zukunft – vor allem jene, die größere Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnten. Die Gründe für die Akkumulierung der Nettoreserven werden hier als gegeben angenommen, da sie allgemeinere politische Entscheidungen betreffen.

Die wichtigsten Trends im Reservenmanagement

Drei Haupttrends:

Bei der Verwaltung von Währungsreserven sind mindestens drei Trends besonders zu beachten. Ähnlich wie in der Geldpolitik und der Finanzaufsicht stehen sie im Zusammenhang mit den Zielen, dem Instrumentarium und der Rechenschaftspflicht der Zentralbanken. Obwohl in den einzelnen Volkswirtschaften durchaus unterschiedlich in Intensität und Tempo, sind sie ein recht verbreitetes Phänomen und betreffen erstens eine erhöhte Ertragsorientierung, zweitens deutlicher strukturierte Verfahren verbunden mit einer Stärkung der internen Führungsmechanismen und Risikomanagementsysteme sowie drittens ein höheres Maß an Offenlegung.

– vermehrte Ertragsorientierung

Die erhöhte Ertragsorientierung ist der vielleicht offenkundigste Trend und zeigt sich in vielerlei Hinsicht. In einigen Fällen wurden separate staatliche Vermögensfonds geschaffen mit dem klareren Auftrag, sich auf die Erwirtschaftung von Erträgen zu konzentrieren. Mehrere Zentralbanken haben die bestehenden Reserven in gesonderte Tranchen unterteilt, etwa ein Liquiditäts- und ein Anlageportfolio, oder externe Portfoliomanager beauftragt, um eine größere Spezialisierung des Reservenmanagements zu erreichen. Ganz allgemein haben Zentralbanken die Palette ihrer Anlageinstrumente um

Vermögenswerte wie z.B. Spreadprodukte erweitert, die entweder wegen ihrer Liquiditätsmerkmale oder wegen der geringeren Bonität eine Zusatzrendite gegenüber traditionelleren Produkten versprechen.

Die deutlicher strukturierte Entscheidungsfindung im Reservenmanagement hat drei in hohem Maße komplementäre Formen angenommen. Sie beziehen sich auf das Maß der vertikalen Abstufung und horizontalen Trennung der Managementprozesse sowie auf die unterstützenden Funktionen des Risikomanagements.

– deutlicher strukturierte Verfahren für Entscheidungsfindung und Risikomanagement

Die erste Form der Strukturierung ist die Einführung eines hierarchischer angelegten, vertikal abgestuften Rahmens, um eine geeignete Konzeption des Portfolios und deren effektive Umsetzung zu gewährleisten. Auf der strategischen Ebene werden große Anstrengungen unternommen, um das angemessene Risiko-Ertrags-Verhältnis für das Portfolio zu bestimmen („strategische Portfolioallokation“). Dies wird als Teil der übergeordneten Entscheidung in Bezug auf das akzeptable Risiko-Ertrags-Verhältnis für die Institution unter Berücksichtigung ihrer anderen Funktionen gesehen (s. unten). In den meisten Zentralbanken ist für die Definition dieses strategischen Verhältnisses nun formell die oberste Führungsebene zuständig. Die Entscheidung wird dann durch die Auswahl eines Referenzportfolios und die Festlegung von Toleranzbandbreiten ausgedrückt, innerhalb derer die tatsächliche Allokation variiert werden darf. Viele Zentralbanken haben zwischen der strategischen Portfolioallokation und dem Eingehen von Positionen durch den Portfoliomanager eine Ebene der taktischen Portfolioallokation eingeführt, um Entscheidungen zur Nutzung kürzerfristiger Marktentwicklungen zu zentralisieren.

Die zweite Form der Strukturierung besteht in einem höheren Maß an horizontaler Trennung der Aktivitäten der Reservenverwaltung innerhalb der Institution. Hiermit soll die Integrität des Prozesses gestärkt werden, nicht zuletzt durch die Begrenzung potenzieller interner Interessenkonflikte. Insbesondere werden verschiedene Aktivitäten wie Vermögensverwaltung, Leistungsmessung, Einhaltung der Anlagerichtlinien sowie Abrechnungsfunktionen generell deutlicher voneinander getrennt, sowohl in ihrer funktionalen Organisation als auch in ihren Berichtslinien.

Die dritte Form schließlich ist eine Stärkung der Risikomanagementabläufe. Dies wird als notwendiger Schritt gesehen, um eine Erweiterung der zugelassenen Anlagemöglichkeiten zu flankieren und eine diszipliniertere Herangehensweise an Investitionen einzuführen. Im Zusammenhang mit finanziellen Risiken werden die Konzeption des Referenzportfolios, die Leistungsmessung und -evaluierung, die Begrenzung von Erfüllungsrisiken und die Sicherung der Compliance durch den vermehrten Einsatz eines Instrumentariums für die Risikomessung und das Risikomanagement unterstützt. Auch gibt es einen Trend, die Handhabung operationeller Risiken stärker zu zentralisieren, und innerhalb der Institution wird ihr größere Bedeutung verliehen, indem höhere Führungsebenen damit betraut werden.

Eine verstärkte Offenlegung betrifft mehrere Aspekte des Managements von Devisenreserven. Immer mehr Zentralbanken veröffentlichen inzwischen ausführlichere Informationen über den institutionellen Rahmen, die Aktiva in den zugelassenen Anlagemöglichkeiten und die Performance. Einige Zentral-

– höheres Maß an Offenlegung

banken geben auch Auskunft über die Währungszusammensetzung ihrer Reserven. Abgesehen von der wichtigen Ausnahme Russlands sind dies im Allgemeinen jedoch nicht diejenigen Zentralbanken, die hohe Anteile an den weltweiten Reserven halten.

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Trends

Drei wichtige treibende Kräfte:

Den obengenannten Trends beim Management von Währungsreserven durch Zentralbanken liegen mehrere entscheidende Entwicklungen im wirtschaftlichen und institutionellen Umfeld zugrunde. Die wichtigsten sind die massive Anhäufung von Währungsreserven in manchen Ländern, Fortschritte in der Finanztechnologie und der Entwicklung der Finanzmärkte sowie Veränderungen des externen Kontrollumfelds, in dem Zentralbanken tätig sind.

– massiver Aufbau von Währungsreserven

Der kräftige Aufbau von Währungsreserven in mehreren Ländern über die letzten Jahre hat das Gleichgewicht naturgemäß zu stärker ertragsorientierten Strategien verschoben und gleichzeitig die Bedeutung der Prozesse erhöht, die für das Management eines immer größeren Teils des Vermögens einer Volkswirtschaft erforderlich sind. Obwohl sich die „angemessene“ Höhe von Reserven nur schwer mit Genauigkeit bestimmen lässt, dürfte der Reservenbestand mehrerer Volkswirtschaften deutlich über den Standardmaßen für eine angemessene Kapitalausstattung liegen, die allein auf Liquiditätsüberlegungen beruhen (Tabelle V.3). Dies gilt vor allem für Volkswirtschaften, deren Akkumulierung von Reserven nicht mehr in erster Linie dem bewussten Aufbau eines Polsters zur Verteidigung ihrer Währung dient, sondern zum Nebenprodukt von Versuchen geworden ist, sich gegen die Aufwertung zu stemmen.

Währungsreserven und Kennzahlen für angemessene Höhe								
	Reserven ¹		Reserven/Importe ²		Reserven/weit gefasste Geldmenge ³		Reserven/kurzfristige Schulden ⁴	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
China	166	1 066	9	16	10	24	8	13
Japan	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiwan, China	107	266	9	16	19	34	8	8
Russland	24	295	6	20	44	77	2	5
Korea	96	238	7	9	29	38	2	2
Übriges Asien ⁵	325	647	6	7	27	30	2	2
Lateinamerika ⁶	136	271	5	7	23	25	1	2
Naher Osten ⁷	75	178	9	8	25	30	2	2
Mittel- und Osteuropa ⁸	69	181	5	4	39	36	2	1
Industrieländer ⁹	344	334	1	1	3	2	0	0

¹ Mrd. US-Dollar. ² Importdeckung der Währungsreserven in Monaten. ³ Prozent. ⁴ Verhältniszahl; kurzfristige Auslandsverschuldung definiert als konsolidierte internationale Forderungen aller an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets mit einer Laufzeit von höchstens einem Jahr zuzüglich internationaler Schuldtitel mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr; basierend auf offenen Positionen zum Jahresende. Libyen und Saudi-Arabien: ohne internationale Wertpapiere. ⁵ Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁶ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁷ Ägypten, Jordanien, Katar, Kuwait, Libanon, Libyen, Oman, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate. ⁸ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ⁹ Euro-Raum, Kanada, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich.

Quellen: IWF; Datastream; BIZ. Tabelle V.3

Wichtige allgemeinere Bestimmungsfaktoren der Haupttrends im Reservenmanagement sind Fortschritte in der Finanztechnologie und der Entwicklung der Finanzmärkte. Ähnlich wie den Finanzinstituten im privaten Sektor haben Fortschritte in der Finanztechnologie den Zentralbanken das erforderliche Instrumentarium für stärker strukturierte Verfahren der Risikomessung und des Risikomanagements zur Verfügung gestellt und wohl auch dazu beigetragen, die Notwendigkeit reiner Liquiditätsbestände zu verringern. Die Entwicklung der Finanzmärkte hat die Palette von Vermögenswerten erweitert, die bei attraktiveren Renditen ein akzeptables Maß an Liquidität bieten, wie z.B. verschiedene hypothekarisch gesicherte Wertpapiere. Den Finanzmärkten verdanken die Zentralbanken auch bessere Möglichkeiten, um sich über die Bereitstellung von Sicherheiten kurzfristig Fremdwährungsmittel zu beschaffen. Außerdem haben Zentralbanken zunehmend begonnen, Derivatprodukte zu nutzen, um ihre Anlageentscheidungen zu unterstützen. Überdies könnten Derivate die Anlagemöglichkeiten künftig erweitern. So ist etwa denkbar, dass die Entstehung liquider Märkte für Credit-Default-Swaps den Zentralbanken eine effizientere Handhabung der Risiken ermöglicht, die mit dem Eintritt in die Märkte für Unternehmensanleihen verbunden sind.

– Fortschritte in Finanztechnologie und Finanzmarktentwicklung

Schließlich haben Veränderungen im externen Kontrollumfeld von Zentralbanken weitreichende und vielfältige Folgen und tragen zur Erklärung der länderübergreifenden Breite der beobachteten Trends bei. Insbesondere hat der weltweite Siegeszug der Zentralbankunabhängigkeit das Augenmerk auf Rechenschaftspflicht und Transparenz verstärkt. Dies ist einer der Beweggründe für eine verstärkte Offenlegung des Reservenmanagements und eine Stärkung der internen Führungsmechanismen. In einigen Ländern stieg damit auch der Druck, aus den Reserven höhere Erträge zu erwirtschaften. Zugleich findet die Bedeutung von Reputation und Glaubwürdigkeit für die Wirksamkeit des eigenen Handelns mehr Beachtung. Dies hat die Zentralbanken dafür sensibilisiert, dass im Hinblick auf Effektivität und Sicherheit der Aktivitäten solide Anlageprozesse sowie ein Management potenzieller Interessenkonflikte notwendig sind. Die Funktion vieler Zentralbanken als Regulierungsbehörde und normgebende Instanz für den privaten Sektor – und somit ihre Vorbildfunktion – hat hier zusätzlich eine Rolle gespielt.

– Veränderungen im externen Kontrollumfeld

Herausforderungen

Die obenbeschriebenen Haupttrends im Reservenmanagement haben die Zentralbanken vor erhebliche Herausforderungen gestellt. Manche dieser Herausforderungen haben Implikationen, die sich weitgehend auf die interne Organisation und Führung der Institution beschränken; andere können jedoch direktere Auswirkungen auf Finanzmärkte und Wechselkurse haben. Um diesen zweiten Fall zu illustrieren, werden drei Fragen näher betrachtet: die Wahl der Referenzwährung für die Konzeption des Portfolios, die Definition des angemessenen Risiko-Ertrags-Verhältnisses für die Reserven und das geeignete Maß an Offenlegung. Zu keiner dieser Fragen gibt es eine Patentlösung oder überhaupt so etwas wie eine „richtige“ Antwort. Vielmehr gilt es, einen schwierigen Kompromiss zwischen konkurrierenden Überlegungen zu

Bewältigung von Herausforderungen kann Auswirkungen auf Finanzmärkte haben

finden. Allerdings kann die Art und Weise, wie diese Fragen gelöst werden, potenziell bedeutende Auswirkungen haben.

Wahl der Referenzwährung

Von besonderer Bedeutung für die Währungszusammensetzung von Reserven ist auf strategischer Ebene die Wahl der Referenzwährung (oder des Referenzwährungskorbs), die den Anlageentscheidungen für das Portfolio zugrunde liegt. Sie braucht allerdings nicht der für die Rechnungslegung verwendeten Währung zu entsprechen. Vorausgesetzt, dass erwartete Erträge auf lange Sicht zwischen den Währungen ausgeglichen werden – eine bei Entscheidungen für die strategische Portfolioallokation gängige Annahme –, beeinflusst die Wahl der Referenzwährung die Währungsanteile innerhalb des Referenzportfolios primär durch ihren Einfluss auf die gemessene Variabilität der Erträge. Konkret verschiebt sich dann die Zusammensetzung der Reserven deutlich zugunsten von Währungen mit höherer Kovarianz gegenüber der Referenzwährung. Die Umstellung auf ein stärker strukturiertes und formalisiertes Reservenmanagement und die Verfügbarkeit komplexerer Finanzinstrumente haben die Bedeutung dieser Wahl in jüngster Zeit hervorgehoben.

Zweck der Reserven von Bedeutung

Im Prinzip setzt die Wahl der Referenzwährung eine sorgfältige Analyse der beabsichtigten Verwendungen der Reserven und des breiteren institutionellen Umfelds voraus, das die Bestimmung der Risikotoleranz des Halters der Reserven unterstützt. Als Reserven noch hauptsächlich für Interventionszwecke gehalten wurden, war die liquideste für Interventionen eingesetzte Währung, namentlich der US-Dollar, ein naheliegender Kandidat für die – weitgehend implizite – Referenzwährung. In ähnlicher Weise, als Transaktionen im Kapitalverkehr weniger wichtig waren als heute, bot sich als alternative Referenzwährung die Denominationswährung der wichtigsten Importe geradezu an. In der Folge könnten dort, wo Reserven primär der Absicherung von Auslandsschulden dienen, die Währungen, auf die diese Schulden lauten, an Bedeutung gewonnen haben.

Landeswährung vermehrt eine Option

In der jüngeren Vergangenheit lassen zwei Trends vermuten, dass die Landeswährung als Referenzwährung an Attraktivität gewinnt. Erstens könnte, besonders in Ländern, deren Reserven den Liquiditätsbedarf übersteigen und in denen das Anlagemotiv überwiegt, die inländische Währung eine bessere Orientierung dafür bieten, ob das Portfoliovermögen maximiert wird oder nicht. Zweitens könnten die Zentralbanken sensibler gegenüber Verlusten geworden sein, soweit sie als potenziell schädlich für ihre Reputation und ihre operationelle Unabhängigkeit wahrgenommen werden (s. unten), nicht zuletzt, weil sie ihre Kapitalbasis aushöhlen. In solchen Fällen würde die Relevanz des Wechselkursregimes für die Währungsallokation tendenziell steigen, sodass die Währung (bzw. der Korb) bevorzugt würde, gegenüber der (oder dem) die Landeswährung stabiler ist.

Definition des angemessenen Risiko-Ertrags-Verhältnisses ...

Die Festlegung des für den Halter der Reserven angemessenen Risiko-Ertrags-Verhältnisses ist eine besonders anspruchsvolle Aufgabe. Schon bei isolierter Betrachtung des Reservenmanagements wäre sie eine Herausforderung. Noch mehr ist sie es, wenn dieses als ein Bestandteil der Zentralbankfunktionen insgesamt gesehen wird. Wie diese Frage gelöst wird, beeinflusst die Palette der zugelassenen Anlagemöglichkeiten sowie Art und Ausmaß des aktiven Managements.

Zwar wird durch die verstärkte Anlageorientierung in der Verwaltung von Devisenreserven naturgemäß ein deutlicher auf den Ertrag ausgerichteter Vorgehen gefördert. Doch es gibt keine klaren Kriterien dafür, wie das richtige Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag auszusehen hat. Zum Teil spiegelt dies die Schwierigkeit wider, die tatsächlichen Opportunitätskosten der Finanzmittel zu schätzen. Ganz konkret sind z.B. alle Reserven „geborgt“, sei es in Landes- oder Fremdwährung, sodass die unmittelbaren Finanzierungskosten leicht zu beziffern sind. Eine Prüfung der tatsächlichen Opportunitätskosten für die Volkswirtschaft darf jedoch allgemeine Gleichgewichtsüberlegungen nicht außer Acht lassen. Hierzu gehört eine Einschätzung dessen, wie sich Wechselkurse und Zinsen in einer fiktiven Situation verhielten, in der keine Reserven akkumuliert würden. Dies wäre wiederum abhängig von den alternativen Verwendungen, die die Reserven finden könnten, etwa Infrastrukturinvestitionen oder Steuersenkungen.

... richtet sich nach Opportunitätskosten ...

Die Bündelung des Reservenmanagements mit anderen Funktionen stellt eine weitere Erschwernis dar. Aufgrund ihrer erhöhten Sensibilität gegenüber dem Reputationsrisiko sind insbesondere Zentralbanken generell auch äußerst empfindlich gegenüber den mit Anlageaktivitäten verbundenen Kredit- und operationellen Risiken, wohl weit über deren direkte Auswirkungen auf die Portfolioerträge hinaus. Zudem kann bei wachsendem Anteil der Reserven an der Zentralbankbilanz paradoxerweise die Sorge um Verluste steigen und somit die Risikotoleranz sinken, da das Potenzial beträchtlicher negativer Effekte auf das Kapital der Institution größer wird. Das Bestreben, solchen Risiken vorzubeugen, kann sich zudem darauf auswirken, wo die Funktion des Reservenmanagements innerhalb des öffentlichen Sektors angesiedelt ist. Diese Überlegungen sind z.B. ein Grund dafür, dass manche Länder, deren Reserven als so umfangreich beurteilt werden, dass sie ihren Liquiditätsbedarf übersteigen, spezielle, nicht in der Zentralbankbilanz erfasste Vermögensfonds geschaffen haben. Allerdings lässt das Beispiel Norwegens vermuten, dass diese Einschränkungen der Risikopräferenzen zum Teil sehr stark von dem spezifischen institutionellen Umfeld abhängen, in dem eine Zentralbank tätig ist. Dort nämlich verwaltet die Zentralbank sowohl den staatlichen Pensionsfonds als auch ihre eigenen Reserven weitgehend nach den gleichen Prinzipien.

... potenziellen Reputationsfolgen ...

Im Allgemeinen stellt sich die Frage, wie weit ein stärker ertragsorientiertes Reservenmanagement überhaupt vorangetrieben werden soll. An einem zunehmend globalen Markt setzt die gemeinsame Verantwortung staatlicher Instanzen für öffentliche Güter, wie etwa gut funktionierende Märkte und Finanzstabilität, dem Streben nach Erträgen Grenzen. Für Akteure des privaten Sektors ist es beispielsweise nur natürlich, auf individuelle Anreize hin nach Renditen zu streben oder sich im Falle von Turbulenzen einzuschränken und von den Märkten zurückzuziehen. In der Summe kann ein solches Verhalten, wenn es zu weit geht, jedoch zu finanzieller Instabilität beitragen.

... und anderen grundsatzpolitischen Zielen

Trotz des Trends zu mehr Transparenz ist die Frage nach dem „richtigen“ Maß der Veröffentlichung von Informationen über Währungsreserven durchaus umstritten. In der Vergangenheit betraf die Diskussion um die Offenlegung vor allem die Gesamthöhe der Reserven und die Interventionen, durch die sie verändert wurde, nicht aber ihre Struktur. Doch mit dem Wachstum der

Das optimale Maß der Offenlegung

Reserven hat sich das Augenmerk auf ihre Zusammensetzung und die Implikationen gerichtet, die deren Veränderung für die Finanzmärkte haben könnte. Dies sind Informationen, bei deren Offenlegung die Zentralbanken seit jeher zurückhaltender waren.

Trade-offs ...

Abgesehen vom externen Kontrollumfeld und unter der Gefahr einer gewissen Vereinfachung gilt das optimale Maß an Offenlegung als dasjenige, bei dem ein Ausgleich zwischen den effizienzsteigernden Effekten zusätzlicher Informationen an die Finanzmärkte einerseits und dem Verlust an taktischem Spielraum für den Reservenmanager andererseits erreicht wird. Die Meinungsunterschiede beruhen daher auf divergierenden Ansichten darüber, wie gut die Märkte funktionieren und inwieweit die Offenlegung die Fähigkeit der Behörden, ihre Ziele zu verfolgen, tatsächlich behindert.

... beeinflusst
von Faktoren wie
der Höhe der
betreffenden
Reserven

Faktoren, die die Transparenzbereitschaft von Reservenmanagern vermindern könnten, sind u.a. die Höhe der Reserven und die Art des Wechselkursregimes. Im Falle sehr hoher Währungsreserven (Tabelle V.3) ist kaum davon auszugehen, die Zentralbank sei ein kleiner Akteur an den Devisenmärkten und in Bezug auf die Instrumente, in die sie investiert. Eine noch größere Rolle für die Transparenzbereitschaft könnten taktische Überlegungen spielen, wenn Informationen über Veränderungen der Währungsanteile innerhalb der Reserven als Vorboten von Veränderungen eines gesteuerten Wechselkursregimes gedeutet würden. Informationen über die Währungsanteile könnten auch Einblick in Interventionsaktivitäten geben, indem sie helfen, die auf Bewertungseffekte zurückzuführenden Veränderungen der Höhe der Reserven ex post zu erkennen. Ganz allgemein kommen, technisch gesehen, Veränderungen der Währungsanteile innerhalb von Devisenreserven sterilisierten Interventionen durch die Behörden der Länder gleich, deren Währungen getauscht werden, und die Auswirkungen solcher Transaktionen auf die Wechselkurse werden sehr unterschiedlich beurteilt.

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

Die Preise risikoreicher Vermögenswerte setzten ihren Anstieg fast das ganze Jahr 2006 und Anfang 2007 fort. In diesem Zeitraum kam es zu zwei ausgeprägten Verkaufswellen, die jedoch keinen längeren Abschwung einläuteten, sondern sich als kurzfristige Korrekturen erwiesen. Infolgedessen erreichten einige Aktienmärkte historische Höchststände, während eine Reihe von Kredit-spreads auf neue Tiefstmarken fielen. Diese Entwicklungen erfolgten trotz Anzeichen dafür, dass das Wachstum der Weltwirtschaft einen Scheitelpunkt erreicht haben könnte, und obwohl die schwächeren Wirtschaftsaussichten in den USA und die Auswirkungen zurückliegender Zinsanhebungen allmählich die Anlegerstimmung dämpften.

In diesem Umfeld stabilisierten sich die Anleiherenditen in den fortgeschrittenen Industrieländern gegen Mitte 2006 und begannen danach leicht nachzugeben. Besonders in den USA sanken die langfristigen Anleiherenditen in der zweiten Jahreshälfte. Darin spiegelten sich die Bedenken der Anleger hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den USA und ihre Erwartung einer Lockerung der Geldpolitik wider. In Japan stützten die nach wie vor günstigeren wirtschaftlichen Aussichten die Anleiherenditen etwas. Gleichzeitig hellten sich die Wachstumsperspektiven für den Euro-Raum zunehmend auf und führten schließlich zu steigenden Renditen bei Euro-Anleihen.

Im Berichtszeitraum dürften rückläufige Anleiherenditen die Aktienkurse zeitweilig gestützt haben, wichtiger war jedoch der Einfluss des anhaltend kräftigen Gewinnwachstums. Überdies erhielten die Aktienmärkte durch weitere Veränderungen in der Kapitalstruktur Auftrieb: Hier waren erneute Aktienrückkäufe sowie eine erhebliche Zunahme der Fusionen und Übernahmen von Bedeutung. Die hohe und weiter steigende Risikobereitschaft der Anleger begünstigte den Aufschwung der Aktienmärkte ebenfalls.

Das Zusammentreffen verbesserter Wirtschaftsleistung und wachsender Risikobereitschaft unter den Anlegern wirkte sich positiv auf die Kreditaufschläge für Unternehmensschulden an den entwickelten Märkten aus. Vor dem Hintergrund solider Unternehmensgewinne und eines niedrigen Fremdfinanzierungsanteils schätzten die Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen als äußerst gering ein. In ähnlicher Weise gingen haussierende Märkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften mit verbesserten Kreditratings und einem insgesamt robusten gesamtwirtschaftlichen Umfeld einher. Wie auch an anderen Märkten dürfte die steigende Risikobereitschaft jedoch zu einem Abwärtstrend der Spreads auf Unternehmenstitel beigetragen haben, sowohl in den entwickelten Ländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

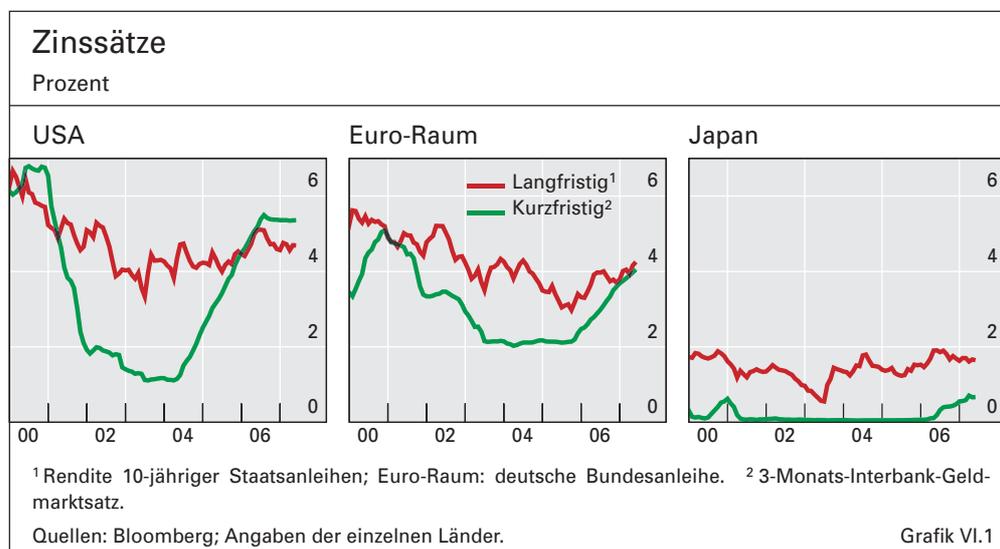
Renditen unter dem Einfluss unterschiedlicher Wachstumsaussichten

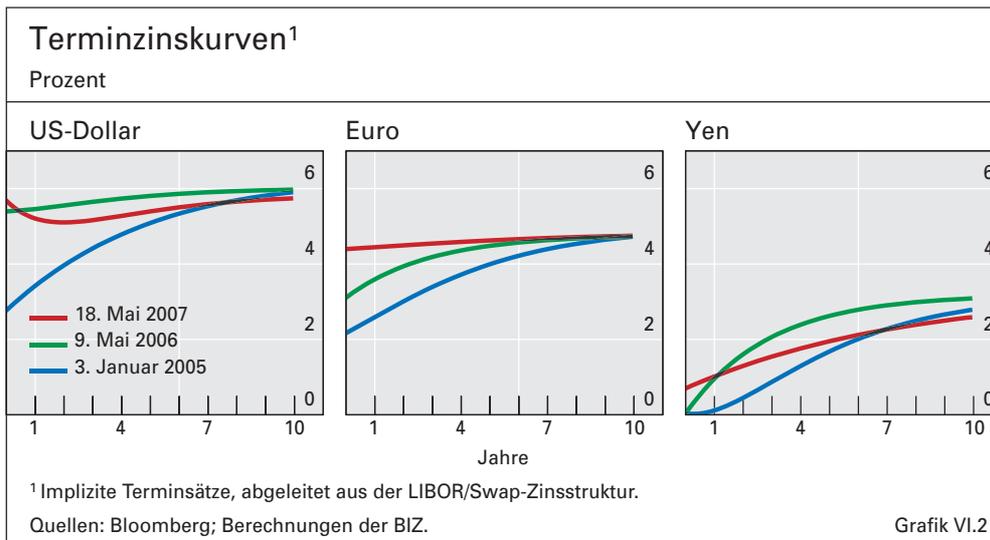
Nachgebende langfristige Anleiherenditen ab Mitte 2006

Der schon länger währende allmähliche Anstieg langfristiger Renditen an den Märkten für Staatsanleihen entwickelter Volkswirtschaften endete im Mai 2006, als die globalen Finanzmärkte von einer Verkaufswelle erfasst wurden. Während sich die Preise für risikoreiche Vermögenswerte bald danach zu erholen begannen, setzte sich der vorherige Aufwärtstrend der Anleiherenditen nicht fort. Stattdessen begannen die langfristigen Renditen in den G3-Volkswirtschaften gegen Mitte 2006 zu fallen, da die Anleger ihre Wachstumsprognosen, besonders für die USA, nach unten korrigierten (Grafik VI.1). Die während fast des gesamten Berichtszeitraums von den Marktteilnehmern gehegte Erwartung einer Leitzinssenkung der Federal Reserve trug zu diesem Rückgang bei. Zwar fielen die Wachstumsprognosen für Japan etwas optimistischer aus, doch die japanischen Anleiherenditen erhielten dadurch kaum Auftrieb, wenngleich die Rückgänge entsprechend geringer ausgefallen sein dürften. Im Euro-Raum gewann die Konjunktur weiter an Schwung, was sich schließlich auch in höheren Anleiherenditen niederschlug. Von Anfang Mai 2006 – d.h. noch vor der Verkaufswelle – bis zum 18. Mai 2007 gingen die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen um etwa 35 Basispunkte auf 4,80% zurück, während die entsprechenden Renditen im Euro-Raum um rund 30 Basispunkte auf etwa 4,30% stiegen und jene in Japan um fast 25 Basispunkte auf 1,65% nachgaben.

Flachere Renditenstrukturkurven in Japan und im Euro-Raum

Die siebzehnte US-Leitzinsanhebung in Folge am 29. Juni 2006 zog eine ausgedehnte Phase des Abwartens nach sich. In dieser Zeit veränderten sich die Erwartungen der Anleger hinsichtlich künftiger Zinsschritte der Federal Reserve und trugen zum Rückgang der langfristigen wie auch der kurzfristigen Renditen bei. Die Anleger gingen zwar zunächst von einer weiteren Straffung – wenn auch bei verlangsamtem Tempo – aus, schwenkten dann aber allmählich zu der Auffassung um, dass die Federal Reserve den Leitzins





für längere Zeit stabil halten werde, und rechneten schließlich mit Leitzinssenkungen. Zum Zeitpunkt der Zinsanhebung vom Juni 2006 lag die Differenz zwischen den US-Renditen im 2-Jahres- und im 10-Jahres-Bereich nahe null. Bis zum 18. Mai 2007 hatte sich die Steigung der Renditenstrukturkurve im Laufzeitensegment von zwei bis zehn Jahren gegenüber dem Stand vom Juni 2006 kaum verändert, wohingegen das kurze Ende der impliziten US-Terminzinskurve eine beträchtliche Inversion aufwies (Grafik VI.2). Dies stand in Einklang mit der Erwartung einer Lockerung der US-Geldpolitik auf kurze bis mittlere Sicht.

Zunehmende
Erwartung
sinkender
US-Leitzinsen ...

Während die Leitzinsen in den USA unverändert blieben, wurde die Geldpolitik in Japan und im Euro-Raum wiederholt gestrafft, was in den betreffenden Volkswirtschaften ein Abflachen der Renditenstrukturkurven zur Folge hatte (Grafik VI.2). Japan erlebte das Ende der Nullzinspolitik und im Juli 2006 die erste Zinsanhebung seit sechs Jahren, der im Februar 2007 eine zweite folgte. Von Juni 2006 bis Mai 2007 hob die EZB ihre Leitzinssätze fünfmal um jeweils 25 Basispunkte an (Kapitel IV). In dieser Zeit waren die langfristigen Anleiherenditen in Japan leicht rückläufig, während sie im Euro-Raum nur moderat stiegen, was zu einer geringeren Steigung der Fristenstrukturkurven führte. Von Anfang Mai 2006 bis zum 18. Mai 2007 verringerte sich die Differenz zwischen den Renditen der 10-jährigen und 2-jährigen Anleihen um etwa 55 Basispunkte im Euro-Raum und um rund 45 Basispunkte in Japan.

... bei steigenden
Leitzinsen in Japan
und im Euro-Raum

Unterschiedliche Wachstumsaussichten und gemäßigte Inflationserwartungen

Wie üblich waren die Leitzinsbeschlüsse Ausdruck der sich wandelnden Bewertungen des gesamtwirtschaftlichen Umfelds und der Zukunftsaussichten, die wiederum für die Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen maßgebend waren. Die im letzten Jahr wohl wichtigsten Einflussgrößen für die Markterwartungen und die Preisbildung bei Staatspapieren waren das voraussichtliche Tempo und Ausmaß des Abschwungs in den USA. Die Einschätzungen der Investoren in Bezug auf das künftige Wachstum der US-Wirtschaft wurden während des Jahres 2006 immer weniger optimistisch, als sich Bedenken wegen der Auswirkungen einer raschen Abkühlung am Markt für Wohn-

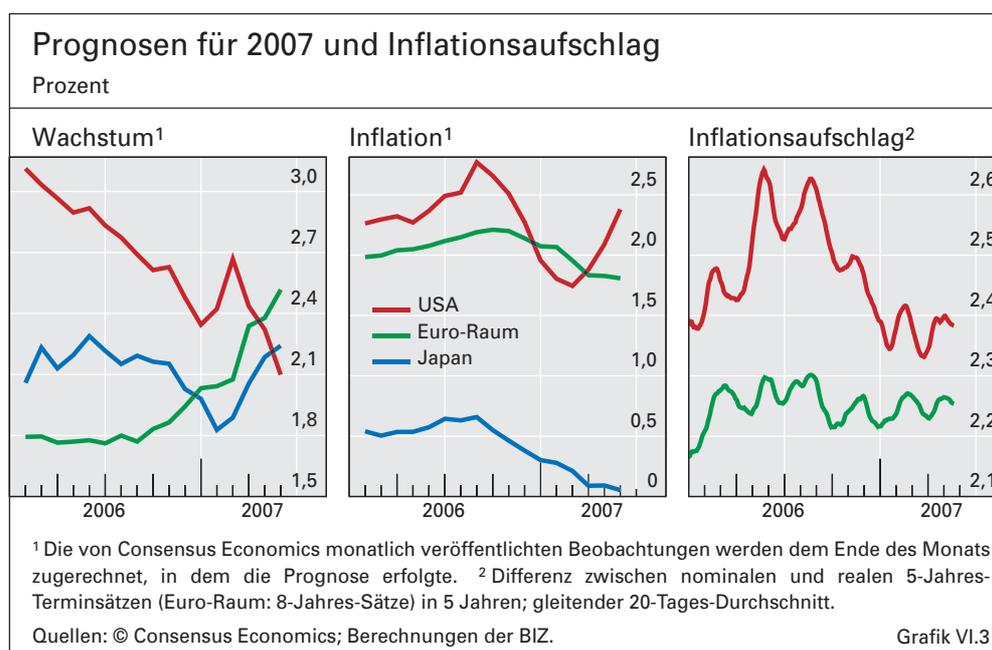
Niedrigeres
US-Zinsniveau
aufgrund des
erwarteten
Abschwungs ...

eigentum, der lang anhaltende Anstieg der Ölpreise und die bereits erfolgten Zinsanhebungen bemerkbar machten. So wurden die Prognosen für das US-Wirtschaftswachstum für 2007 kontinuierlich nach unten korrigiert – mit einer kurzen Unterbrechung in den ersten Monaten 2007 (Grafik VI.3 links).

Wenngleich veränderte Prognosen für die Konjunktur in den USA auch die Anleiherenditen andernorts beeinflussten, haben die Erwartungen eines Wirtschaftswachstums im Euro-Raum und in Japan gewiss eine wichtige Rolle für die Entwicklung der Renditen in diesen Volkswirtschaften gespielt. Im Euro-Raum, der steigende Wachstumsraten und einen allmählich zunehmenden Optimismus hinsichtlich der Konjunkturaussichten verzeichnete, sanken die Anleiherenditen anfänglich weniger als in den USA und stiegen schließlich schrittweise an. In Japan gingen die Anleiherenditen im Berichtszeitraum weniger stark zurück als die US-Renditen, da sich unter den Anlegern die Auffassung durchsetzte, dass sich die Wirtschaft wieder normalisiere und auf einen soliden Wachstumspfad eingeschwenkt sei.

Neben den Aussichten für das Wirtschaftswachstum beeinflusste auch die Beurteilung der Anleger in Bezug auf die künftige Inflationsentwicklung die Bewegungen der Anleiherenditen im letzten Jahr. Im ersten Halbjahr 2006 wurde – besonders in den USA – von einem allmählich wachsenden Inflationsdruck ausgegangen. In der zweiten Jahreshälfte schien hingegen Entspannung einzutreten, als die restriktiven geldpolitischen Maßnahmen Wirkung zeigten und ein Rückgang des Ölpreises einsetzte, der bis Ende des Jahres anhielt. Dementsprechend fielen die Inflationsprognosen für das Jahr 2007 moderater aus, nachdem die erwarteten Werte in den ersten Monaten 2006 noch stetig zugenommen hatten (Grafik VI.3 Mitte). Allerdings gab es in der ersten Jahreshälfte 2007 Anzeichen dafür, dass sich der Inflationsdruck langsamer als erwartet zurückbildete, was zur teilweisen Revision dieser Prognosen führte. Diese Entwicklung zeigt sich recht deutlich an den langfristigen Inflationserwartungen für die USA, wie sie anhand der Differenz zwischen nominalen

... im Euro-Raum
hingegen steigende
Wachstumsdynamik
und höhere
Renditen

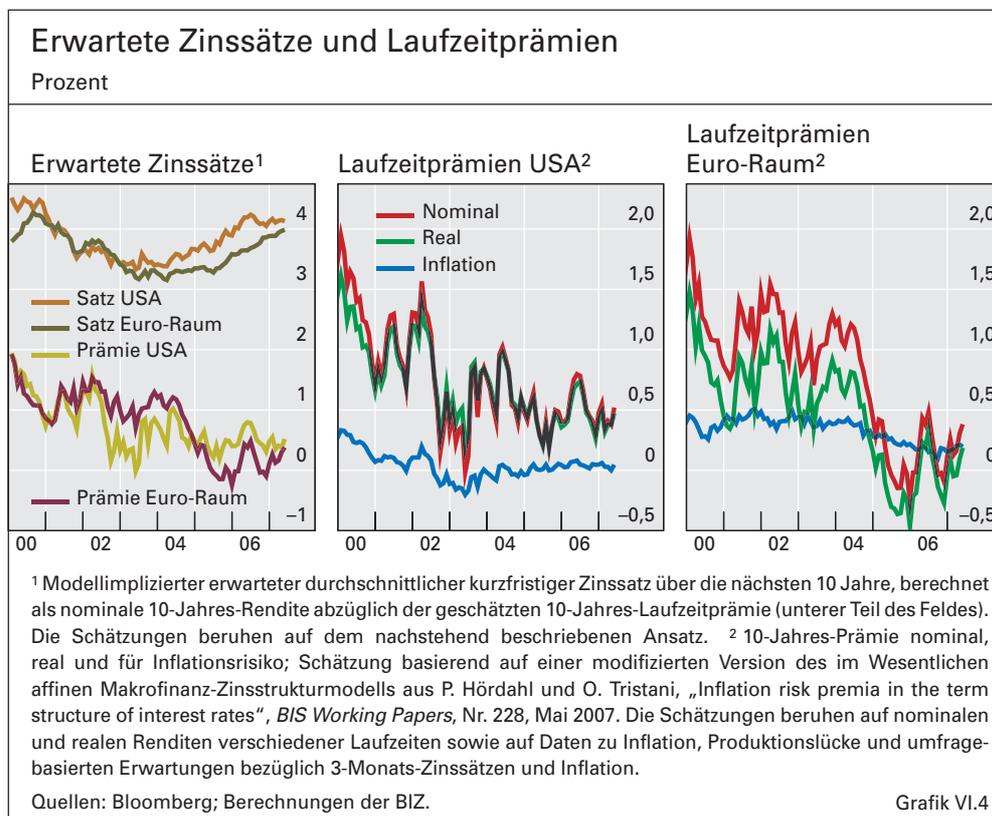


und realen Terminalsätzen für Anleihen geschätzt werden (Grafik VI.3 rechts). Derweil erwiesen sich die entsprechenden Inflationsmaße für den Euro-Raum als stabiler – ein Hinweis auf die Auffassung der Märkte, wonach ein vom Konjunkturaufschwung ausgelöster Preisdruck durch eine nach und nach restriktivere Geldpolitik ausgeglichen werden dürfte.

Rückgang der Anleiherenditen auch wegen niedrigerer Laufzeitprämien

Wenngleich die Entwicklung der Anleiherenditen im letzten Jahr zum Teil durch die gesamtwirtschaftlichen Aussichten bestimmt wurde, waren doch auch andere Faktoren von Bedeutung. So schien etwa das Fehlen einer ausgeprägten Aufwärtsdynamik der Renditen im Euro-Raum während des größten Teils des Jahres 2006 bis zu einem gewissen Grad im Widerspruch zur starken Wirtschaftsentwicklung der Region zu stehen. Tatsächlich haben rückläufige Laufzeitprämien wohl eine wichtige Rolle gespielt und auch den Abwärtsdruck auf die Renditen von US-Schatztiteln verstärkt.

Die in der Zinsstruktur implizierten Laufzeitprämien stellen einen Ausgleich für das Risiko dar, das die Anleger in Bezug auf ungewisse zukünftige Zinsentwicklungen eingehen. Schätzungen dieser Prämien für die USA und den Euro-Raum deuten darauf hin, dass sie sich im historischen Vergleich auf einem niedrigen Niveau bewegten (Grafik VI.4 links). Zwar stiegen die Laufzeitprämien offenbar von Ende 2005 bis Mitte 2006 leicht, sie begannen danach jedoch erneut zu sinken. Schätzungen zufolge ist die Prämienkomponente der nominalen Renditen 10-jähriger Anleihen in den USA von Mitte 2006 bis Mai 2007 um rund 25 Basispunkte zurückgegangen. Das entspricht in etwa drei



Vierteln des gesamten Rückgangs der 10-Jahres-Rendite in diesem Zeitraum. Die verbleibenden 10 Basispunkte wurden der Erwartung geringerer künftiger Durchschnittszinsen zugeschrieben. Im Euro-Raum ging die Laufzeitprämie bei 10-jährigen Anleihen im zweiten Halbjahr 2006 um etwa 40 Basispunkte zurück, holte dann aber in den ersten fünf Monaten 2007 den größten Teil dieses Rückgangs wieder auf.

Wenn die geschätzte Laufzeitprämie aus den 10-jährigen Anleiherenditen herausgerechnet wird, entsteht ein Bild, das der unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklung beider Volkswirtschaften im letzten Jahr offenbar besser gerecht wird. Der implizite Verlauf der für die kommenden 10 Jahre erwarteten durchschnittlichen Nominalzinsen setzte seinen Anstieg im Euro-Raum ohne Unterbrechung fort, während er sich in den USA zunächst abschwächte und etwa ab Mitte 2006 nachgab (Grafik VI.4 links).

Zerlegung der Laufzeitprämien ...

Aus modernen Fristenstrukturmodellen lassen sich einige Informationen über die Bestimmungsgrößen der geschätzten Laufzeitprämien gewinnen. Die in den nominalen Anleiherenditen enthaltenen Laufzeitprämien können, grob gesagt, in zwei Komponenten aufgeteilt werden: eine Prämie für das Inflationsrisiko und eine Prämie für das Realzinsrisiko. Die erste Komponente spiegelt den Ausgleich wider, den Anleger wegen der ungewissen Inflationsentwicklung verlangen. Die zweite Komponente soll das Risiko kompensieren, das durch Veränderungen der Realzinsen entsteht. Anhand von Modellen, die das Zusammenwirken von Nominalrenditen, Renditen inflationsindexierter Anleihen und gesamtwirtschaftlichen Variablen im Zeitablauf berücksichtigen, lassen sich Erkenntnisse über die Entwicklung dieser Prämien im Laufe der Zeit gewinnen. Solche Schätzungen sind freilich mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Überdies können die Ergebnisse durch die jeweiligen Liquiditätsbedingungen der verschiedenen Märkte und durch institutionelle Faktoren beeinflusst werden. So ist es denkbar, dass institutionelle Nachfragefaktoren und massive Käufe von Staatstiteln durch ausländische Zentralbanken und andere staatliche Stellen die Anleiherenditen seit einiger Zeit unter Abwärtsdruck gesetzt haben (Kapitel VI im *76. Jahresbericht*).

... zeigt Rückgang hauptsächlich wegen sinkender Realzinsprämien

Ungeachtet dessen gibt es Indizien dafür, dass häufige Veränderungen der nominalen Laufzeitprämien – im Euro-Raum größtenteils und in den USA praktisch ausschließlich – auf Schwankungen der Realzinskomponente dieser Prämien zurückzuführen waren (Grafik VI.4 Mitte und rechts). Zugleich ergeben Schätzungen der Prämie für das Inflationsrisiko im Euro-Raum einen allmählichen Rückgang während fast des ganzen Jahres 2006, wohingegen sich die entsprechenden Werte für die USA kaum veränderten.

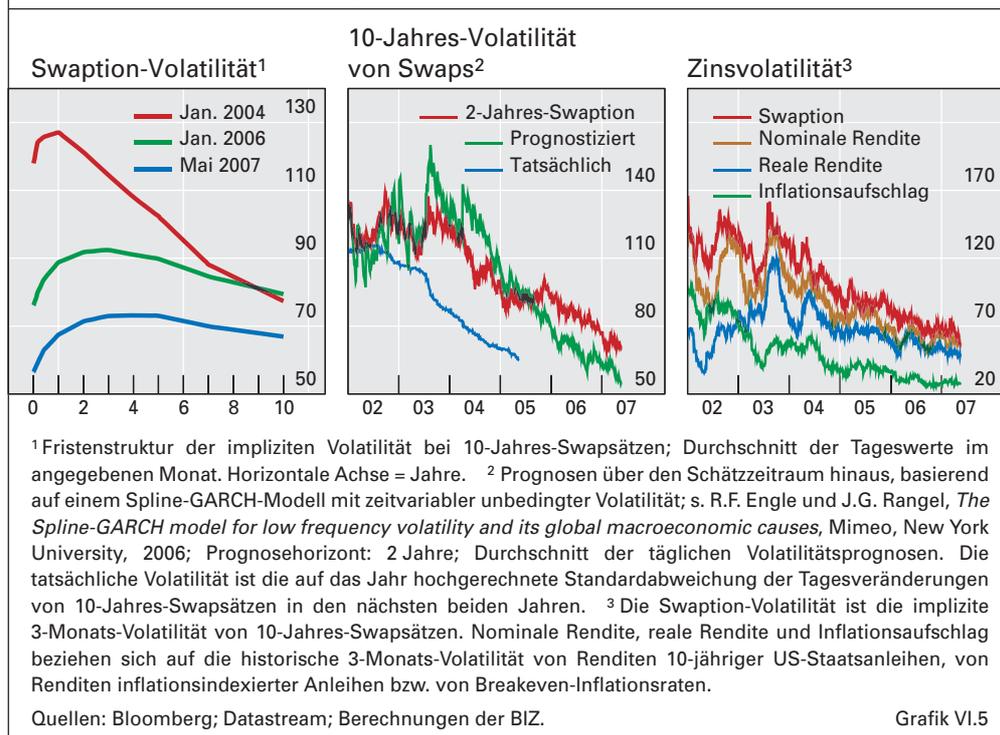
Implizite Zinsvolatilitäten weiterhin rückläufig

Implizite Swaption-Volatilität weiter rückläufig

Bis zu einem gewissen Grad dürfte der Rückgang der geschätzten Laufzeitprämien seine Ursache darin gehabt haben, dass die Anleger die Unsicherheit über künftige Zinsbewegungen inzwischen als geringer einschätzten. Soweit die implizite Volatilität von Swaptions (Optionen auf Zinsswaps) als Indikator herangezogen wird, finden sich tatsächlich Hinweise für eine abgeschwächte Wahrnehmung hinsichtlich der Unsicherheit der Zinsentwicklung. Zum Beispiel setzte die Fristenstruktur der impliziten Volatilität von Swaptions auf 10-jährige

Langfristige Zinsvolatilität in den USA

Basispunkte, auf das Jahr hochgerechnet



US-Swapsätze ihre Abwärtsbewegung 2006 und Anfang 2007 fort (Grafik VI.5 links), und ähnliche Rückgänge waren auch bei anderen Swapsätzen zu beobachten. Die massiven Verkaufswellen, die die globalen Finanzmärkte von Mai bis Juni 2006 sowie Ende Februar bis März 2007 erfassten, wirkten sich auf die Volatilität von Swaptions insgesamt kaum aus, obwohl während der zweiten Verkaufswelle die kurzzeitige Volatilität bei kurzfristigen Sätzen vorübergehend hochschnellte.

Schwankungen in der zum Ausgleich des Volatilitätsrisikos geforderten Prämie könnten die Volatilität von Swaptions ebenfalls beeinflusst haben, doch weist einiges darauf hin, dass sie eine untergeordnete Rolle gespielt haben. Zur Erfassung dieser Risikoprämie für Volatilität kann die Differenz zwischen der impliziten Volatilität und der von den Anlegern erwarteten Volatilität herangezogen werden. Ein Verfahren zur Messung von Volatilitätserwartungen besteht in der Verwendung von Prognosen, die auf Zeitreihenmodellen beruhen. Derartige Schätzungen weisen darauf hin, dass der Rückgang der Volatilität von Swaptions, obwohl recht ausgeprägt, dennoch in erster Linie darauf zurückzuführen war, dass die Anleger mit einem weiteren Sinken der Volatilität rechneten. Insbesondere findet der Rückgang der impliziten Volatilität in den letzten Jahren seine Entsprechung größtenteils in niedrigeren (außerhalb des Schätzzeitraums erhobenen) Prognosewerten für Volatilität; diese werden durch ein Modell abgebildet, das Veränderungen in der Wahrnehmung des langfristigen Volatilitätsniveaus einbezieht. Ferner fiel der beobachtete Rückgang der impliziten Volatilität von Swaptions mit einem Abwärtstrend der tatsächlichen langfristigen Zinsvolatilität zusammen (Grafik VI.5 Mitte).

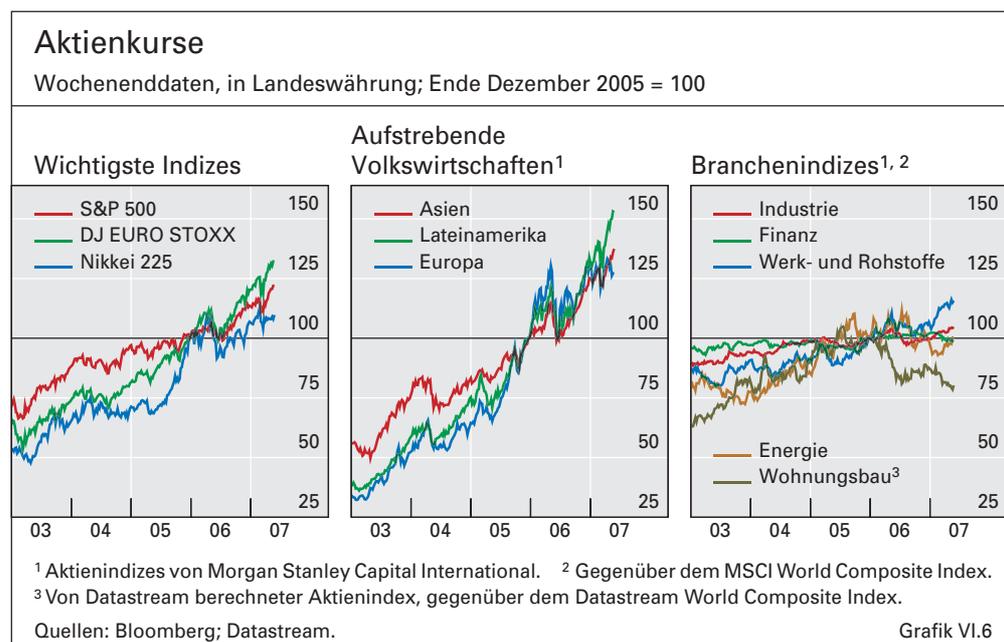
Geringere Volatilität
möglicherweise auf
als stabil einge-
schätzte Wirt-
schaftslage
zurückzuführen

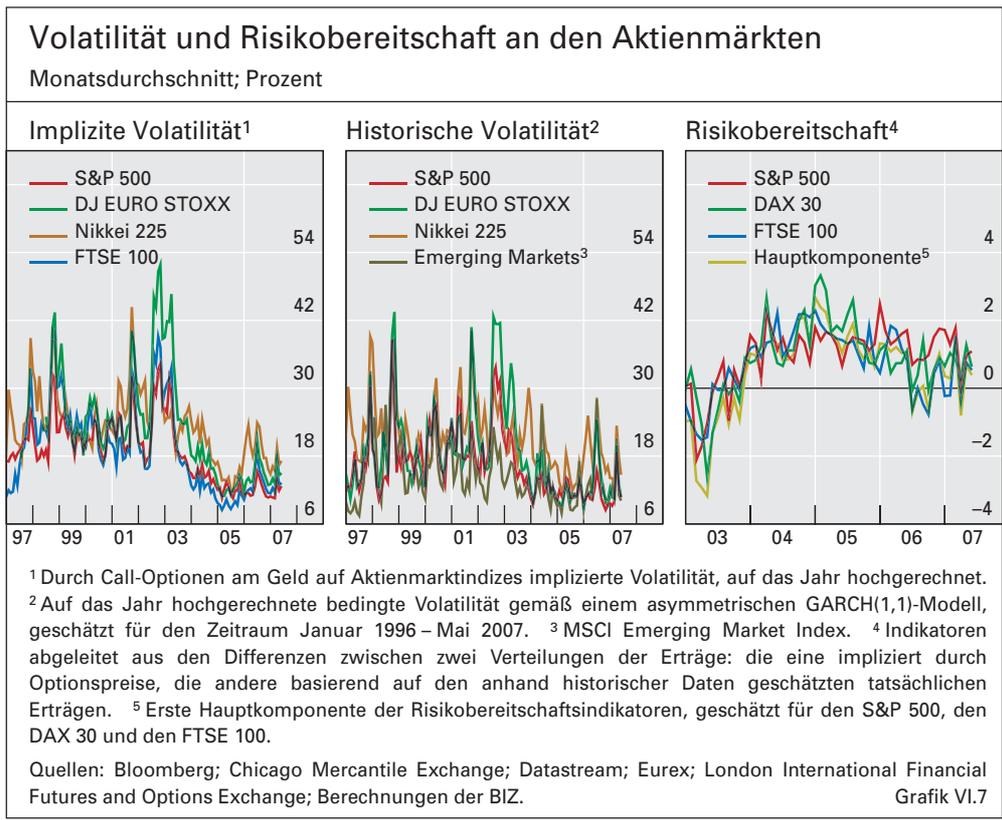
In Anbetracht der gegenüber US-Schatzpapieren in jüngster Zeit recht stabilen Swapsreads stand dem stetigen Absinken der Volatilität der Swapsätze seit Mitte 2003 weitgehend ein Rückgang der Volatilität 10-jähriger US-Anleiherenditen gegenüber (Grafik VI.5 rechts). Dieser Rückgang dürfte einigen Hinweisen zufolge seinerseits darauf zurückzuführen sein, dass die Stabilität der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten als höher eingeschätzt wurde. Insbesondere der in den nominalen Anleiherenditen enthaltene Inflationsausgleich war weniger volatil, was – wie die stabilen Prämien für das Inflationsrisiko – im Einklang mit weniger volatilen langfristigen Inflationserwartungen steht. Dies mag auf eine gestiegene Glaubwürdigkeit der Zentralbanken zurückzuführen sein oder darauf, dass die Anleger in Zukunft mit schwächeren Inflationschocks für die Wirtschaft rechnen. Die allgemeine Verringerung der Schwankungen der geschätzten Laufzeitprämien, hauptsächlich aufgrund weniger volatiler Prämien für das Realzinsrisiko, dürfte ebenfalls zu niedrigerer Zinsvolatilität beigetragen haben.

Robuste Aktienmärkte trotz gelegentlicher Volatilitätsphasen

Kursanstieg bei
Aktien ...

Der weltweite Kursanstieg an den Aktienmärkten, der Anfang 2003 begonnen hatte, setzte sich fast im gesamten Berichtszeitraum fort, ungeachtet zweier ausgeprägter Verkaufswellen von Mai bis Juni 2006 und Ende Februar bis März 2007. Im dritten Jahr in Folge war die Aktienperformance in den fortgeschrittenen europäischen Volkswirtschaften besser als jene an anderen entwickelten Märkten, wobei der entsprechende Index von Ende März 2006 bis Mitte Mai 2007 um 19% stieg und damit die Kursgewinne in den USA (17%) und Japan (2%) übertraf (Grafik VI.6 links). Im Allgemeinen entwickelten sich die Aktien an den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften noch besser. In Lateinamerika, Asien und Europa beliefen sich die Kursgewinne auf 37%, 28% bzw. 10% (Grafik VI.6 Mitte). Phasen gesteigener Volatilität im Zuge der erwähnten





Verkaufswellen waren ebenfalls kurzlebig. Infolgedessen lagen die Volatilitäten der Aktienkurse Ende 2006 nahe ihren historischen Tiefstständen und blieben noch im Mai 2007 deutlich unter den langfristigen weltweiten Durchschnittswerten (Grafik VI.7 links und Mitte).

Hohe Unternehmensgewinne beleben die Märkte

Weltweit wurden die Aktienkurse erheblich durch hohe Gewinne börsennotierter Unternehmen in den entwickelten Volkswirtschaften gestützt. Selbst die Abkühlung des BIP-Wachstums in den USA im dritten Quartal 2006 hatte zunächst nur geringe Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne, die erst gegen Ende des Jahres Anzeichen einer Abschwächung aufwiesen. Die Stagnation der Wohnimmobilienpreise beeinträchtigte 2006 jedoch sehr wohl die Ertragslage und den Erfolg einzelner Branchen wie der Bauindustrie (Grafik VI.6 rechts). Auch in Europa verzeichneten die Unternehmensgewinne insgesamt ein kräftiges Wachstum, wobei die robuste Konjunktur im Vereinigten Königreich, in Deutschland und in Frankreich dazu beitrug, dass die Aktienmärkte gelassen auf die anhaltende geldpolitische Straffung der Bank of England und der EZB reagieren konnten. Die Entwicklung der Gewinne in Japan konnte nach dem beschleunigten Wachstum Anfang 2006 nicht Schritt halten.

... gestützt durch hohe Unternehmensgewinne

Die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen vor dem Hintergrund allgemein günstiger gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen (Kapitel III) und beträchtlicher Risikobereitschaft der Anleger weltweit. Die kräftigen Wertgewinne im Sektor der Werk- und Rohstoffe (Grafik VI.6 rechts), darunter auch Unternehmen im Bergbau und in der Metallerzeugung, sind zum Teil Ausdruck der hohen Wachstumsraten in aufstrebenden Volkswirtschaften,

Risikobereitschaft
begünstigt
Kursentwicklung in
aufstrebenden
Volkswirtschaften ...

in denen die Industrialisierung stark vorangetrieben wird, wie etwa China. Ferner hielten sich die Ansteckungseffekte politischer Unruhen in einzelnen Volkswirtschaften, z.B. Ungarn, Thailand und Ecuador, auf andere Märkte in engen Grenzen. Dennoch stagnierten die Aktien des Energiesektors ab Mitte 2006, entsprechend den tieferen Ölpreisen, ebenso die Aktienkurse im ölexportierenden Russland, wo Anfang 2007 besonders hohe Kurseinbußen verzeichnet wurden. Im Gegensatz zu den Märkten entwickelter Länder hielt das Gewinnwachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht mit der Entwicklung der Aktienkurse Schritt. Vielmehr war dort ein kräftiger Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse festzustellen (Grafik VI.9 Mitte), was mit der wachsenden Risikobereitschaft bei Investitionen in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften in Einklang steht.

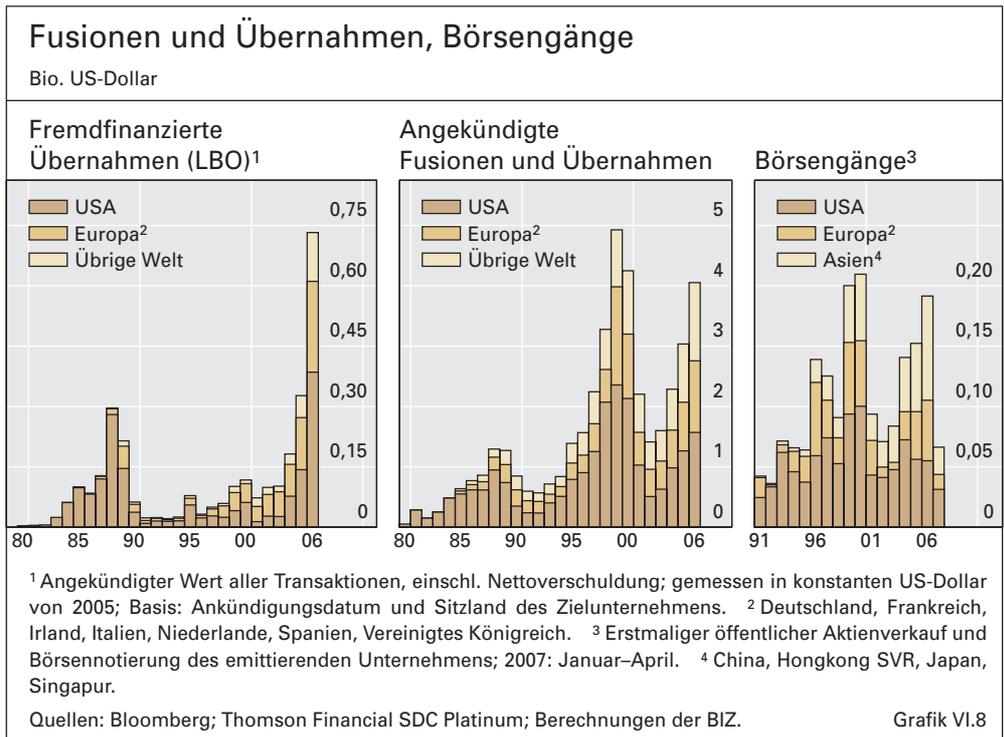
Die Aktienmärkte weltweit verzeichneten von Mai bis Juni 2006 und von Ende Februar bis März 2007 schwere Verluste, wobei der globale MSCI-Index um 13% bzw. 7% einbrach. Die Mitte 2006 auftretende Verkaufswelle scheint ihren Ursprung eher in der nachlassenden Risikobereitschaft der Anleger als in einer Neubewertung der Fundamentaldaten gehabt zu haben (Grafik VI.7 rechts). Infolgedessen war der Kurseinbruch bei den Aktien aufstrebender Volkswirtschaften mit 26% am stärksten. Demgegenüber fiel die Verkaufswelle von Anfang 2007 mit Besorgnis wegen der Schwäche der US-Wirtschaft (insbesondere des Wohnimmobilienmarktes) zusammen. Obwohl die Verkaufswelle mit einer starken Korrektur der chinesischen Börse begann, lagen die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht so deutlich unter denjenigen in den entwickelten Ländern wie Mitte 2006. Zudem war die weltweite Verkaufswelle diesmal nur von kurzer Dauer. Der Anstieg der Volatilität und der Rückgang der Risikobereitschaft hatten sich größtenteils schon nach nur einem Monat wieder umgekehrt (Grafik VI.7).

Fusionen und Übernahmen stützen den Markt

... und robustes
Wachstum bei
Fusionen und
Übernahmen

Laufende und absehbare Veränderungen der Kapitalstruktur stützten die Aktienkurse ebenfalls. Aktienrückkäufe nahmen weiter zu: S&P-500-Unternehmen erwarben 2006 eigene Aktien in Höhe von mehr als \$ 430 Mrd., womit das im Vorjahr erreichte Rekordniveau nochmals deutlich übertroffen wurde. Außerdem stiegen die fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buyouts, LBO) 2006 auf einen Gesamtwert von \$ 753 Mrd., wobei die Übernahmeangebote von Private-Equity-Investoren das (in konstanten Dollar gerechnete) Volumen aus dem LBO-Spitzenjahr Ende der 1980er Jahre übertrafen. Ein besonders auffallender Unterschied zwischen dem jüngsten und früheren Booms bestand darin, dass die Übernahmen nicht mehr überwiegend US-Unternehmen zum Ziel hatten; tatsächlich entfielen 31% des angekündigten Wertes aller Transaktionen auf europäische Übernahmeziele, gegenüber weniger als 10% im Jahr 1988. Übernahmen in aufstrebenden Volkswirtschaften und anderen Ländern machten ebenfalls einen beträchtlichen Anteil aus (Grafik VI.8 links).

In der allgemeiner gefassten Kategorie der Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) legte das Geschäft 2006 mit angekündigten Transaktionen im Wert von \$ 4,1 Bio. gegenüber dem bereits hohen Niveau



von 2005 nochmals kräftig zu und erreichte in realer Betrachtung den höchsten Stand seit 2000. Besonders schwungvoll entwickelte sich das M&A-Geschäft in Europa, wo es 2006 um 52% zunahm. Damit erhöhte sich der Gesamtwert der Transaktionen auf \$ 1,2 Bio., eine Größenordnung ähnlich wie in den USA (Grafik VI.8 Mitte). Die beispiellose Aktivität bei Unternehmensübernahmen war wahrscheinlich ein Grund für die Robustheit des europäischen Aktienmarktes. In nicht unerheblichem Maße begünstigt durch Meldungen über mögliche Übernahmen stieg der führende europäische Aktienindex im Dezember 2006 an zehn Tagen in Folge an – die längste Hausse seit 1997.

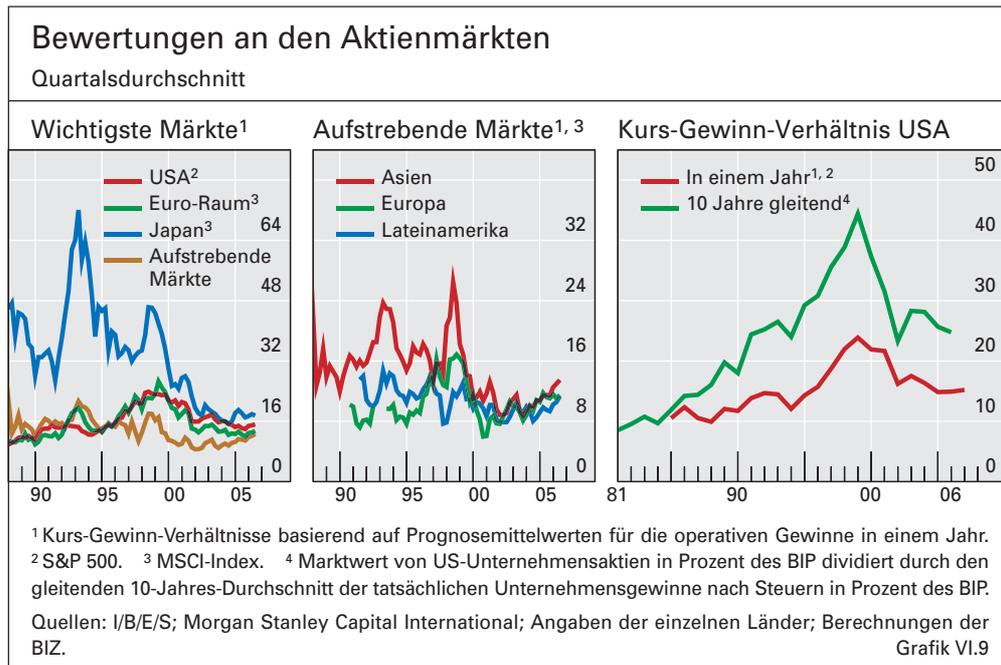
Markt für Unternehmensübernahmen in Europa besonders stark

Die Börsengänge erreichten das höchste Volumen seit 2000. Eine besonders große Zahl von Börsengängen war in Asien zu beobachten, wo sie im Rekordwert von \$ 86,4 Mrd. stattfanden – ein Anstieg um 53% gegenüber dem Vorjahr (Grafik VI.8 rechts). Außergewöhnlich hoch war das Volumen an den Börsen von Hongkong und Shanghai. Während das Volumen der Börsengänge in Europa um 27% wuchs, stagnierte es in den USA, und der Anteil der US-Transaktionen an den Börsengängen aller führenden Märkte ging auf weniger als 30% zurück.

Bewertungsniveau

Vor dem Hintergrund derart robuster Unternehmensgewinne führten die aufwärtsstrebenden Aktienkurse dennoch nicht zu einem höheren Bewertungsniveau an den Märkten der entwickelten Länder, jedenfalls nicht gemäß einigen besonders häufig verwendeten Kennzahlen. Vielmehr wurden die Gewinnprognosen schneller revidiert, als die Kurse stiegen. 2006 verharnte der S&P 500 beim 15-fachen der Gewinnschätzung für das nächste Jahr, womit diese Kennzahl geringfügig über derjenigen des MSCI für den Euro-Raum lag.

Sinkende Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA und im Euro-Raum ...



Beide Kurs-Gewinn-Verhältnisse bewegten sich sogar knapp unterhalb ihres langfristigen Durchschnitts von 16 im Zeitraum 1988–2005. In Japan war das Kurs-Gewinn-Verhältnis im zweiten Halbjahr 2005 und Anfang 2006 zwar markant angestiegen, doch blieb es deutlich unter dem Niveau früherer Jahrzehnte (Grafik VI.9 links).

... dagegen Anstieg in aufstrebenden Volkswirtschaften

Demgegenüber waren die Bewertungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften recht euphorisch; sie setzten ihren 2005 begonnenen Anstieg steil fort (Grafik VI.9 Mitte). Der Wertzuwachs fiel in Asien am deutlichsten aus, obwohl die Bewertungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas in den letzten fünf Jahren rascher gestiegen sind. Trotz der jüngsten Aufwärtsentwicklung waren die Bewertungen in allen großen aufstrebenden Regionen deutlich niedriger als in den späten 1990er Jahren (vor dem Einbruch der Aktienmärkte).

Freilich erscheinen die Bewertungen in den entwickelten Ländern überdehnter, wenn sie historischen Gewinndaten und nicht kurzfristigen Prognosen gegenübergestellt werden. Wie nachstehend erläutert, reichten die Gewinne in den USA als Prozentsatz des BIP 2006 bereits nahe an die historischen Höchststände heran (Grafik VI.15). Das Verhältnis realer Aktienkurse zum gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt realer Gewinne in den USA eignet sich zur Glättung zyklischer Schwankungen und gilt als historisch robuste (inverse) Schätzgröße für künftige Erträge. Ende 2006 befand sich dieses Kurs-Gewinn-Verhältnis mit einem Wert von rund 25 deutlich über dem historischen Durchschnittswert seit den frühen 1980er Jahren von knapp 20 (Grafik VI.9 rechts).

Renditeaufschläge nahe historischen Tiefständen

Die Renditeaufschläge wurden im Berichtszeitraum bei allen Arten von Schuldtiteln kleiner, wobei die Spreads auf risikoreichere Schuldtitel am stärksten zurückgingen. Die Hausse an den Kreditmärkten wurde zweimal durch Phasen

von Marktturbulenzen unterbrochen, die jedoch von relativ kurzer Dauer waren. Wichtige Kräfte, die die Rally getragen haben, waren offenbar die solide Verfassung der Unternehmen, die große Nachfrage der Anleger nach strukturierten Kreditprodukten und die gestiegene Risikobereitschaft der Anleger.

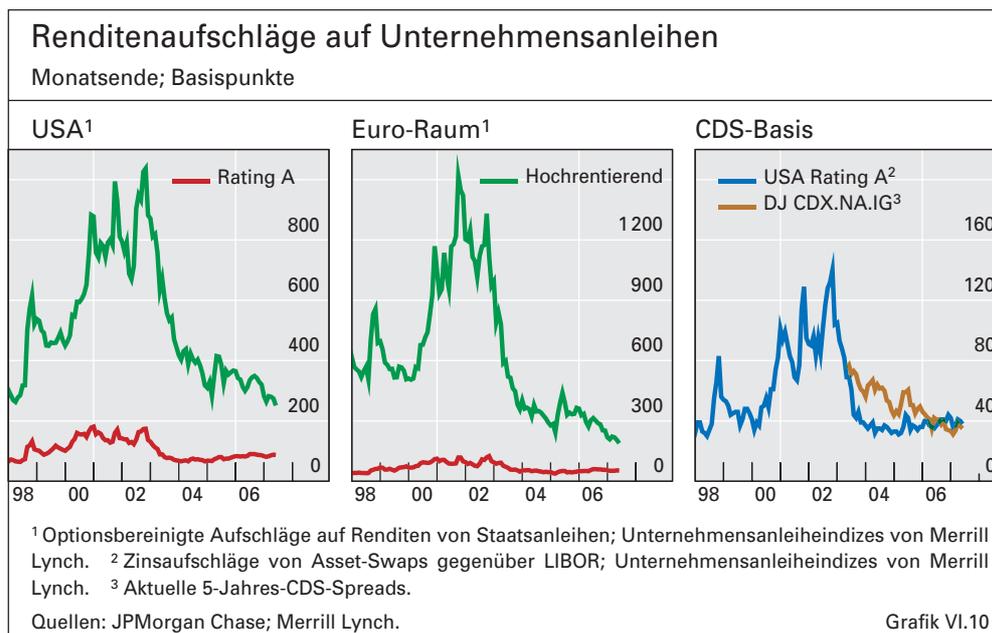
Überdurchschnittliche Kursgewinne bei den Hochzinsanleihen

Bei den risikoreicheren Anleihen sanken die Aufschläge im Zuge der Hausse an einigen Märkten auf neue Tiefstände (Grafik VI.10). Ende Mai 2007 lag ein Index für Spreads auf hochrentierende US-Unternehmensanleihen bei etwas mehr als 250 Basispunkten – unter dem vorherigen Tiefstand, den er vor der Verkaufswelle an den Kreditmärkten im zweiten Quartal 2005 erreicht hatte, und nur wenige Basispunkte über seinem Rekordtief vom Oktober 1997 (235 Basispunkte). Ebenso fielen die Renditenaufschläge auf europäische Hochzinsanleihen auf weniger als 190 Basispunkte und befanden sich damit mehr als 40 Basispunkte unter dem vorherigen Tiefstand vom März 2005. Die Spreads auf US- und europäische Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bewegten sich in einer relativ engen Bandbreite und lagen Ende Mai 2007 nur wenige Basispunkte über dem Niveau vom März 2006.

Die erste zeitweilige Neubewertung des Kreditrisikos erfolgte ab Mitte Mai 2006. Der Spread auf hochrentierende US-Unternehmensanleihen weitete sich von 288 Basispunkten am 12. Mai 2006 bis Ende Juni 2006 um 47 Basispunkte aus. Nur dank des Automobilsektors hat sich der Hochzinsspread auf Credit-Default-Swaps (CDS) im Juni und Juli nicht noch erheblich mehr ausgeweitet: Die CDS-Spreads von General Motors und Ford gingen von Ende Juni bis Ende August um mehr als 300 Basispunkte zurück. Die Aufschläge auf risikoreiche Vermögenswerte blieben im August hoch; Ende September setzte sich dann der Abwärtstrend wieder fort. Aufgrund von Umschichtungen von hochrentierenden Schuldtiteln in weniger risikoreiche Vermögenswerte im Mai und im Juni machte sich die Verkaufswelle in den Renditenaufschlägen auf

Rückläufiger Trend bei den Hochzins spreads ...

... trotz Marktturbulenzen Mai/Juni 2006 ...



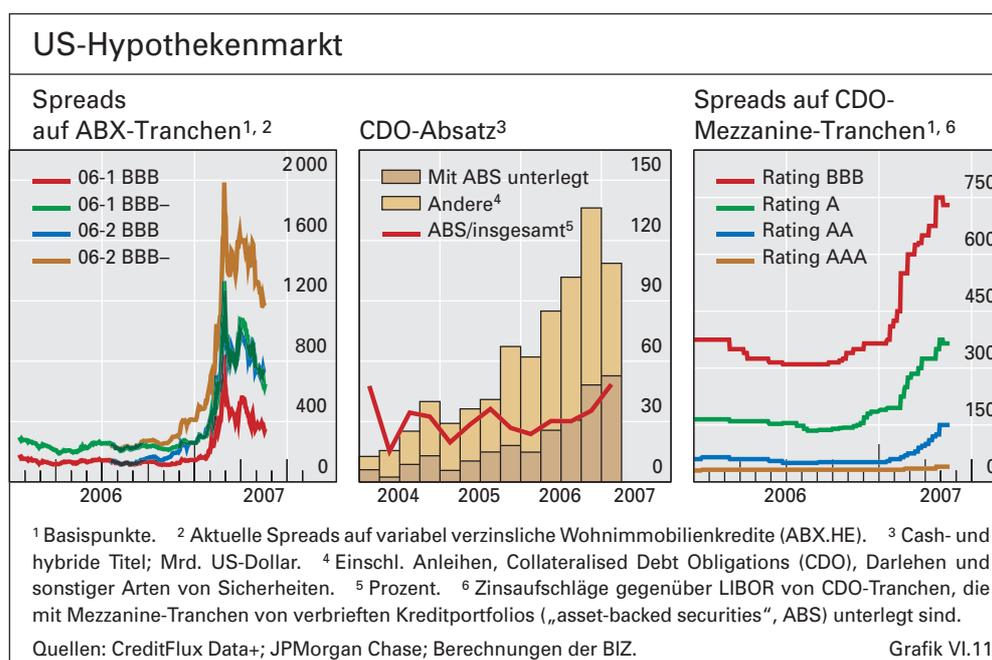
Schuldtitel mit höherem Rating nur wenig bemerkbar. Beispielsweise weiteten sich die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen mit A-Rating sowohl in den USA als auch in Europa in dieser Phase um weniger als 10 Basispunkte aus.

... und Ende
Februar/März 2007

Ende Februar und im März 2007 erlebten die Kreditmärkte eine zweite Phase von Turbulenzen, die allerdings letztendlich geringere Auswirkungen hatte. Am 27. Februar schnellten die Spreads auf US-Hochzinsanleihen vor dem Hintergrund der weltweiten Verkaufswelle an den Aktienmärkten um mehr als 20 Basispunkte in die Höhe und setzten ihren Anstieg danach noch etwa vier Tage lang fort. Während die Aktienmärkte die Kursverluste drei Wochen nach der Verkaufswelle größtenteils wieder wettgemacht hatten, ging die Erholung an den Kreditmärkten etwas langsamer voran. Erst in der zweiten Maihälfte erreichten die Spreads auf US-Hochzinsanleihen wieder ihren Tiefstand von Ende Februar.

Wachsende
Besorgnis
hinsichtlich des
US-Hypotheken-
marktes ...

Zur Marktunsicherheit trug auch eine zunehmende Besorgnis hinsichtlich des sog. Subprime-Bereichs am Markt für Wohneigentum bei. Bei diesen Krediten an Schuldner geringerer Bonität stieg die Ausfallquote, die sich 2004 und 2005 zumeist um 10% bewegt hatte, bis Ende 2006 auf 13%, wobei ein Großteil des Anstiegs im vierten Quartal erfolgte (Kapitel VII). Dies führte zu einer Reihe von Insolvenzen bei Kreditgebern von nicht erstklassigen Hypotheken und ab November 2006 zu einer beträchtlichen Ausweitung der Spreads auf den als unterhalb Investment-Grade eingestufteten Tranchen von Wohnimmobilienkrediten („home equity loans“; s. auch Grafik VI.11 links). Im Anschluss an die Ankündigung höherer Rückstellungen für notleidende Subprime-Kredite durch die HSBC vom 8. Februar 2007 und die Abwärtskorrektur der Prognose von New Century Financial zum Kreditvergabevolumen für 2007 erhöhten sich die Spreads in diesem Marktsegment in nur zwei Tagen um nicht weniger als 200 Basispunkte.



Ob und in welcher Form die Probleme am US-Hypothekenmarkt für nicht erstklassige Schuldner auf andere Märkte übergreifen könnten, bleibt offen. Zum Teil sind die Risiken begrenzt, da der Subprime-Markt vergleichsweise klein ist. Der Anteil der Kreditvergabe an nicht erstklassige Schuldner an der gesamten US-Hypothekenkreditvergabe lag im Jahr 2006 bei nur 21%, und am Jahresende machten diese Kredite 14% der gesamten ausstehenden Hypothekenkredite aus. Ungeachtet dessen hat die Besorgnis der Anleger stetig zugenommen, dass sich eine anhaltende Verschlechterung auf die Bewertungen von forderungsgedeckten Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO), die durch forderungsunterlegte Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS) besichert sind, auswirken könnte. Dabei ist schwer auszumachen, wo genau im CDO-Markt die Risiken in Bezug auf nicht erstklassige Hypothekenkredite im weiteren Sinn (Subprime- und sog. Alt-A-Kredite) konzentriert sind. Schätzungen auf Basis individueller CDO-Transaktionen zeigen, dass ABS etwa ein Drittel der Sicherheiten ausmachen, mit denen Cash-CDO unterlegt sind (Grafik VI.11 Mitte). Branchenschätzungen lassen vermuten, dass ein großer Teil mit Subprime- und Alt-A-Hypothekenkrediten besichert ist. Die Spreads auf CDO-Tranchen, die durch Mezzanine-Tranchen von ABS besichert sind, weiteten sich ab Ende Januar 2007 aus, was ein Zeichen dafür ist, dass die Anleger einer erheblichen Verschlechterung des zugrundeliegenden Sicherheitenpools eine größere Wahrscheinlichkeit beimessen (Grafik VI.11 rechts).

... und der Folgen für die CDO-Märkte

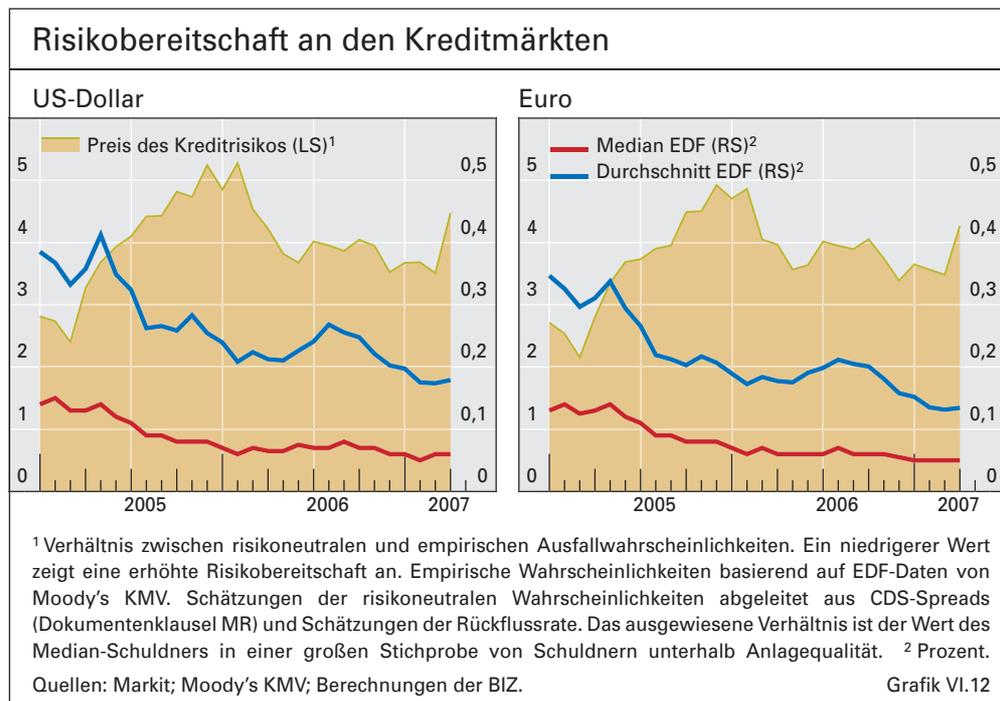
Höhere Risikobereitschaft der Anleger

Während im Allgemeinen solide Unternehmensbilanzen (s. unten) die Bewertungen an den Kreditmärkten stützten, gibt es auch Hinweise dafür, dass Veränderungen in der Risikobereitschaft der Anleger zum Abwärtstrend der Spreads auf risikoreiche Vermögenswerte beitrugen. Eine einfache Schätzung des Preises für eine „Einheit“ Risiko in einem bestimmten Kreditmarktsegment ergibt sich aus dem Verhältnis zwischen der aus den Renditenaufschlägen abgeleiteten Ausfallwahrscheinlichkeit und der aus zugrundeliegenden Bilanzinformationen abgeleiteten Ausfallwahrscheinlichkeit, in diesem Fall den von Moody's KMV geschätzten erwarteten Ausfallhäufigkeiten („expected default frequencies“, EDF). Je größer dieses Verhältnis ist, umso höher ist die Kompensation, die von den Gläubigern für die Übernahme eines gegebenen Ausfallrisikos verlangt wird. Natürlich können EDF selbst gewisse Elemente der Marktstimmung beinhalten, da sie zum Teil Aktienkurse und Volatilitäten widerspiegeln. Trotzdem sind sie ein brauchbarer Näherungswert für die Einschätzung des grundlegenden Ausfallrisikos durch die Marktteilnehmer.

Veränderungen in der Risikobereitschaft der Anleger ...

Im Wesentlichen weisen diese Indikatoren darauf hin, dass die Risikobereitschaft der Anleger über weite Strecken des Jahres 2006 zunahm. Die positive Entwicklung der Unternehmen trug zweifellos zum niedrigen Niveau sowohl der EDF als auch der CDS-Prämien im Berichtszeitraum bei. Die Prämien für CDS sind jedoch vergleichsweise stärker zurückgegangen, was vermuten lässt, dass neben Veränderungen der Fundamentaldaten vor allem auch Veränderungen in der Risikobereitschaft der Anleger einen wichtigen Einfluss auf die Entwicklung der Risikoaufschläge auf Hochzinsanleihen hatten

... tragen zu niedrigeren Aufschlägen auf Hochzinsanleihen bei



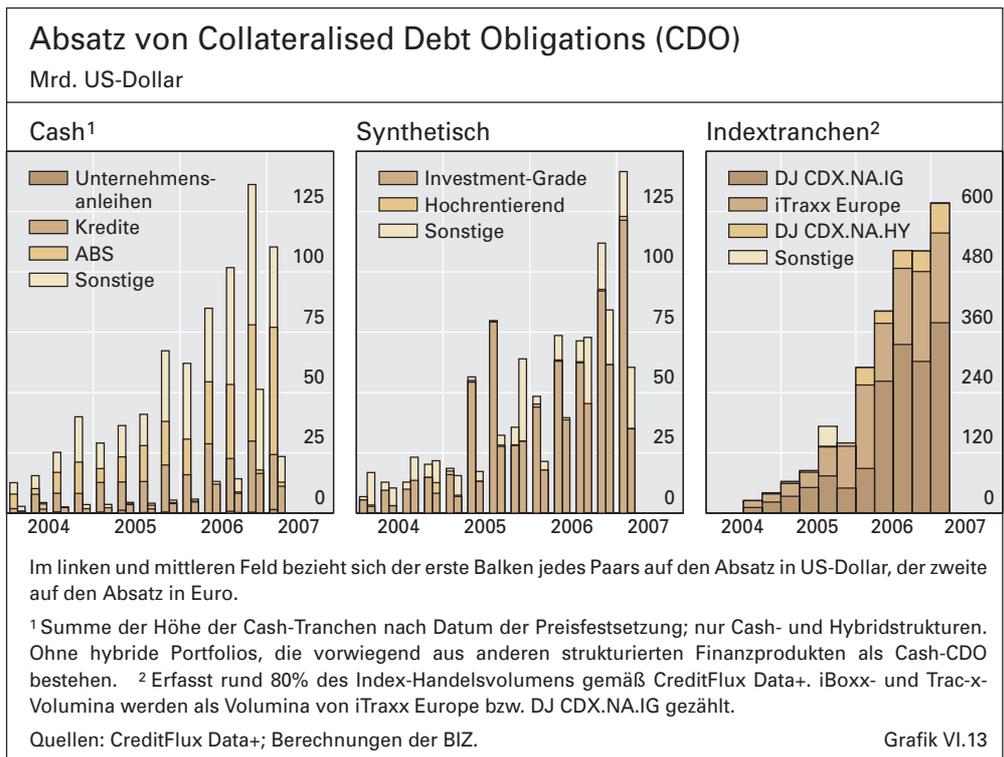
(Grafik VI.12). Der geschätzte Preis für das Kreditrisiko, der Ende 2005 einen Höchststand erreicht hatte, ging im Jahr 2006 und Anfang 2007 zumeist zurück, ein Trend, der nur kurzzeitig durch die Verkaufswelle im Mai/Juni 2006 unterbrochen wurde. Die neuesten verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass der Anstieg der Spreads auf Hochzinsanleihen Ende Februar und im März 2007 weitgehend auf einen Anstieg des Preises für das Risiko zurückzuführen war.

Rasant steigender Absatz von strukturierten Kreditprodukten

Rekordabsatz von CDO ...

Der Abwärtstrend der Spreads auf Hochzinsanleihen erfolgte in einem Zeitraum, der von einem hohen Absatz strukturierter Kreditprodukte geprägt war, was einige Beobachter zu der Vermutung veranlasste, das Wachstum des CDO-Marktes seit 2004 habe zur Verengung der Spreads beigetragen. Im Jahr 2006 erreichte der weltweite Absatz von auf US-Dollar und auf Euro lautenden Cash-CDO mit \$ 470 Mrd. einen Rekordwert, wobei das Geschäft im vierten Quartal besonders lebhaft war (Grafik VI.13). Ebenso übertraf 2006 die Emission von synthetischen CDO (oder CDO auf CDS) mit \$ 524 Mrd. die Vorjahreswerte bei Weitem, was auch auf den Handel mit CDS-Indextranchen (\$ 1 736 Mrd.) zutraf.

Es gibt mindestens zwei Kanäle, über die der Absatz von strukturierten Produkten Abwärtsdruck auf die Renditenaufschläge ausüben kann. Erstens vergrößert der Absatz von Cash-CDO ganz allgemein die Anlegerbasis von – und damit auch die Nachfrage nach – Unternehmensschuldtiteln. Anleger, die ausschließlich in Wertpapieren mit hohem Rating investieren, können über den Kauf höherrangiger CDO-Tranchen indirekt Engagements in Unternehmensschuldtiteln ohne Investment-Grade-Rating eingehen. Der zweite Kanal betrifft den Verkauf von Kreditabsicherungen am CDS-Markt durch die Emittenten synthetischer CDO und anderer strukturierter Kreditprodukte, was die Liquidität sowohl am Derivat- als auch am Kassamarkt verbessern kann. Tatsächlich ist der durch den Absatz strukturierter Produkte erzeugte Absicherungsumfang



möglicherweise sogar höher, als aus der Summe der Nominalwerte der CDO zu schließen wäre. Zum Beispiel erfordert die Absicherung von Single-Tranche-CDO, bei denen nur ein bestimmtes Intervall der Ausfallverteilung an Anleger veräußert wird, dass die Arrangeure Kreditabsicherungen im vielfachen Umfang des Nominalwerts verkaufen, um die hohe Preisreagibilität dieser Tranchen auszugleichen. Bei komplexeren Produkten, wie etwa „constant proportion portfolio insurance“ (CPPI) und „constant proportion debt obligations“ (CPDO) kann das Vielfache sogar noch höher liegen.

Der Absatz strukturierter Produkte kann prinzipiell durch beide Kanäle Abwärtsdruck auf die Spreads ausüben; die verfügbaren Daten legen jedoch nahe, dass dies im Jahr 2006 möglicherweise keine entscheidende Rolle gespielt hat, zumindest nicht an den Hochzinsmärkten. Weniger als 1% der gesamten Cash-CDO-Emissionen war mit Anleihen als Sicherheit unterlegt, und ein Großteil dieser Anleihen besaß ein Investment-Grade-Rating. Ebenso bezog sich der Absatz von synthetischen CDO, Index-Tranchen und CPDO meist auf Investment-Grade-Schuldner. Auch wenn der CDO-Absatz mit engeren CDS-Prämien im Hochzinssegment einhergeht, lässt eine einfache Regressionsanalyse darauf schließen, dass die Korrelation gering und bei Verwendung monatlicher Daten statistisch kaum signifikant ist.

Trotzdem gibt es Hinweise darauf, dass die Zunahme des Absatzes synthetischer CDO zur Abkopplung der Spreads auf Investment-Grade-Anleihen von den entsprechenden CDS-Prämien beigetragen haben könnte (Grafik VI.10 rechts). Vom Ende der Verkaufswelle an den Kreditmärkten im März 2005 bis Ende Februar 2007 wurden die CDS-Spreads von US-Dollar- und Euro-Schuldtiteln mit Investment-Grade-Rating kontinuierlich enger, während gleichzeitig besonders viele strukturierte Produkte abgesetzt wurden. Im

... mit kaum nachweisbarem Effekt an den Hochzinsmärkten ...

... jedoch spürbaren Auswirkungen in den Investment-Grade-Segmenten

Gegensatz dazu haben sich die Asset-Swap-Spreads bei Investment-Grade-Schuldnern insgesamt kaum verändert.

Eine Wende im Kreditzyklus?

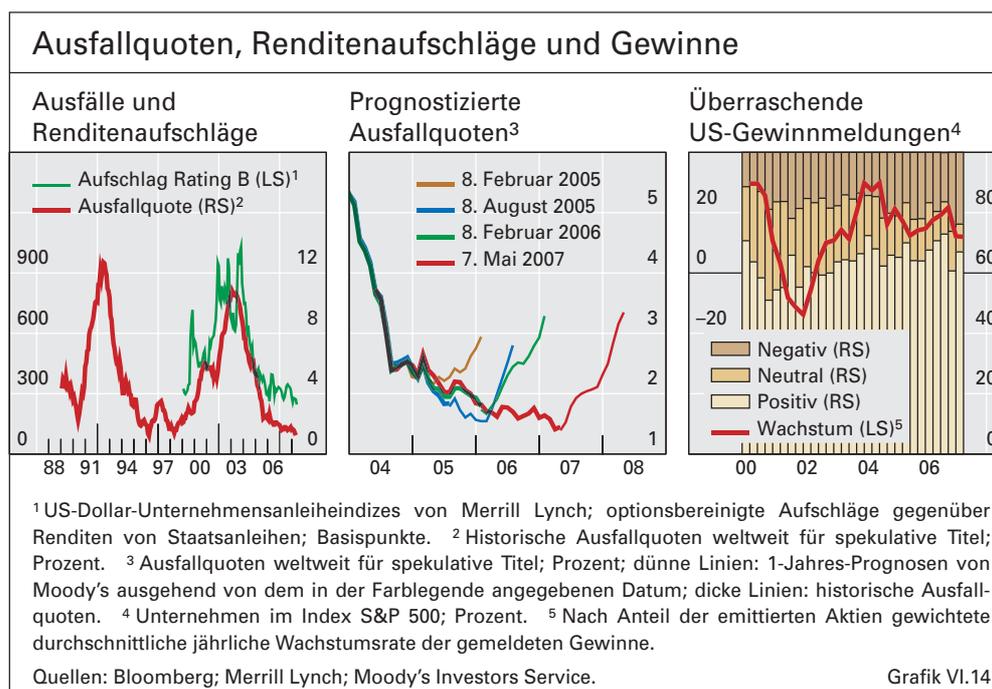
Mit den Spreads in der Nähe ihres Rekordtiefs, waren die Kreditmärkte wohl anfällig für eine Neubewertung. In den Phasen von Marktturbulenzen im Berichtszeitraum dürfte die latente Nervosität der Marktteilnehmer darüber zum Ausdruck gekommen sein, dass die Abwärtsrisiken in guten Zeiten tendenziell größer sind.

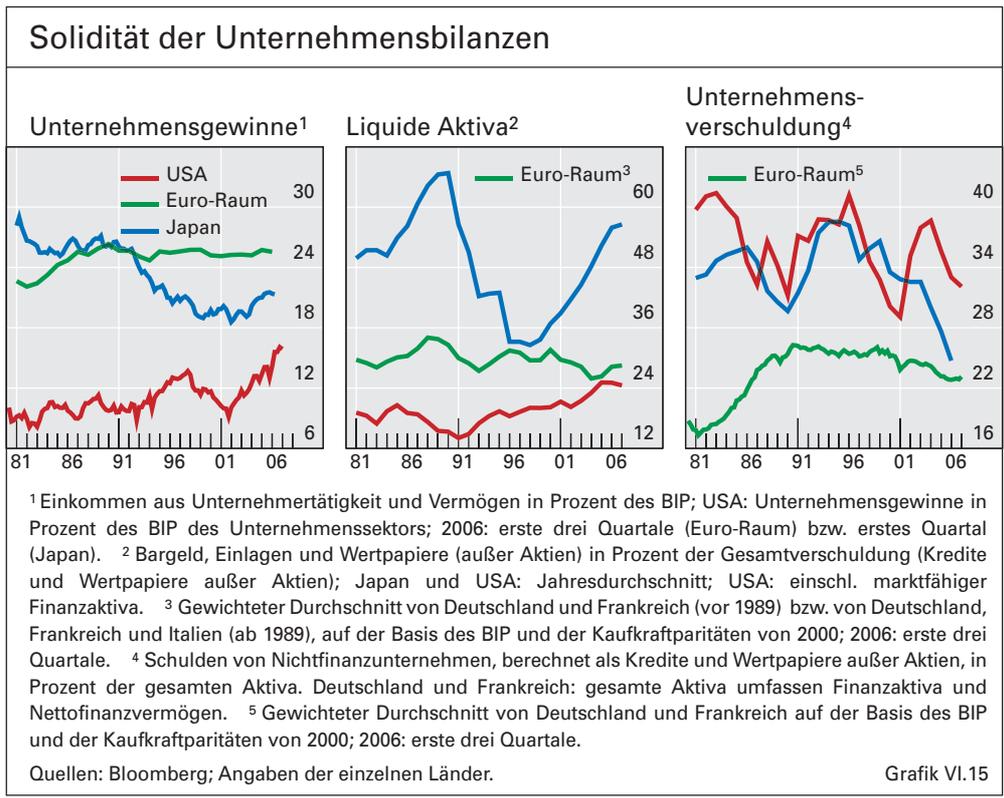
Auf kurze Sicht scheinen jedoch nur wenige Marktteilnehmer besorgt darüber, dass sich die Kreditqualität plötzlich und auf breiter Basis verschlechtern könnte. Im spekulativen Bereich sank die Ausfallquote bei den Unternehmen im Jahr 2005 auf unter 2% und blieb seitdem in dieser Größenordnung, womit sie immer wieder unter den Prognosen der Ratingagenturen lag (Grafik VI.14). Ungeachtet dessen lässt die Tatsache, dass sich die Renditenaufschläge bei kurz- und mittelfristigen Instrumenten stärker verringert haben als bei Schuldtiteln mit längeren Laufzeiten, darauf schließen, dass die Marktteilnehmer allgemein von steigenden Ausfallquoten ausgehen.

Ein Faktor, der eine Neubewertung der Kreditrisiken auslösen könnte, wäre eine Verschlechterung der Unternehmensrentabilität. Zwar erreichte diese in den USA im Jahr 2006 insgesamt einen Rekordwert (s. oben), doch hat sich das Wachstum der Unternehmensgewinne Ende 2006 und Anfang 2007 erheblich verlangsamt. Obwohl die negativen Gewinnüberraschungen im vierten Quartal erneut von den positiven übertroffen wurden, hat sich der Abstand gegenüber den Vorquartalen deutlich verringert. Im ersten Quartal 2007 nahm die Zahl der positiven Überraschungen zwar wieder etwas zu, doch war dies im Wesentlichen auf niedrigere Erwartungen und nicht auf ein stärkeres Gewinnwachstum zurückzuführen.

Wenig Besorgnis hinsichtlich einer bevorstehenden Wende im Kreditzyklus

Möglicher Auslöser: langsames Wachstum der Unternehmensgewinne





Die Auswirkungen eines langsameren Wachstums der Unternehmensgewinne auf die gesamte Ausfallquote könnten sich aufgrund der soliden Unternehmensbilanzen eine Zeit lang in Grenzen halten. Tatsächlich deuten allgemeine Messgrößen zur Bilanzsituation der Unternehmen darauf hin, dass nur wenig Anlass zur Sorge besteht (Grafik VI.15). Insgesamt blieb der Fremdfinanzierungsgrad der Unternehmen in den USA und in Japan weit unter dem Niveau, das auf dem Höhepunkt der New-Economy-Euphorie verzeichnet worden war, und im Euro-Raum war er rückläufig. Ebenso verharnte das Verhältnis von liquiden Vermögenswerten zur Gesamtverschuldung in den USA leicht unter seinem zuletzt erreichten Höchststand und setzte seinen Aufwärtstrend in Japan und im Euro-Raum fort. Schließlich war der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP im Jahr 2006 hoch. Zumindest in den USA unterscheidet sich die gegenwärtige Situation offenbar recht deutlich von der Lage, die vor der Wende im Kreditzyklus Ende der 1980er Jahre und Ende der 1990er Jahre herrschte, als die Unternehmensgewinne niedriger und der Fremdfinanzierungsgrad etwas höher waren als heute.

Auf den ersten Blick scheint der tendenzielle Rückgang des Fremdfinanzierungsgrads der Unternehmen im Widerspruch zu dem wachsenden Volumen des M&A-Geschäfts und anderer weiter oben erwähnter aktionärsfreundlicher Maßnahmen zu stehen (Grafik VI.8). Allerdings ist die Bedeutung der aktionärsfreundlichen Maßnahmen, gemessen an der Größe des Unternehmenssektors auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, noch nicht besonders hoch. Selbst in den USA machte der Gesamtwert der LBO im Jahr 2006 nur etwa 3% des Marktwerts sämtlicher Aktien aus, und die Transaktionen waren relativ breit unter den Branchen gestreut.

Vielleicht begrenzte Auswirkungen dank solider Unternehmensbilanzen

Höheres Ereignisrisiko (M&A, LBO) bei einzelnen Unternehmen

Trotzdem können LBO zu einem beträchtlichen Anstieg der Verschuldung einzelner Unternehmen führen und damit das Risiko von insolventen Großunternehmen und Anspannungen in der betroffenen Branche erhöhen. Die Mehrheit der jüngsten M&A-Transaktionen wurde mit liquiden Mitteln finanziert, die oft zuvor an den Schudtitelmärkten aufgenommen worden waren. Der Anteil der mit Aktien finanzierten Geschäfte am gesamten Transaktionsvolumen lag 2006 bei nur 12%, nach 19% im Jahr 2004 und 26% im Jahr 2002. Mit liquiden Mitteln finanzierte Geschäfte erhöhen die Verschuldung tendenziell stärker als mit Aktien finanzierte Geschäfte. Gemäß Angaben einer führenden Ratingagentur erreichte das durchschnittliche Verhältnis Verschuldung/Cashflow bei Unternehmen, die von Private-Equity-Gesellschaften erworben wurden, 2006 den Rekordwert von 5,4 (Kapitel VII). Für bisherige Gläubiger fielen die Verluste aus unerwarteten Veränderungen der Kapitalstruktur hoch aus; laut einigen Berechnungen führten die fünf größten LBO börsennotierter Unternehmen für die Inhaber ausstehender Anleihen der übernommenen Unternehmen zu Marktwertverlusten von rund \$ 2 Mrd.

Früher oder später wird es zu einer Wende im Kreditzyklus kommen, und die Ausfallquoten werden zu steigen beginnen. Strategien, mit denen sich in einem Umfeld niedriger Renditenaufschläge ansehnliche Gewinne erzielen lassen, könnten sich dann plötzlich als risikoreicher herausstellen als erwartet. Insbesondere ist unklar, ob das gegenwärtige Niveau der Aufschläge hoch genug ist, um auch nur einen geringfügigen Anstieg der Ausfallquoten auszugleichen. Berechnungen einer Investmentbank legen nahe, dass das derzeit niedrige Niveau der Renditenaufschläge am US-Markt für Hochzinsanleihen in keiner Kohorte 5-jähriger Unternehmensanleihen ausgereicht hätte, um die Anleger für die tatsächlichen Kreditausfälle seit Mitte der 1970er Jahre zu entschädigen.

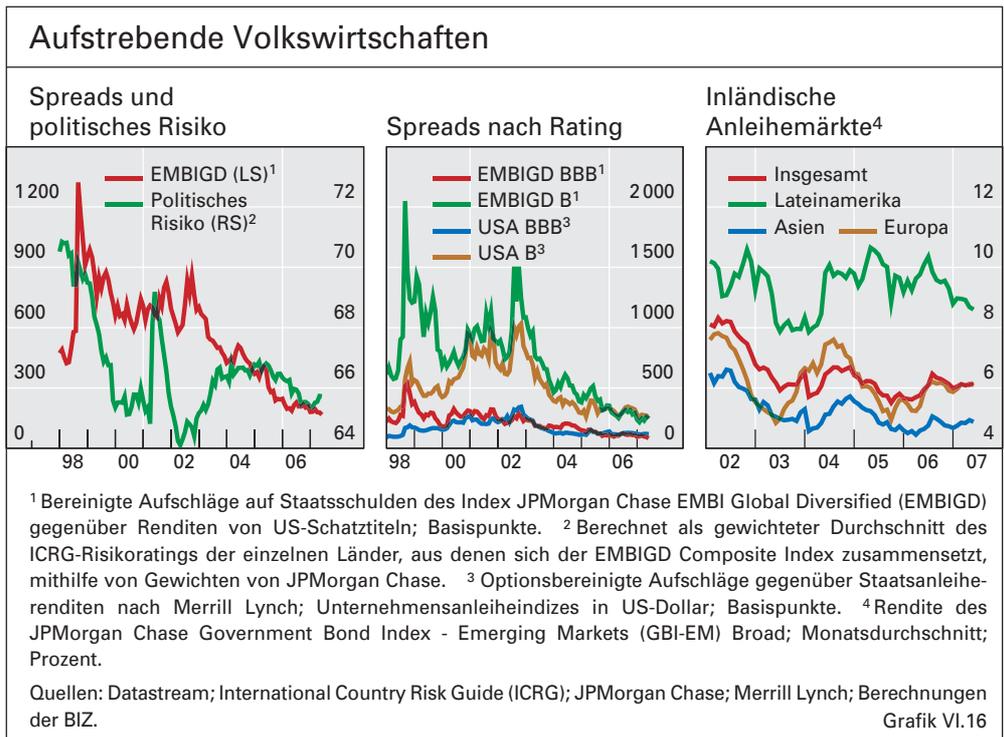
Große Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften

Hausse an den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften ...

Die Preise für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften haben sich ähnlich entwickelt wie die Vermögenspreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Insbesondere an den Aktienmärkten setzte sich der außergewöhnlich kräftige Kursanstieg der Vorjahre fort (s. weiter oben). Die Spreads auf staatliche Auslandsschulden der aufstrebenden Volkswirtschaften gingen weiter zurück, wenn auch langsamer als 2005, und der EMBI Global fiel auf neue Tiefstände (Grafik VI.16). Die Aufschläge auf diese Schudtitel sanken unter das Niveau der Aufschläge auf US-Unternehmensanleihen mit gleichem Rating. Wie an den Kreditmärkten der entwickelten Volkswirtschaften weiteten sich die Aufschläge während der zwei Verkaufswellen im Berichtszeitraum nur vorübergehend aus. Die Renditen von Schudtiteln in Landeswährung stiegen im ersten Halbjahr 2006 kräftig an, gingen danach aber wieder zurück.

... dank positiver gesamtwirtschaftlicher Entwicklung ...

Die gute Performance der Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften wurde durch ein weiteres Jahr mit einer hervorragenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung untermauert. Das hohe Wirtschaftswachstum in den



aufstrebenden Volkswirtschaften setzte sich fort, und viele Länder verzeichneten erneut eine Verbesserung ihres öffentlichen Haushalts und ihrer Zahlungsbilanz, was die Aufnahme von Auslandsschulden begrenzte (Kapitel III). Außerdem lösten einige Länder wiederum Schuldtitel in Fremdwährung durch Anleihen in Landeswährung ab. Mit \$ 6 Mrd. lag der Nettoabsatz internationaler Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zwar über dem Niveau des Vorjahres (\$ 5 Mrd.), blieb jedoch weit hinter den Volumina der späten 1990er Jahre zurück (fast \$ 50 Mrd. pro Jahr). Nicht staatliche Schuldner nutzten im Jahr 2006 die günstigen Finanzierungsbedingungen und emittierten neue Schuldtitel in Höhe von \$ 130 Mrd., wovon fast vier Fünftel auf Finanzinstitute entfielen. Der Aktienabsatz erreichte ebenfalls neue Höchststände, wozu mehrere sehr umfangreiche Börsengänge aus dem Finanzsektor, hauptsächlich in China und Russland, beitrugen.

Vereinzelt erhöhten auch politische und wirtschaftliche Ereignisse die Volatilität, insgesamt aber hatten sie kaum nachhaltige Auswirkungen. Beispielsweise ließ in Ecuador die Befürchtung, es könne zu einer Schuldenumstrukturierung nach argentinischem Vorbild kommen, die Spreads der Auslandsschulden des Landes von weniger als 500 Basispunkten im Sommer 2006 auf über 1 000 Basispunkte im Januar 2007 ansteigen. Danach aber fielen sie wieder nahezu auf ihr Ausgangsniveau. Im September 2006 weiteten sich die Spreads wegen des Militärputsches in Thailand und Unruhen in Ungarn allgemein aus, was jedoch nur wenige Tage anhielt. Als Thailand im Dezember 2006 die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen bekannt gab, um die Aufwertung des Baht zu stoppen, gingen die Kurse an der Börse von Bangkok um 15% zurück, und der Baht wertete in den folgenden Tagen um 4% ab, aber außerhalb Thailands gab es nur wenig Auswirkungen. In den folgenden Monaten allerdings erholten sich die Aktienkurse in Thailand dann wieder

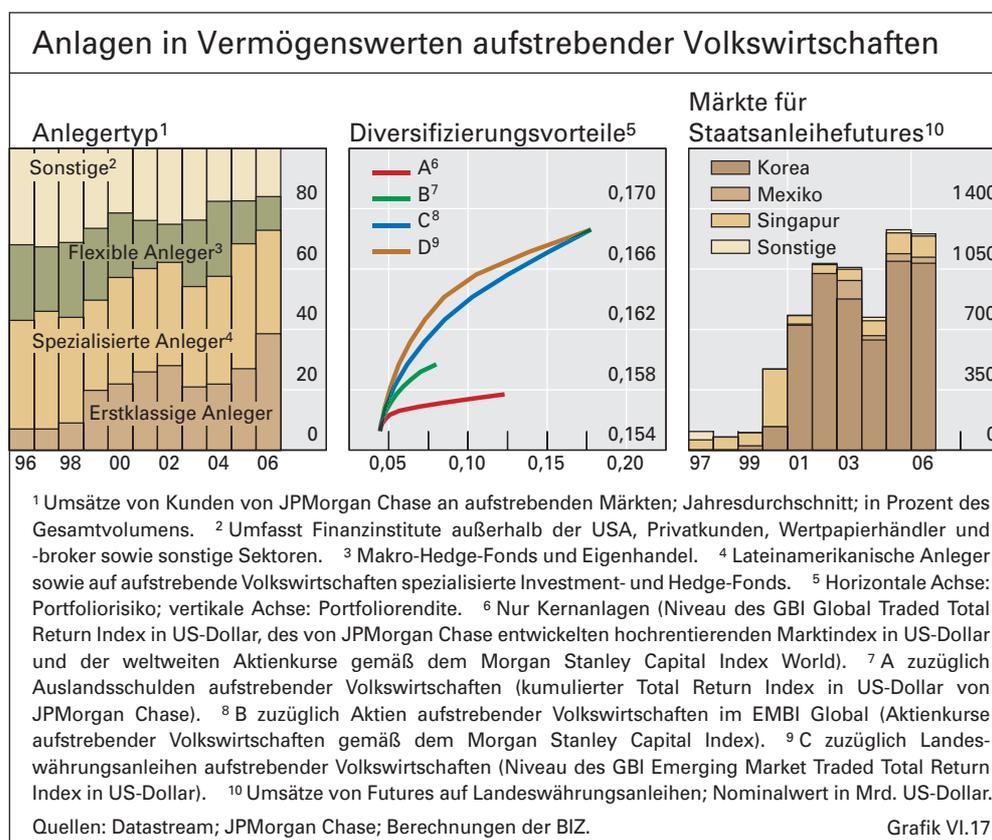
... und weitgehend unbeeinträchtigt von politischen Ereignissen

weitgehend, nachdem die Behörden viele Transaktionen von den Kontrollen befreit hatten. Im Zuge der Einführung eines umfangreichen Verstaatlichungsprogramms Anfang 2007 in Venezuela stiegen die Anleihespreads, und die Aktienkurse brachen ein. An anderen Märkten war jedoch kaum etwas zu spüren. Ebenso wurden die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt von einer politischen Krise in der Türkei etwa zur gleichen Zeit nur wenig beeinflusst. Trotz dieser Ereignisse ging das durchschnittliche politische Risiko in 22 aufstrebenden Volkswirtschaften gemäß einem allgemein verwendeten Maßstab im ersten Halbjahr 2006 deutlich zurück und blieb danach stabil, wobei wachsende Risiken in einigen Ländern durch sinkende Risiken in anderen Ländern ausgeglichen wurden (Grafik VI.16 links).

Haben sich Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften bereits als Anlagekategorie etabliert?

Erstklassige Anleger ...

Lange Zeit wurde die Kapitalanlage in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften von spezialisierten Anlegern dominiert. Das ist inzwischen nicht mehr der Fall. Der Anteil der sog. High-Grade-Anleger – d.h. der Anleger, deren primäres Mandat die Anlage in erstklassigen Vermögenswerten ist –, der vor 10 Jahren noch 7% betragen hatte, erreichte 2006 fast 40% des gesamten Kundenumsatzes in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wie aus einer (allerdings begrenzt aussagekräftigen) Datenreihe hervorgeht (Grafik VI.17 links). Die Bedeutung der auf die aufstrebenden Volkswirtschaften ausgerichteten Anleger, wie etwa spezialisierten Investment- oder Hedge-Fonds, ist zwar nach wie vor groß, doch hat sich der Schwerpunkt ihrer Anlagestrategie offenbar



von staatlichen Auslandsschulden in Fremdwährung auf Vermögenswerte in Landeswährung verlagert.

Hohe Renditen und die erhofften Diversifizierungsvorteile haben nicht spezialisierte Anleger dazu bewegt, Finanzmittel in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften anzulegen. Eine Schätzung anhand eines Standardportfoliomodells über den Zeitraum von Januar 2002 bis März 2006 (zugegebenermaßen ein Zeitraum mit hohen Wertzuwächsen) ergibt, dass Anlagen in US-Dollar-Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften die Risiko-Ertrags-Eigenschaften eines Portfolios im Vergleich zu einem Referenzportfolio ohne Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften erheblich verbessert hätten (Grafik VI.17 Mitte). Im Nachhinein betrachtet, hätte sich die „Efficient Frontier“ eines Portfolios durch Beimischung von Aktien und Landeswährungsschuld-titeln aufstrebender Volkswirtschaften noch weiter nach oben verschoben.

... werden von den Vorteilen der Diversifizierung angezogen

Engagements in den aufstrebenden Volkswirtschaften können zwar grundsätzlich das Risiko massiver Verluste in Krisenzeiten erhöhen, doch war dies bei den zwei relativ leichten Verkaufswellen im Berichtszeitraum nicht der Fall. So hätte ein Portfolio mit einem hohen Anteil an Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften – insbesondere wenn es Anleihen in Landeswährung enthalten hätte – nur während der Verkaufswelle im Mai/Juni 2006 schlechter abgeschnitten als ein entsprechendes Portfolio ausschließlich mit Vermögenswerten entwickelter Volkswirtschaften. Allerdings wären die Unterschiede in der Wertentwicklung dieser Portfolios mit der Erholung der Märkte innerhalb weniger Wochen wieder verschwunden. Im Februar 2007 hätte ein höherer Anteil an Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften sogar stabilisierend auf den Wert des Portfolios gewirkt.

Zwar haben Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften unter institutionellen Anlegern eindeutig an Popularität gewonnen, doch wäre es verfrüht, sie bereits als etablierte Anlagekategorie zu betrachten. Ein Hindernis für eine größere Beteiligung ausländischer Anleger sind die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften bestehenden Kapitalverkehrskontrollen. Solche Einschränkungen sind möglicherweise eine Erklärung dafür, dass die Beteiligung ausländischer Anleger an den asiatischen Anleihemärkten in Landeswährung weitaus geringer ist als in Mittel- und Osteuropa oder in Lateinamerika, wo Kapitalverkehrskontrollen weniger stark verbreitet sind. Trotzdem können sich ausländische Anleger bis zu einem gewissen Grad selbst in schwer zugänglichen Märkten engagieren, und zwar indirekt über Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF; s. auch Kapitel III). Diese Instrumente werden im Ausland gehandelt und in Fremdwährung abgerechnet. Sie bilden somit Zahlungsströme von Instrumenten in Landeswährung ab, ohne dabei irgendwelche Transaktionen in der Währung des Zielmarktes zu beinhalten.

Ein zweites Hindernis für höhere Anlagen ausländischer Investoren, insbesondere an den Anleihemärkten in Landeswährung, ist die begrenzte Verfügbarkeit von Instrumenten zur Absicherung von Währungs- und Zinsänderungsrisiken. Zwar ist die Absicherung gegenüber Wechselkursveränderungen über wenige Monate im Allgemeinen möglich, bei längeren Zeiträumen jedoch ist es sehr viel schwieriger, einen Schutz gegen Wechselkursschwankungen zu erhalten. Bei der Absicherung gegenüber Zins-

änderungsrisiken ist die Situation noch prekärer. Nur wenige Länder, nämlich Korea, Singapur und in geringerem Maße auch Mexiko, besitzen einen liquiden Markt für Anleihefutures (Grafik VI.17 rechts), wenngleich Derivate auf kurzfristige Zinssätze weiter verbreitet sind. Das Fehlen liquider Futuresmärkte behindert möglicherweise auch die Entwicklung eines Marktes für Zinsswaps, da Swaphändler zur Absicherung ihrer Positionen oft Futures einsetzen. Auch wenn sie bei Weitem nicht vollständig sind, weisen die verfügbaren BIZ-Daten nur in Hongkong-Dollar umfangreiche Zinsswappositionen aus; allerdings deuten nationale Datenquellen auch auf Geschäfte in mehreren anderen Währungen hin.

Ein drittes Hindernis besteht möglicherweise darin, dass sich die Widerstandsfähigkeit von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften noch nicht unter weniger günstigen internationalen Rahmenbedingungen bewähren konnte. Seit der Zahlungsunfähigkeit Argentiniens Ende 2001 hat es in den aufstrebenden Volkswirtschaften keine größere Störung mehr gegeben. Dies steht ganz im Gegensatz zur Erfahrung in den 1980er und 1990er Jahren, als Anleger an diesen Märkten zeitweise schwere Anlageverluste hinnehmen mussten.

VII. Der Finanzsektor in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Der Finanzsektor in den fortgeschrittenen Industrieländern entwickelte sich im Berichtszeitraum insgesamt positiv. Aufbauend auf den Stärken der Vorjahre verbesserte sich die Rentabilität der Finanzinstitute bei allgemein günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und einem lebhaften Kapitalmarktgeschäft weiter. Allerdings war die Entwicklung der einzelnen Institute weniger einheitlich als zuvor. In einigen Segmenten gibt es klare Anzeichen dafür, dass allzu optimistische Erwartungen die jüngste Geschäftsausweitung beschleunigt haben.

Die größten Risiken für die Finanzstabilität bestehen offenbar auf mittlere Sicht. Gegen kurzfristig zu erwartende Belastungen sind die Finanzsysteme angesichts der soliden Bilanzen und der gegenwärtigen Gewinnsituation gut gewappnet. Die potenziell bedeutenderen Gefahren sind indirekter Natur und nach wie vor mit der allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verknüpft. Welche Konsequenzen die Risiken haben, die in der Vergangenheit im Zusammenhang mit Engagements aus Immobilienanlagen und dem Fremdfinanzierungsboom eingegangen wurden, wird entscheidend von der künftigen Zinsentwicklung und der gesamtwirtschaftlichen Lage abhängen. Eine Wende im Kreditzyklus oder eine generelle Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen, einschließlich einer Abschwächung der Ausgaben der privaten Haushalte, sind weiterhin die Hauptfaktoren für eine längerfristige Anfälligkeit.

Die Globalisierung des Finanzsektors als bedeutender struktureller Trend hat wichtige Auswirkungen auf Organisation, Geschäftsstrategien und Risikoprofile der Banken. Institute, die durch grenzüberschreitende Fusionen und Engagements im Ausland wachsen wollen, haben ein Netz internationaler Kapitalströme geschaffen, das Gewinn- und Diversifizierungsmöglichkeiten bietet. Allerdings bergen diese Strategien auch eine Reihe von Risiken hinsichtlich der Entwicklung sowohl der einzelnen Institute als auch der jeweiligen Volkswirtschaft insgesamt. Deshalb hat die Internationalisierung des Bankgeschäfts auch Konsequenzen für die Finanzaufsichtsstrukturen und für die Kalibrierung der wirtschaftspolitischen Instrumente.

Geschäftsentwicklung der Finanzinstitute

Die insgesamt solide Geschäftsentwicklung der Finanzinstitute war weitgehend den gleichen Faktoren zu verdanken wie in den letzten Jahren. So hat ein günstiges gesamtwirtschaftliches Umfeld die Grundlage geschaffen, auf der die Institute aufbauen konnten; zugute kamen ihnen dabei die durch neue

Risikotransferinstrumente gestiegenen Diversifizierungsmöglichkeiten, das hohe Innovationstempo an den Finanzmärkten und die anhaltenden Bemühungen zur Kostenbegrenzung. Der allgemeine Optimismus des Finanzsektors, was den Lohn für die Übernahme von Risiken betrifft, wird bislang durch günstige Kreditbedingungen und umfangreiche Einnahmen aus der Expansion in neue Geschäftsbereiche gestützt. Das Finanzsystem als Ganzes war in der Lage, Probleme mit einzelnen Finanzinstituten oder bestimmten Märkten zu bewältigen, was darauf schließen lässt, dass komfortable Polster und eine ausreichende Flexibilität für die Reaktion auf Schocks vorhanden sind. Angesichts der uneinheitlichen Entwicklung in mehreren Bereichen in Verbindung mit dem allgemeinen Trend zu mehr Fremdfinanzierung und aggressiverer Risikoübernahme könnten diese Eigenschaften jedoch auf mittlere Sicht ernsthafter auf die Probe gestellt werden.

Geschäftsbanken

Die Geschäftsbanken entwickelten sich im letzten Jahr generell solide. Die Gewinnsituation blieb im Allgemeinen sehr positiv, was auf das anhaltende Wachstum der Kreditnachfrage, niedrige Ausfallkosten und eine geringe Volatilität der Renditenstrukturkurve zurückzuführen war (Tabelle VII.1).

Die europäischen Banken strebten weiterhin nach Wachstum auf der Basis provisionseinbringender Dienstleistungen für private Haushalte und Kleinunternehmen. Insgesamt blieb das Kreditwachstum ziemlich hoch, obwohl es sich in Ländern wie Spanien, wo es seit einiger Zeit am kräftigsten ist, etwas abschwächte (Grafik VII.1). Des Weiteren weisen Umfragen auf eine Lockerung der Kreditvergabestandards gegenüber privaten Haushalten und Unternehmen

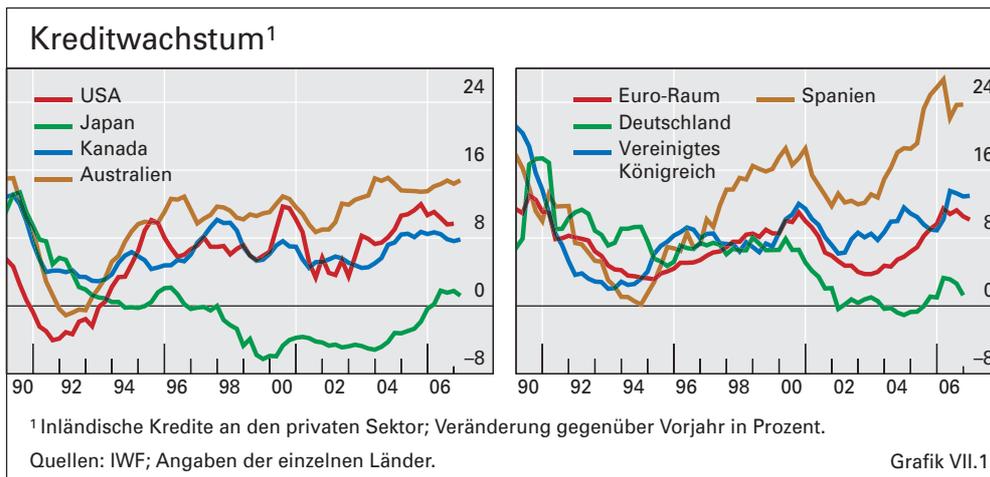
Europäische
Banken werden
stärker ...

Rentabilität von Großbanken ¹												
In Prozent der durchschnittlichen Bilanzsumme												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
USA (10)	1,84	1,89	1,83	0,19	0,17	0,18	2,78	2,65	2,51	3,46	3,25	3,10
Kanada (5)	1,22	1,01	1,32	0,06	0,10	0,10	1,97	1,79	1,64	2,92	3,00	2,56
Japan (13)	0,34	0,73	0,94	0,55	0,14	0,09	0,95	0,85	0,97	1,70	1,29	1,37
Australien ² (4)	1,48	1,39	1,61	0,18	0,13	0,13	2,09	1,68	1,96	2,18	1,62	1,64
Vereinigtes Königreich ³ (9)	0,95	0,87	0,98	0,20	0,23	0,27	1,21	1,07	1,13	1,69	1,58	1,68
Schweiz (5)	0,73	0,68	0,84	-0,01	-0,02	-0,01	0,96	0,68	0,45	2,72	2,34	1,72
Schweden ² (3)	0,91	0,90	1,03	0,02	0,01	0,01	0,99	0,88	0,76	1,21	1,07	1,12
Österreich ² (3)	0,78	0,85	1,64	0,34	0,31	0,38	1,83	1,64	1,90	2,41	2,09	2,40
Deutschland ⁴ (9)	0,13	0,37	0,47	0,22	0,08	0,09	0,72	0,63	0,66	1,41	1,15	1,19
Frankreich ³ (6)	0,65	0,67	0,86	0,08	0,05	0,06	0,86	0,83	0,81	1,49	1,94	1,43
Italien ² (5)	0,87	1,05	1,15	0,41	0,24	0,32	1,99	1,70	2,14	2,83	2,11	2,54
Niederlande ² (4)	0,50	0,59	0,55	0,08	0,05	0,10	1,26	1,10	1,14	1,51	1,30	1,45
Spanien ² (5)	0,89	1,18	1,51	0,24	0,23	0,34	1,47	1,55	1,78	1,78	1,80	2,12

¹ Anzahl der 2006 einbezogenen Banken in Klammern. ² Daten auf IFRS-Basis. ³ 2005 und 2006: Daten auf IFRS-Basis; 2004: Daten basierend auf lokalen GAAP und IFRS. ⁴ Daten basierend auf lokalen GAAP und IFRS.

Quelle: Fitch Ratings.

Tabelle VII.1



hin. Sowohl der Wettbewerbsdruck als auch der Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen begünstigten weniger strikte Kreditauflagen, insbesondere für Unternehmen, die Kredite für Fusionen und Übernahmen nachfragten. Möglicherweise hat zur Aufweichung der Auflagen auch beigetragen, dass die Banken Kreditrisiken über Derivate, Verbriefung oder den schnell wachsenden Sekundärkreditmarkt inzwischen leichter an Dritte weitergeben können. Trotzdem ist es für die Banken in den meisten Ländern offenbar kein Problem, Zahlungsausfälle zu verkraften. Im Gegenteil, die Wertberichtigungen sind allgemein niedrig und rückläufig. Dort, wo es dennoch Hinweise auf eine sich verschlechternde Qualität der Kreditportfolios gab, wie z.B. im Vereinigten Königreich und in Spanien, blieb die Gewinnsituation der Kreditgeber solide.

Die Konsolidierung des europäischen Bankensektors setzte sich fort. Die Beseitigung tatsächlicher bzw. vermeintlicher Hindernisse für Fusionen, etwa in Deutschland oder Italien, hat Übernahmeaktivitäten begünstigt. In Italien waren diese der größte Einflussfaktor für die Entwicklung der Bankaktien. Die voraussichtliche grenzüberschreitende Fusion, an der einige der größten Banken Europas beteiligt sind, wird wahrscheinlich weitere Zusammenschlüsse zwischen Wettbewerbern nach sich ziehen. Allerdings ging es den übernehmenden Banken im Berichtszeitraum zumeist darum, in den seit Kurzem der Europäischen Union angehörenden Ländern sowie in den aufstrebenden Volkswirtschaften Südosteuropas präsent zu sein, um Chancen für ein schnelles Wachstum zu nutzen.

Die Banken in den USA waren nach wie vor solide und rentabel; allerdings gab es vereinzelte Hinweise darauf, dass sich das Gewinnwachstum möglicherweise abflacht. Obwohl die US-Banken im Berichtszeitraum im sechsten Jahr in Folge Rekordgewinne auswiesen, gingen die durchschnittlichen Renditen von Aktiva und Eigenkapital leicht zurück, während das Gewinnwachstum in der zweiten Jahreshälfte anscheinend insgesamt nachließ. Dies lag hauptsächlich am anhaltenden Rückgang der Zinsmargen sowie an der Abschwächung des Wohnimmobilienmarktes und der entsprechenden Erträge aus der Hypothekenkreditvergabe. Kleinere Kreditgeber waren hiervon stärker betroffen, während es größeren Banken eher gelang, ihre Erträge mithilfe einer breiteren Palette zinsunabhängiger Quellen aufzubessern. Die Eigenkapitalbasis der

... und setzen
Konsolidierung fort

Rekordgewinne in
den USA und
Anzeichen eines
Abflachens

Banken war weiterhin gut. Obwohl der Wertberichtigungsaufwand sehr niedrig blieb, nahmen jedoch die notleidenden Kredite und die Abschreibungen zu, und zwar besonders in den Kreditkategorien, die in den vergangenen Jahren das stärkste Wachstum verzeichnet hatten. In letzter Zeit haben die Kreditgeber Berichten zufolge die Kreditvergabestandards im Retail-Geschäft gestrafft – offenbar als Reaktion auf vermehrte Hinweise, dass die hohe Verschuldung den risikoreicheren privaten Haushalten möglicherweise zu schaffen macht (Kapitel II). Gleichzeitig lassen Umfrageergebnisse darauf schließen, dass die Bedingungen für die Kreditvergabe an Unternehmen gelockert wurden.

Stabilität in Japan

Die japanischen Banken wiesen im zweiten Jahr in Folge Gewinne aus, wenngleich sie die Vorjahresergebnisse nicht übertreffen konnten. Der anhaltende Margendruck und das weiterhin niedrige Wachstum der Kreditnachfrage schlugen sich in rückläufigen Betriebsergebnissen nieder. Unter dem Eindruck der wiedergewonnenen Stabilität am Inlandsmarkt loteten die japanischen Banken Expansionschancen im Ausland aus, insbesondere in Asien. Der öffentliche Sektor verringerte seine Beteiligungen im Bankensektor durch Privatisierungen und Schwerpunktverlagerungen in der Geschäftstätigkeit der staatlichen Kreditgeber weiter.

Investment-Banking

Rekordgewinne der Investmentbanken ...

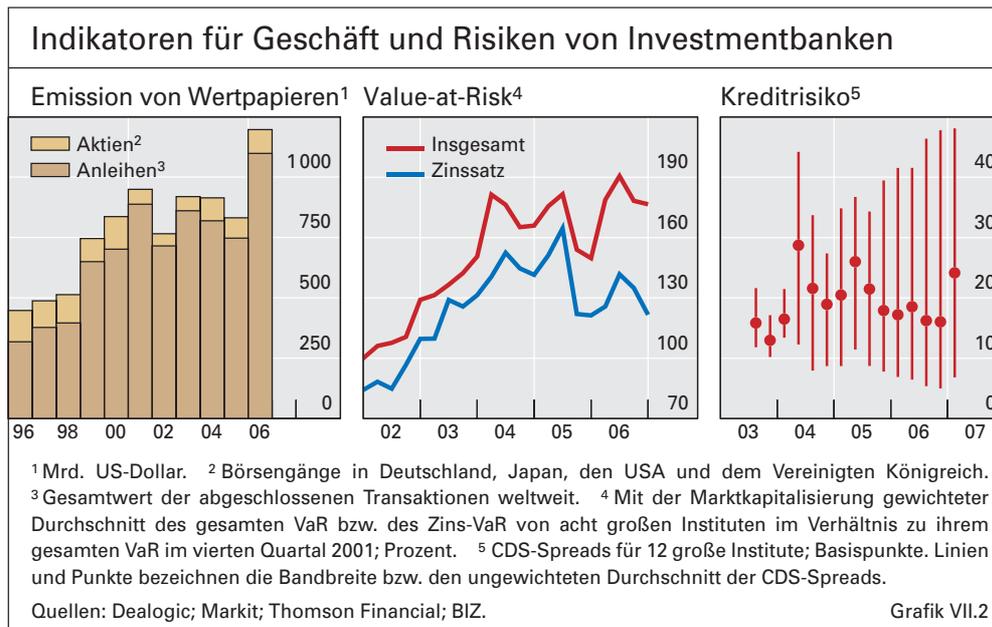
Die Investmentbanken verzeichneten im Berichtszeitraum erneut Rekordgewinne. Für die Ertragszunahme waren besonders das Unternehmensberatungsgeschäft, Prime-Broker-Dienstleistungen und Eigenhandelsgeschäfte, u.a. im Zusammenhang mit Private-Equity-Transaktionen, verantwortlich. Auf kurze Sicht wurde der Gewinnanstieg außerdem durch eine gestiegene Risikobereitschaft der größten internationalen Investmenthäuser gestützt.

... dank eines Booms bei Fusionen und Übernahmen ...

Auch Fusionen und Übernahmen entwickelten sich im Berichtszeitraum dynamischer als je zuvor, was teilweise auf einen Boom der Geschäfte von Private-Equity-Fonds zurückzuführen war (Kapitel VI). Neben den Beratungsgebühren profitierten die Investmentbanken von diesen Geschäften in mehrfacher Hinsicht. Größere Investmenthäuser unterstützten sie durch Kreditfinanzierungen für die Private-Equity-Aufkäufer, oftmals aber auch dadurch, dass sie selbst als Investoren Eigenkapital einbrachten. Die Emission von Wertpapieren trug erheblich zum Ertragswachstum bei (Grafik VII.2), wobei das Geschäftsumfeld allerdings für größere Investmenthäuser mit weltweiter Geschäftstätigkeit günstiger war als für kleinere, weniger bedeutende Investmentbanken.

... und im Eigenhandel ...

Eine weitere wichtige Gewinnquelle für die Investmentbanken sind seit einiger Zeit das Eigenhandelsgeschäft und das Geschäft mit strukturierten Finanzierungen. Große US-Investmenthäuser erzielten mit diesen Geschäften Rekordgewinne und konnten ihre Eigenkapitalrendite auf mehr als 20% steigern. Die Universalbanken erwirtschafteten vor allem dank ihrer Aktivitäten in der Vermögensverwaltung ähnliche, wenn auch nicht ganz so hohe Renditen. Die breitere Marktliquidität und der rege Handel von Kunden, darunter Hedge-Fonds, trieben die Gewinne von Instituten mit einem starken Kapitalmarktgeschäft in die Höhe.



Die höheren Gewinne waren mit der vermehrten Übernahme von Risiken verbunden. Der offengelegte Value-at-Risk (VaR) großer Investmentbanken hat sich seit 2002 fast verdoppelt (Grafik VII.2). Vor dem Hintergrund allgemein niedriger Volatilität zeugt dieser Anstieg von einer wachsenden Neigung zur Übernahme von Risiken, wenn auch das Verhältnis von VaR zu Eigenkapital relativ konstant geblieben ist. Ebenso stieg das mit dem Anleiheumlauf vieler dieser Institute verbundene Kreditrisiko – gemessen an der Prämie auf Credit-Default-Swaps (CDS) – im Jahr 2007 erheblich an; darin äußern sich Bedenken der Gegenparteien im Hinblick auf die potenziellen Risiken der Anlagestrategie der Investmentbanken im Falle einer Umkehr der Marktbedingungen.

... aber gleichzeitig größere Risiken

Hedge-Fonds

Die Hedge-Fonds setzten im Wesentlichen ihre Vorjahresentwicklung fort. Eine weiterhin moderate Anlageperformance, die durch den vielbeachteten Zusammenbruch eines großen Fonds unterstrichen wurde, ging mit einer Verlangsamung der Wachstumsrate des Sektors einher. Gleichzeitig hielt der Trend zu einer stärkeren Institutionalisierung an, und es wurde immer wieder die Forderung nach mehr Transparenz bei der Geschäftstätigkeit der Fonds laut.

Anhaltende Trends bei den Hedge-Fonds:

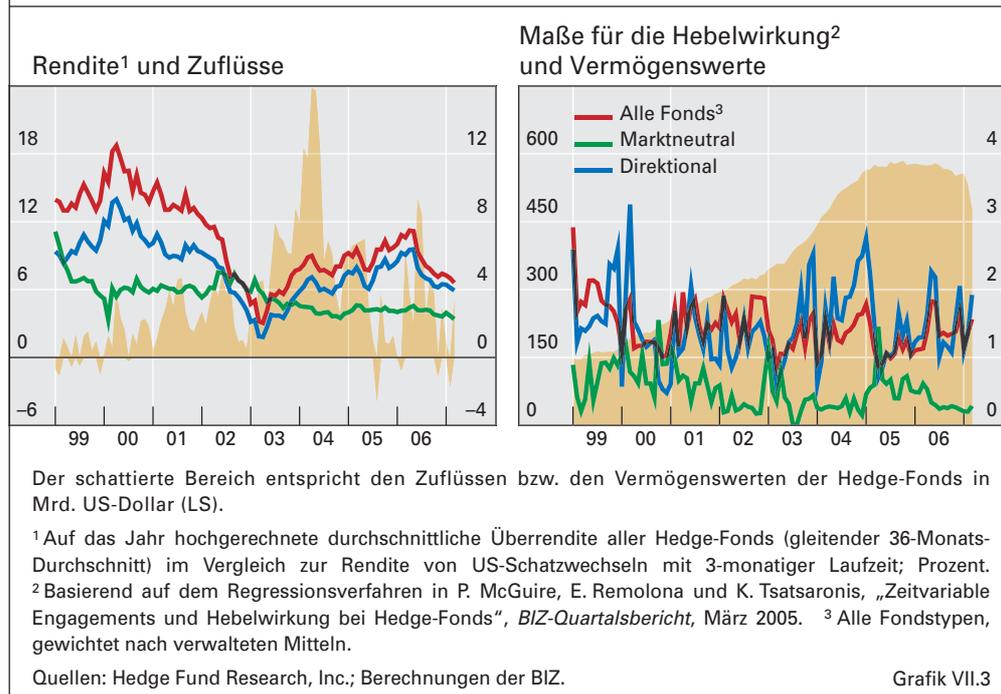
Die durchschnittliche Anlageperformance blieb im Berichtszeitraum zumeist gedämpft (Grafik VII.3 links). Viele Fonds erlebten im zweiten Quartal 2006 Turbulenzen. Im vierten Quartal verbesserte sich die Performance zwar etwas, im darauffolgenden Quartal gerieten die Renditen aber erneut unter Druck. Die Nettozuflüsse blieben über weite Strecken des Berichtszeitraums volatil, bevor sie dann gegen Ende 2006 leicht negativ wurden. Das Anlegerinteresse an Hedge-Fonds hat in den vergangenen Jahren offenbar nachgelassen, und es werden mehr Fonds geschlossen als neue lanciert.

– abnehmende Anlagerenditen und Mittelzuflüsse

Die Suche nach Renditechancen hat Hedge-Fonds auf viele der boomenden Risikotransfermärkte geführt, insbesondere auf solche, die sich auf Kreditrisiken beziehen. Durch ihren lebhaften Umsatz sind Hedge-Fonds zu wichtigen Liquiditätsquellen an diesen Märkten geworden, während ihre Bereitschaft zur

– höhere Risiken

Größe, Erfolgsentwicklung und Hebeleffekt bei Hedge-Fonds



Übernahme von Risiken die Absicherungsgeschäfte derjenigen Institute unterstützt hat, die stärker auf die Bereitstellung und Bedienung der zugrundeliegenden Aktiva ausgerichtet sind. Angesichts des steigenden Wettbewerbsdrucks und der günstigen Finanzierungsbedingungen operiert der Sektor jetzt mit etwas höheren Fremdfinanzierungsquoten als in jüngerer Zeit, um die Renditen zu steigern (Grafik VII.3 rechts).

Der opportunistische Anlagestil zusammen mit dem Einsatz von Fremdfinanzierung hat bei einigen Marktbeobachtern Zweifel daran geweckt, ob die Hedge-Fonds in einem schwierigeren Marktumfeld bestehen könnten. Das Scheitern eines großen Fonds wegen überhöhter Spekulationen am Erdgasmarkt war in der Tat eine Mahnung, wie fragil die Finanzstrategie von Hedge-Fonds sein kann. In diesem konkreten Fall standen allerdings andere Marktteilnehmer bereit, die zu einer reibungslosen Auflösung der betreffenden Positionen beitrugen, sodass die Schwierigkeiten des Fonds keine Auswirkungen auf den Markt insgesamt hatten.

Eine wichtige Veränderung im Hedge-Fonds-Sektor ist der Trend zu mehr Transparenz. Einige größere Fondsunternehmen haben sich um eine Börsennotierung bemüht oder legen im Rahmen des Emissionsprozesses börsengehandelter Anleihen Informationen über ihre Geschäfte offen. Die Ratingagenturen sind auch darauf eingestellt, Gegenparteiratings für Hedge-Fonds zu vergeben. Von öffentlicher Seite bleiben die Forderungen nach formalen Vereinbarungen hinsichtlich der Aufsicht über den Sektor bestehen.

Versicherungsgesellschaften

Die Geschäftslage der Versicherungsgesellschaften verbesserte sich im Berichtszeitraum. Die günstigeren Marktbedingungen haben die Bilanzen im

– Forderungen nach verbesserter Offenlegung

gesamten Versicherungssektor gestützt, wobei sich die Nichtlebensversicherer in spektakulärer Weise von dem schwierigen Umfeld des Vorjahres erholten.

Dank der positiven Entwicklung an den Aktienmärkten und etwas höherer Zinssätze haben sich die Bilanzen der Lebensversicherer verbessert, und die Nachfrage nach ihren Policen ist gestiegen (Grafik VII.4). In den USA erhöhte sich der Absatz von individuellen ertragsabhängigen Rentenversicherungen weiter rasant, was auf steigende Aktienkurse und die wachsende Zahl von Rentenempfängern zurückzuführen war. In Frankreich begünstigte ein Nachfrageschub nach fondsgebundenen Policen die Zunahme des Prämienaufkommens bei Lebensversicherungen, während das Wachstum des Rentenversicherungsmarktes im Vereinigten Königreich durch eine kräftige Nachfrage vonseiten der Pensionsfonds gestützt wurde. Dagegen kam die Erholung der Prämieinnahmen in Japan zum Stillstand, denn die zusätzliche Nachfrage nach individuellen Rentenversicherungen vermochte den Prämienrückgang bei den individuellen Lebensversicherungsprodukten nicht auszugleichen.

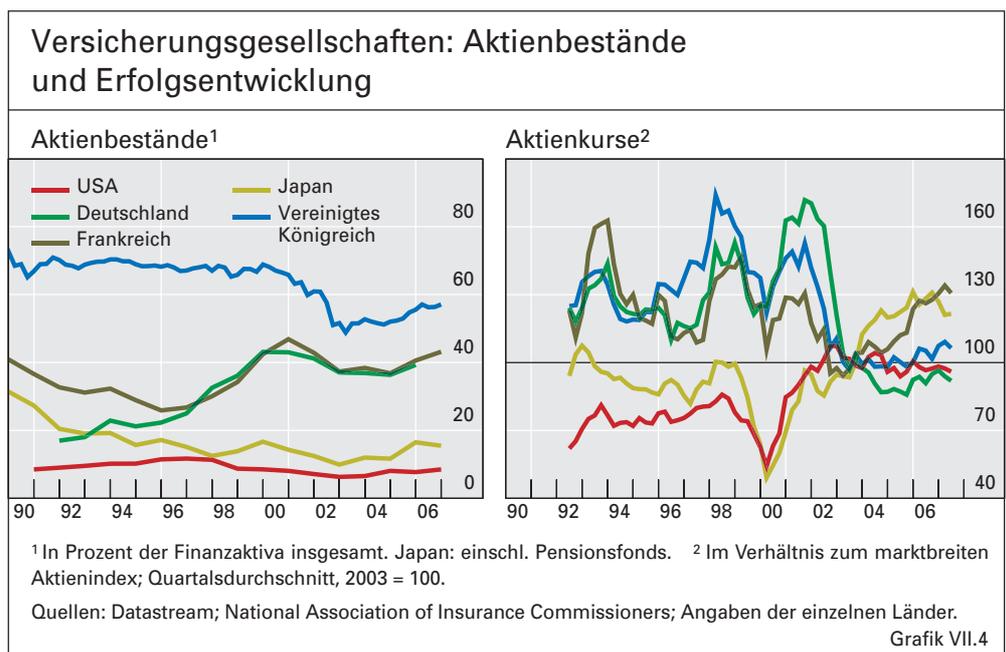
Lebensversicherer weiterhin stark ...

Die relativ niedrigen langfristigen Zinssätze stellen die Lebensversicherer vor Herausforderungen, insbesondere dann, wenn ihre Policen mit einer garantierten Mindestverzinsung ausgestattet sind. Flache Renditenstrukturkurven lassen Produkte mit Sparcharakter nicht attraktiv erscheinen, während die niedrigen langfristigen Zinssätze die entsprechenden Finanzierungskosten erhöhen. Daher sind die Versicherer stärker auf den Vertrieb von Produkten mit Anlagecharakter angewiesen. Angesichts des hohen Finanzmarktengagements der Lebensversicherer könnten eine mögliche Wende im Kreditzyklus und ungünstige Entwicklungen in der Weltwirtschaft Risiken für ihre Rentabilität darstellen.

... trotz niedriger Renditen

Die Nichtlebensversicherer erholten sich gut von dem für sie sehr kostspieligen Jahr 2005, in dem die Leistungsansprüche aufgrund einer Reihe von Naturkatastrophen in die Höhe geschneit waren. Die meisten Gebäude- und Schadenversicherer sowie -rückversicherer mit Sitz in den USA und auf den

Nichtlebensversicherer erholt ...



Bermudas vollzogen eine beeindruckende Kehrtwende; höhere Prämienätze, geringe Leistungsansprüche und hohe Anlagerenditen steigerten die Erträge und stellten die Rentabilität wieder her. Demgegenüber nahm das Prämienaufkommen der Nichtlebensversicherer in Europa weniger stark zu, während japanische Nichtlebensversicherer wegen höherer Leistungsansprüche im Zusammenhang mit Taifunen und aufgrund von Anlageverlusten niedrigere Nettogewinne auswiesen.

... aber weiterhin hohe Risiken erwartet

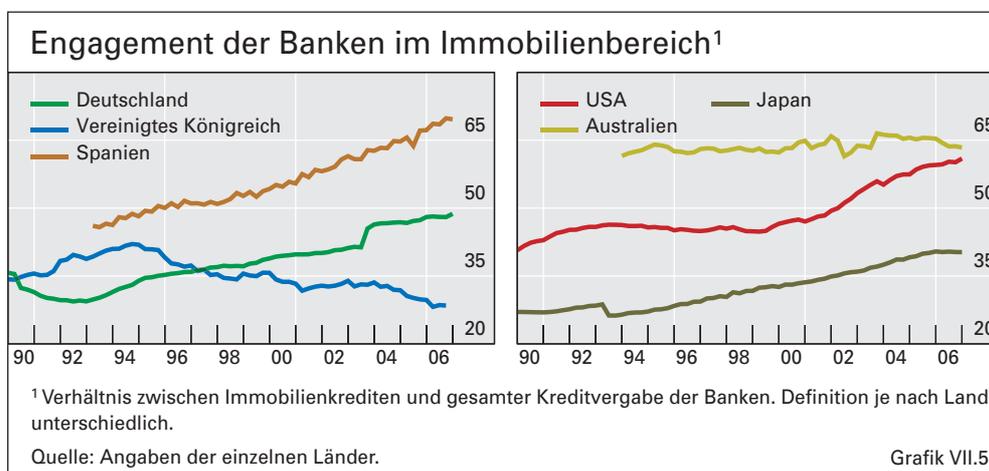
Auch wenn die Wirbelsturmsaison 2006 relativ glimpflich verlief, wird damit gerechnet, dass die Wirbelsturmschäden in den USA in den kommenden Jahren den Durchschnittswert der Jahre vor 2005 übersteigen werden. Die erhöhten Risiken führten 2006 zu einem Anstieg der Prämienätze und einer Einschränkung der weltweiten Rückversicherungskapazität. Um Kapazitätsengpässe zu überwinden und große Naturkatastrophen besser bewältigen zu können, werden die Nichtlebensversicherer wahrscheinlich ihre Eigenkapitalpolster weiter ausbauen.

Schwachstellen

Die größten Risikoquellen für das Finanzsystem dürften ihren Ursprung in möglichen Übersteigerungen während der zurückliegenden Wachstumsjahre haben, aber erst auf mittlere Sicht tatsächlich zu Problemen werden. Potenziell kritische Bereiche sind die hohen Immobilienengagements, der Anstieg der Fremdfinanzierung, u.a. am boomenden Private-Equity-Markt, und eine Wendung des Kreditzyklus zum Schlechteren. Auf kurze Sicht spricht die weiterhin gute Gewinnsituation des Finanzsektors dafür, dass das System in der Lage ist, wahrscheinlichen Schocks standzuhalten. Auf längere Sicht wird es in entscheidender Weise von den künftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen abhängen, wie schwerwiegend die Belastung ausfällt.

Immobilienengagements

Ein erhebliches Risiko für die Finanzstabilität besteht nach wie vor darin, dass die Immobilienmärkte einbrechen könnten. Seit mehreren Jahren ist die Immobilienfinanzierung für die Banken in vielen Ländern ein bedeutender Geschäftsbereich und eine wichtige Gewinnquelle (Grafik VII.5). Durch den



Boom an den Märkten für an Immobilienfinanzierungen geknüpfte Verbriefungen sind die direkten und indirekten Engagements gegenüber Immobilienrisiken im Finanzsystem breit gestreut worden. Für die Zunahme der Engagements sind hauptsächlich Anlagen in Wohnimmobilien verantwortlich. An den Märkten für Gewerbeimmobilien ist die Euphorie wohl geringer, doch sind sie als Märkte für verwandte Anlagen gegenüber Ansteckungseffekten von den Wohnimmobilienmärkten anfällig (Kapitel VI).

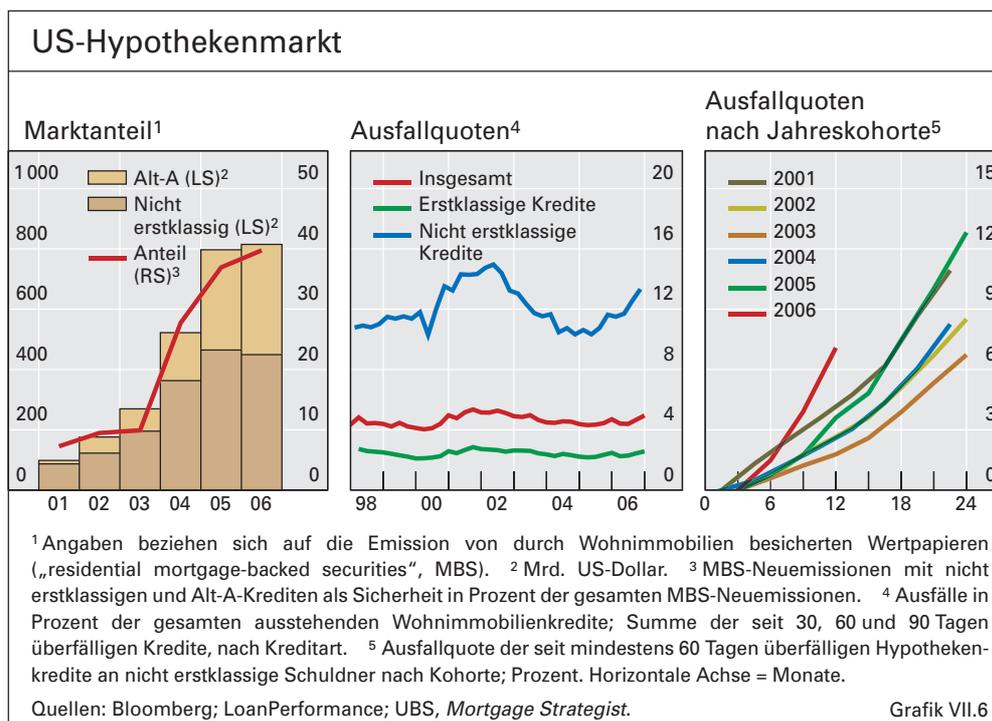
Wohnimmobilien

Der lebhafte Anstieg der Wohnimmobilienpreise in vielen Ländern wurde in hohem Maße durch niedrige Zinssätze gestützt und von einer kräftigen Zunahme der Hypothekenkredite an private Haushalte begleitet. Das dynamischere Hypothekenkreditgeschäft verschaffte den kreditgewährenden Instituten außerdem beträchtliche Provisionseinnahmen. Darüber hinaus sorgte ein günstiges wirtschaftliches Umfeld dafür, dass die durch Hypothekenkreditausfälle bedingten Kreditkosten auf einem historisch niedrigen Niveau verharren, was die Gewinnsituation der Banken und anderer Hypothekengläubiger zusätzlich verbesserte. Die niedrige Ausfallquote hat zudem zur Vertiefung der Märkte für strukturierte Finanzierungen in Bezug auf Hypotheken für Wohnimmobilien beigetragen, indem sie das Interesse der Portfolioanleger an Wertpapieren, die an die Zahlungsströme aus solchen Krediten gebunden sind, steigerte.

Die zunehmende Bedeutung der Verbriefung hat zu einer breiteren Streuung der Engagements unter den Marktteilnehmern geführt, zugleich jedoch die Anreize für die ursprünglichen Hypothekengläubiger verzerrt, insbesondere in den USA. Da die Erträge bei der Verbriefung hauptsächlich durch die betreffenden Emissionen entstehen, hat sie vielfach eine

Boomende Wohnimmobilienmärkte ...

... und lockerere Standards ...



Aufweichung der Kreditstandards nach sich gezogen. Außerdem bewirkten der wachsende Wettbewerbsdruck und die Erwartung weiterer erheblicher Preissteigerungen bei Wohnimmobilien wohl eine Unterbewertung des Hypothekenkreditrisikos, eine Verschiebung zugunsten zinsvariabler Kredite, um den Schuldendienst zu Beginn der Laufzeit niedrig zu halten, und einen Emissionsboom für die risikoreicheren Arten von Hypothekenkrediten (Grafik VII.6 links). Deshalb war von dem moderaten Zinsanstieg ein größerer Teil der ausstehenden Hypothekenkredite betroffen als in der Vergangenheit. Die Zahl der Ausfälle ist gestiegen; dies galt insbesondere bei den zuletzt vergebenen Krediten an Schuldnerkategorien mit hohem Risiko, deren Zugang zu Finanzierungen zuvor stark eingeschränkt gewesen war (Grafik VII.6 rechts).

... schaffen Risiken

Die künftigen Entwicklungen der Zinssätze, der Wohnimmobilienpreise und der allgemeinen Wirtschaftslage werden entscheidend dazu beitragen, ob sich diese Risiken abschwächen oder verstärken. Die Zinssätze beeinflussen die Schuldendienstlast bestehender Hypothekenkredite und die Nachfrage nach neuen Krediten, während sich die allgemeine Wirtschaftslage auf die Einkommen der privaten Haushalte auswirkt (Kapitel II). Wahrscheinlich werden Zwangsversteigerungen in Verbindung mit dem Bestand an zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Wohnimmobilienpreise ausüben.

Gewerbeimmobilien

In den meisten Ländern befindet sich der Markt für Gewerbeimmobilien anscheinend in einem zyklischen Aufschwung. Neue Gewerbeimmobilien werden sehr gut absorbiert, die Leerstände haben sich gegenüber ihren hohen Werten zurückgebildet, und die Preise haben sich von einem allgemein niedrigen Niveau erholt (Tabelle VII.2).

Zunehmendes Engagement in Gewerbeimmobilien ...

Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an diesen Sektor hat in einer Reihe von Ländern stark zugenommen, was in einigen Fällen Bedenken bei den Aufsichtsinstanzen hervorgerufen hat. Die US-Banken haben ihren Bestand an Gewerbeimmobilienkrediten in den letzten fünf Jahren nahezu verdoppelt; im September 2006 betrug der Anteil dieser Kredite an den Gesamtaktiva 14%. Das Kreditwachstum war im Wesentlichen auf kleine und mittlere Banken konzentriert, bei denen Gewerbeimmobilienkredite mehr als dem Dreifachen des risikogewichteten Eigenkapitals entsprechen. In Japan haben die Bankenaufsichtsinstanzen die Kreditgeber davor gewarnt, ihr Engagement im Gewerbeimmobiliensektor undifferenziert auszuweiten.

... aber Märkte bislang in robuster Verfassung

Die börsengehandelten Marktsegmente haben sich überaus positiv entwickelt. In den letzten drei Jahren betrug die jährliche Markttrendite von Anteilen an Anlagevehikeln, die in Gewerbeimmobilien investieren, etwa 15–20%. Dadurch wurde diese Anlagekategorie bei Investoren, die nach höheren Renditen streben, besonders beliebt. Allerdings kamen die Renditen offenbar hauptsächlich durch Kapitalgewinne zustande, denn die Mieterträge blieben stabil und gingen an einigen Märkten, wie z.B. im Vereinigten Königreich oder in den USA, sogar zurück. Somit könnten zunehmende Spannungen an den Märkten für verbrieft Wohnimmobilienhypotheken

Preise gewerblicher Immobilien ¹							
	Nominale Veränderung ²			Niveau ³	Nachrichtlich: Büroleerstände ⁴		
	1997–2005	2005	2006	2006	2004	2005	2006
USA	2,9	12,0	12,3	42,3	16,0	13,9	12,6
Japan	-7,9	10,5	19,6	19,2	6,0	3,9	3,0
Deutschland	-1,5	-4,9	-5,2	36,2	11,4	11,6	9,9
Vereinigtes Königreich	3,8	13,4	17,2	69,4	9,8	7,3	5,7
Frankreich	4,2	6,2	15,0	71,5	6,6	6,5	5,1
Kanada	2,8	9,1	13,2	59,5	14,4	12,1	10,5
Spanien	1,4 ⁵	5,0	7,6	98,6	8,4	6,1	3,4
Niederlande	2,5	0,1	4,3	80,9	12,0	13,6	11,7
Australien	4,2	10,9	2,6	54,5	11,5	7,2	8,3
Schweiz	1,2	2,1	0,0	61,0	9,0	11,5	10,9
Schweden	2,8	5,6	9,5	48,5	17,6	16,8	15,4
Norwegen	1,6	6,3	10,8	63,8	11,0	9,0	8,2
Dänemark	7,8	19,8	9,0	100,0	10,3	7,9	5,0
Finnland	4,2	11,9	12,0	80,3	9,5	9,0	8,1
Irland	12,0	16,7	21,7	100,0	16,7	15,2	12,0

¹ Australien und Dänemark: erstklassige Lage in den größten Städten; Japan: Preise für gewerbliche Grundstücke in sechs großen städtischen Agglomerationen. ² Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ³ Hochphase der realen Preise gewerblicher Immobilien = 100. ⁴ Sofort verfügbarer Büro- raum (einschl. Untervermietung) in sämtlichen fertiggestellten Gebäuden an einem Markt in Prozent des Gesamtbestands. Schweiz und USA: landesweit; Australien, Deutschland, Frankreich, Nieder- lande, Spanien: Durchschnitt der größten Städte; übrige Länder: Hauptstadt. ⁵ Von 2001 bis 2005.

Quellen: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd.; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner.

Tabelle VII.2

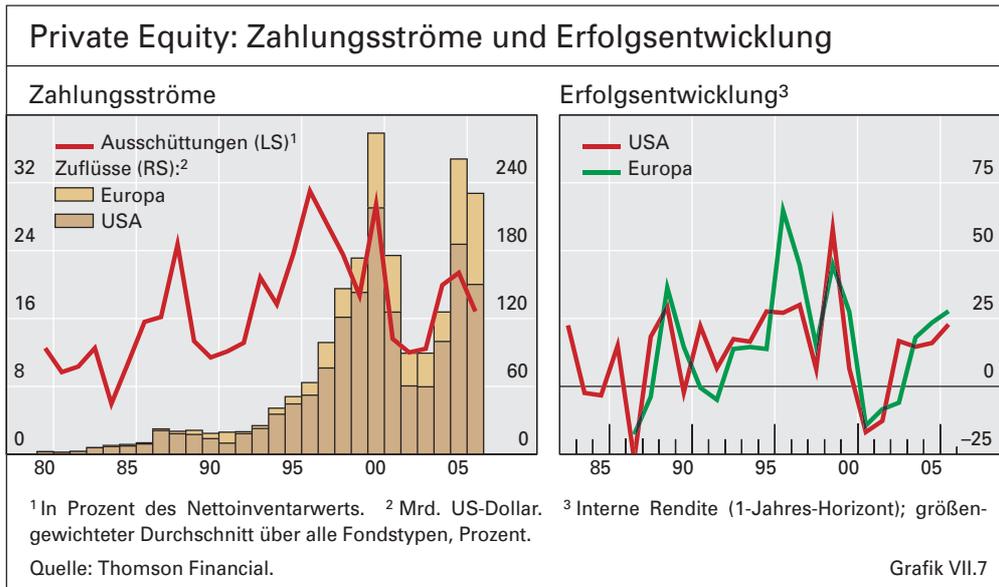
leichter auf den Markt für börsengehandelte Gewerbeimmobilienanlagen übergreifen.

Fremdfinanzierung

Zur Steigerung der Anlagerenditen wird seit mehreren Jahren verstärkt auf Fremdfinanzierung zurückgegriffen. Dies zeigt sich etwa im äußerst lebhaften Geschäft von Private-Equity-Fonds und im allmählichen Trend zu stärker fremdfinanzierten Strategien bei Hedge-Fonds. In beiden Fällen konzentriert sich die höhere Fremdfinanzierung bislang eher auf eine relativ kleine Anzahl von Marktteilnehmern, wobei allerdings in einem Umfeld gelockerter Kreditvergabestandards das Risiko einer weiteren Verbreitung besteht.

Der Private-Equity-Boom ist im vergangenen Jahr stärker geworden. Die Zahl der abgeschlossenen Private-Equity-Transaktionen und – noch wichtiger – das durchschnittliche Transaktionsvolumen nahmen weiter zu (Kapitel VI). Private-Equity-Fonds visierten größere Unternehmen an, wobei sie oftmals ihre Ressourcen in Konsortien bündelten. Die Umsatzsteigerung ging mit einer besseren Performance einher (Grafik VII.7), die allerdings wohl im Wesentlichen auf frühere Anlageentscheidungen zurückzuführen war. Deshalb konnten die Fonds bei Anlegern, die nach höheren Renditen strebten, darunter viele Pensionsfonds und Dach-Hedge-Fonds, außerordentlich viel Kapital

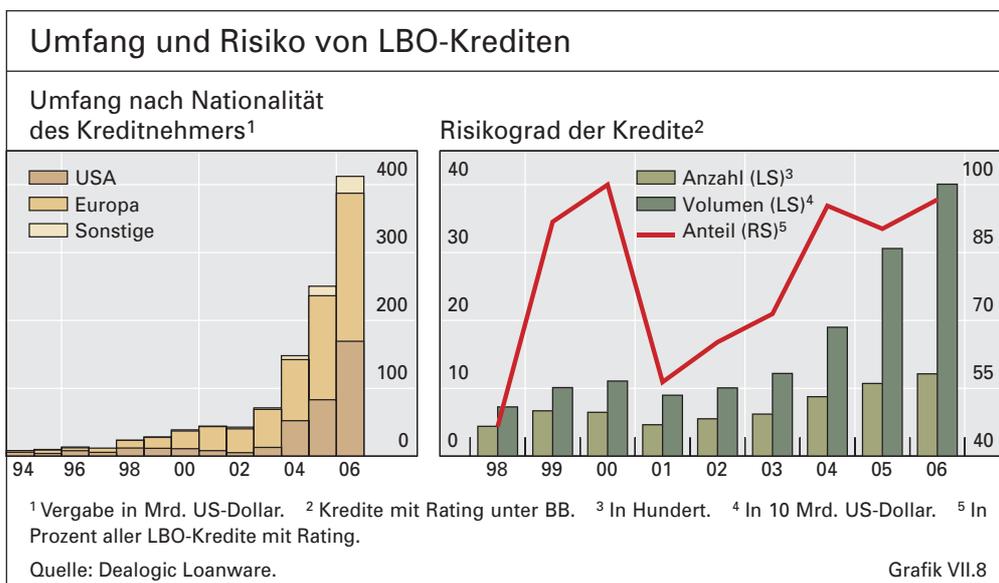
Verstärkter Private-
Equity-Boom ...



aufbringen. Wenige größere Fonds emittierten Aktien an der Börse oder bekundeten Interesse an einem Börsengang, um sich eine dauerhafte Kapitalquelle zu erschließen.

... begünstigt durch den leichten Zugang zu Krediten

Die günstigen Finanzierungsbedingungen spielen im Private-Equity-Boom eine wichtige Rolle. Die Fonds haben Schuldtitel in Rekordhöhe ausgegeben, um die Transaktionen zu finanzieren. Das Volumen internationaler Konsortialkredite, die im Zusammenhang mit fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buyouts, LBO) bereitgestellt wurden, erhöhte sich im vergangenen Jahr um 70%. Zwar war das Wachstum in den USA am höchsten, doch die meisten Kredite wurden an europäische Schuldner vergeben (Grafik VII.8 links). Der ausgewiesene Fremdfinanzierungsgrad bei solchen Transaktionen steigt tendenziell an, da die Fonds ihre Finanzmittel zu besseren Bedingungen erhalten, u.a. über Verträge mit deutlich lockereren Kreditauflagen für den Schuldner. All diese Faktoren haben zu einer kräftigen Zunahme der Kredite im spekulativen Bereich geführt; deren Anteil an den



für LBO bereitgestellten Krediten betrug in den letzten zwei Jahren 90% (Grafik VII.8 rechts).

Der Fremdfinanzierungsgrad bei Private-Equity-Transaktionen hat Fragen über deren längerfristige Tragfähigkeit aufgeworfen. Die Kapitalstrukturen der aufgekauften Unternehmen werden durch sog. fremdfinanzierte Rekapitalisierungen verändert, die die Erträge des Aufkäufers zulasten des Eigenkapitals des aufgekauften Unternehmens erhöhen. Dies ist ein wesentliches Element der Finanzstrategie der Fonds und erklärt zum Teil ihre gute Performance. Die Strategie hängt jedoch von der Verfügbarkeit günstiger Finanzmittel ab, und bei einer Verschlechterung des Kredit- oder Geschäftsumfelds wäre die finanzielle Solidität der aufgekauften Unternehmen (und der mit der Transaktion verbundenen Verbindlichkeiten) besonders gefährdet. Zwar scheint der Anstieg der Fremdfinanzierung großenteils auf die aufgekauften Unternehmen begrenzt zu sein (Kapitel VI), es besteht jedoch die Befürchtung, dass mit der Zunahme der LBO Druck auf die Unternehmen entstehen könnte, ihre Verschuldung generell zu erhöhen, entweder als Schutz vor Übernahmen oder um die Eigenkapitalrendite auf das Niveau der von Private-Equity-Fonds aufgekauften Unternehmen zu steigern.

Vermehrte Fremd-
finanzierung ...

Auch die relative Intransparenz der von der Börse genommenen Unternehmen gibt Anlass zur Sorge. Die geringeren Anforderungen an nicht börsennotierte Unternehmen in Bezug auf die Offenlegung erschweren die Überprüfung der Geschäftsführung durch die Öffentlichkeit. Gleichzeitig wird die Bedeutung angemessener Führungsstrukturen von nicht börsennotierten Unternehmen dadurch hervorgehoben, dass die Übernahmen immer umfangreicher werden.

... und
Intransparenz
erhöhen
Gesamtrisiko

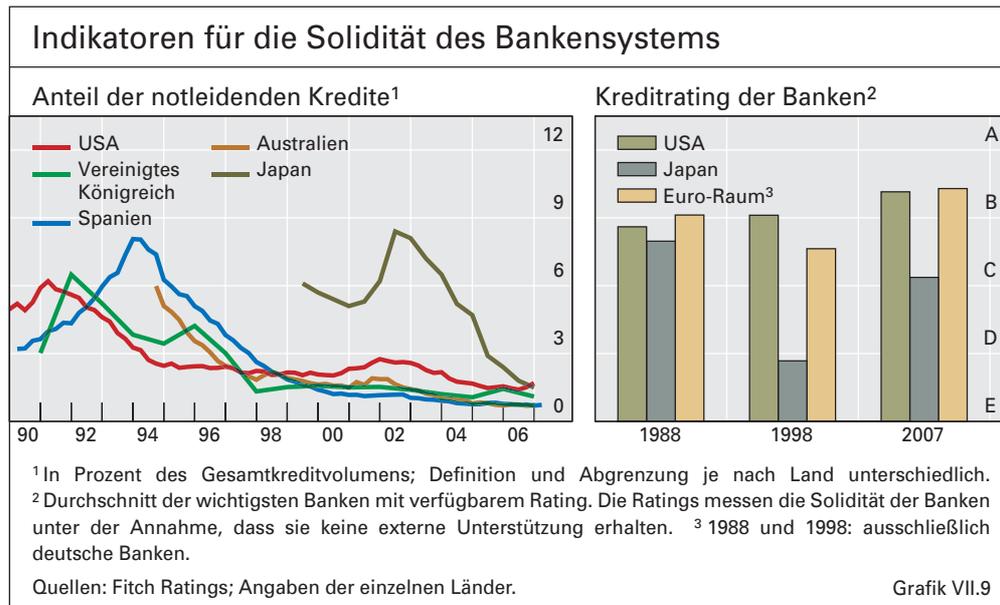
Ähnliche Bedenken bestehen im Hinblick auf das Geschäft von Hedge-Fonds. Der gestiegene Fremdfinanzierungsgrad (Grafik VII.3) hat in Verbindung mit der relativen Intransparenz die Befürchtung geweckt, dass sich etwaige zukünftige Probleme in diesem Sektor weitläufig im Finanzsystem ausbreiten könnten. Möglicherweise haben die Gegenparteien das Risiko einzelner Fonds und die allgemeine Fragilität der Märkte, an denen die Fonds aktiv sind, unterschätzt.

Der Kreditzyklus

Für die gute Entwicklung des Finanzsektors in den letzten Jahren war das günstige Kreditumfeld von entscheidender Bedeutung. Eine Wende im Kreditzyklus stellt daher für die Zukunft ein erhebliches Risiko dar. Bei Anlagestrategien, die weiterhin niedrige Spreads und steigende Vermögenspreise voraussetzen, droht die ernste Gefahr sich häufender Ausfälle. Das Zusammenspiel von Kreditzyklus und gesamtwirtschaftlichen Bedingungen wird die mittelfristigen Herausforderungen für die Finanzstabilität maßgeblich bestimmen.

Niedrige und rückläufige Kreditkosten sind ein zentraler Erfolgsfaktor für die Performance der Finanzinstitute. Der Anteil notleidender Kredite an den Portfolios der Banken hat in vielen Ländern einen historischen Tiefstand erreicht (Grafik VII.9) und zusammen mit niedrigen Wertberichtigungen zur hohen Rentabilität der Banken beigetragen. In Verbindung mit dem niedrigen

Günstiges
Kreditumfeld ...



Zinsniveau hat das günstige Kreditumfeld das Angebot an Finanzierungen gefördert – die treibende Kraft hinter der schwungvollen Entwicklung der Märkte für strukturierte Kreditinstrumente und Transaktionen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil.

... möglicherweise ein Ausnahmefall

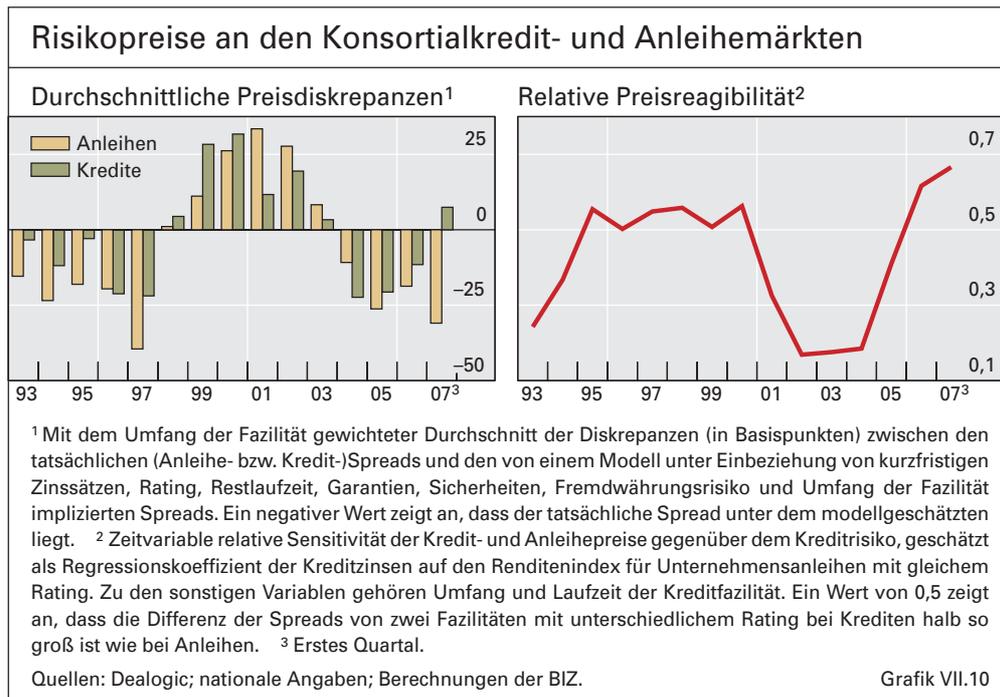
Angesichts jüngster Erfahrungen mit dem Konjunkturzyklus erscheinen diese Bedingungen in vielfacher Hinsicht als außergewöhnlich. Die lange Phase wirtschaftlichen Wachstums, die Mitte der 1990er Jahre eingesetzt hatte, wurde durch die verhältnismäßig geringe Abschwächung zu Beginn dieses Jahrzehnts nach dem Platzen der Technologie-Blase nur kurz unterbrochen. Dank einer wachsenden Kreditnachfrage der privaten Haushalte und dem förderlichen Einfluss verbesserter Mechanismen für den Transfer von Kreditrisiken konnte das Finanzsystem den Schub von Unternehmensinsolvenzen damals erfolgreich bewältigen.

Bewältigung des gestiegenen Kreditrisikos ...

Eine Wende im Kreditzyklus wird von Marktbeobachtern durchaus für möglich gehalten, jedoch ist der Eintrittszeitpunkt schwer abzuschätzen. Am Markt für Wohnimmobilienfinanzierungen häufen sich die Zeichen der Anspannung zusehends, vor allem in den USA, und angesichts steigender Ausfallquoten bei Privatkrediten gibt auch die Verschuldung der privaten Haushalte in vielen Ländern weiterhin Anlass zu Besorgnis. Zwar sind die Unternehmensinsolvenzen noch immer sehr niedrig (Kapitel VI), doch könnte sich ein erhöhter Verschuldungsgrad in einigen Fällen als nicht mehr tragbar erweisen, wenn sich das Geschäftsumfeld eintrüben oder das Kreditangebot verknappen sollte.

... bedarf vorausschauender Disziplin

Inwieweit die Banken Belastungen abfangen können, die sich aus einer Wende im Kreditzyklus – womöglich in Verbindung mit einem allgemeineren Konjunkturrückgang – ergeben könnten, ist auch davon abhängig, wie streng die Kreditstandards gehandhabt wurden. Das günstige Umfeld hat in einigen Segmenten, etwa bei Hypotheken an Kreditnehmer mit hohem Risiko, eine offensivere Haltung bei der Kreditvergabe begünstigt. Insgesamt ist die Risikosensitivität bei der Preisgestaltung von Krediten in den



letzten Jahren anscheinend gestiegen. Verglichen mit den Anleihespreads scheinen sich die Spreads bei Konsortialkrediten im vergangenen Jahr ausgeweitet zu haben und mittlerweile eine höhere Sensitivität gegenüber Kreditrisiken aufzuweisen (Grafik VII.10). Dies ist ein gutes Zeichen, wenngleich sich der zu Beginn des Jahrzehnts akkumulierte Bestand an Forderungen mit großzügig bemessenen Konditionen in den Portfolios der Kreditgeber als Risikoquelle herausstellen könnte, wenn diese Kredite fällig werden. Der Umgang mit höheren Ausfallquoten in einem sich wandelnden Umfeld dürfte Anreize für eine gewisse Nachsicht gegenüber bestehenden Schuldnern schaffen, wodurch die Forderungsqualität bei den Kreditgebern weiter gemindert und das Angebot an Neukrediten beschnitten werden könnte.

Internationalisierung des Bankgeschäfts

Das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts ist in den Industrieländern seit einigen Jahrzehnten ein wichtiger struktureller Trend. Zunächst expandierten die Banken hauptsächlich über das grenzüberschreitende Geschäft ins Ausland. In jüngerer Zeit entscheiden sie sich jedoch zunehmend für die direkte Präsenz vor Ort. Exporteure wie Importeure von Finanzdienstleistungen profitieren von diesem Trend durch eine größere Diversifizierung, eine breitere Palette an Finanzierungsquellen und einen Transfer von Know-how. Gleichzeitig aber stellt diese Entwicklung die zuständigen Instanzen sowohl der Herkunfts- als auch der Aufnahmeländer vor etliche Herausforderungen bezüglich der Bewertung und Handhabung von Risiken im Finanzsektor sowie hinsichtlich der makroökonomischen Steuerung insgesamt.

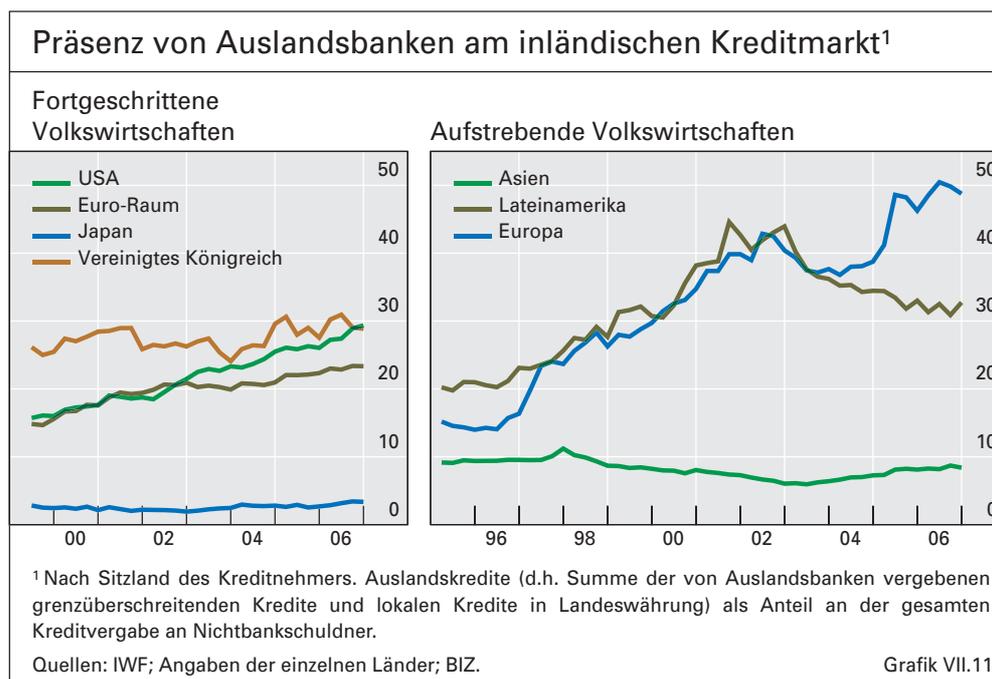
Trends und Entwicklungsmuster

Zunehmende Internationalisierung des Bankgeschäfts ...

Der Anteil des internationalen Geschäfts an den Aktivitäten der Banken ist in den vergangenen 30 Jahren stetig gewachsen. Die internationalen Forderungen der Banken in den Industrieländern sind von 1977 bis 2006 pro Jahr um durchschnittlich 11,5% gestiegen. In den letzten zehn Jahren hat sich diese Entwicklung beschleunigt, und im vergangenen Jahr lag die Wachstumsrate bei über 18%. Gemessen an der Wirtschaftstätigkeit haben sich diese Forderungen seit 1980 verfünffacht – 2006 entsprachen sie 50% des weltweiten BIP. Das Wachstum verlief dabei nicht gleichmäßig, sondern wies ausgeprägte Aktivitätszyklen auf. Allerdings wurde das derzeitige Expansionstempo seit Mitte der 1970er Jahre nur zweimal übertroffen.

... vorangetrieben durch allgemeine Wirtschaftstrends ...

Hinter der zunehmenden Internationalisierung standen weitgehend die gleichen Einflussfaktoren wie hinter der allgemeinen Globalisierung von Wirtschaft und Handel. Wichtige Beweggründe für die Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts waren der Finanzierungsbedarf einer boomenden grenzüberschreitenden Wirtschaftstätigkeit und die Unterstützung der angestammten Bankkunden bei ihren internationalen Aktivitäten. Zudem eröffnete die stärkere Liberalisierung des Kapitalverkehrs Schuldner die Möglichkeit zur Mittelaufnahme bei Intermediären mit Hauptsitz im Ausland. An zahlreichen Inlandsmärkten entfällt ein hoher und weiter wachsender Anteil des gesamten Kreditvolumens für Nichtbankschuldner auf Auslandsbanken, die Kredite entweder unmittelbar aus dem Ausland oder über Niederlassungen vor Ort vergeben (Grafik VII.11). Was die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften betrifft, so ist der Anteil der Auslandsbanken am gesamten Kreditaufkommen in den USA, im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum größer als in Japan. In den aufstrebenden Volkswirtschaften haben Privatisierung und Konsolidierung die Bankenlandschaft verändert, und in Lateinamerika wie auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas hat die Marktpräsenz



ausländischer Banken erheblich zugenommen. Allerdings bestehen große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

Infolge einiger struktureller Faktoren, die speziell den Finanzsektor betreffen, ist die internationale Expansion überdies zu einem eigenständigen Ziel der Banken geworden. Fortschritte in der Kommunikations- und Informationstechnologie, Innovationen an den Finanzmärkten sowie ausgefeiltere Möglichkeiten zur Messung und Steuerung von Finanzrisiken halfen vielen Banken, den Wirkungsbereich und die Größenordnung ihres Geschäfts auszuweiten, und sorgten dafür, dass die internationalen Aktivitäten kostengünstiger wurden. Als zugleich das inländische Wachstumspotenzial wegen rückläufiger Kapitalrenditen und kartellrechtlicher Bestimmungen an seine Grenzen stieß, war für Institute, die nach Bilanzwachstum strebten, die internationale Expansion am vielversprechendsten.

... und bestimmte strukturelle Faktoren

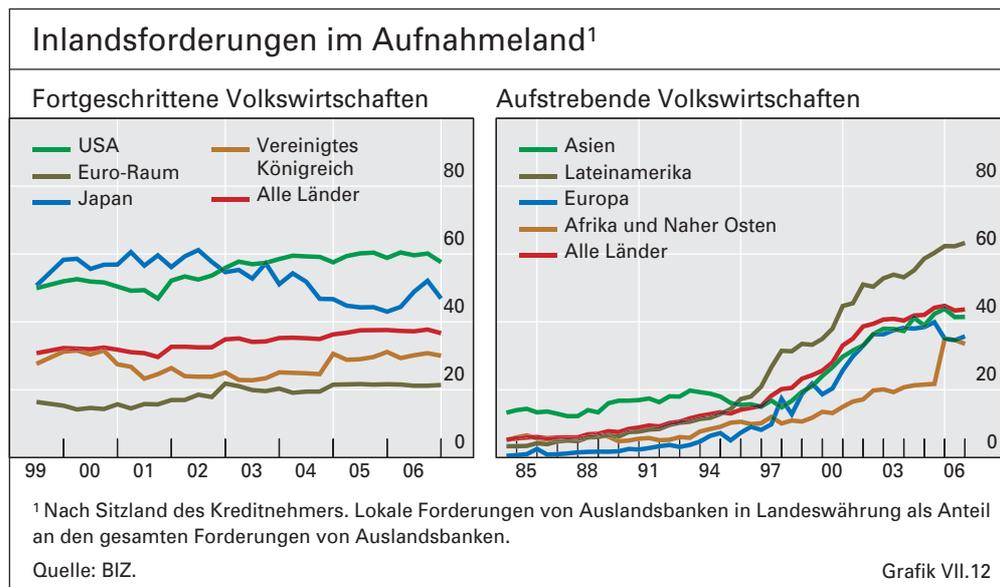
Die globale Entwicklung bei der Internationalisierung des Bankgeschäfts zu beschreiben ist nicht einfach. Die Erfahrungen der einzelnen Länder und Banken sind uneinheitlich, was sowohl an historischen und institutionellen Einflussfaktoren als auch an der unterschiedlichen Struktur und Entwicklung der betreffenden Volkswirtschaften liegt. Dennoch ist es nützlich, gewisse allgemeine Merkmale des Internationalisierungsprozesses zu betrachten: die Entscheidung zwischen einer lokalen Präsenz und einer grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeit, das jeweilige Vorgehen bei der Refinanzierung und Mittelbereitstellung in Landeswährung sowie den zunehmenden Umfang der Interbankmärkte und die Rolle von Finanzzentren bei der Lenkung der internationalen Kapitalströme.

Einige Entwicklungsmuster:

Ein wichtiger Aspekt ist, ob die internationalen Aktivitäten von Banken über Niederlassungen vor Ort oder grenzüberschreitend vom heimatlichen Standort aus betrieben werden. Die relative Bedeutung der internationalen Kreditvergabe durch ausländische Niederlassungen variiert von Land zu Land sowie im Zeitverlauf erheblich. In den späten 1990er Jahren machte die Kreditvergabe international tätiger Banken über ausländische Niederlassungen etwa ein Viertel der Forderungen gegenüber ausländischen Kreditnehmern aus (Grafik VII.12). Jedoch ergab sich je nach Sitzland der Schuldner ein recht vielschichtiges Bild. In den USA und Japan tendierten Auslandsbanken eher zu Niederlassungen vor Ort, während sie innerhalb des Euro-Raums anscheinend die grenzüberschreitende Kreditvergabe bevorzugten. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war das Bild wesentlich einheitlicher.

In den meisten Regionen ist inzwischen ein durchgehender Trend zugunsten einer Präsenz vor Ort zu verzeichnen. Unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist dieser Trend besonders deutlich in den USA zu erkennen. Dort ist die Kreditvergabe durch Niederlassungen ausländischer Banken auf rund 60% aller internationalen Forderungen gestiegen. Dagegen hat die lokale Präsenz ausländischer Banken innerhalb des Euro-Raums trotz Einführung der Einheitswährung kaum zugenommen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften hat sie am meisten an Bedeutung gewonnen. In diesem Jahrzehnt ist der Anteil der Kredite, die durch Niederlassungen vor Ort arrangiert wurden, auf über 40% aller Forderungen gestiegen. Die Liberalisierung des Finanzsektors und Privatisierungsmaßnahmen, die häufig auf Finanzkrisen folgten, haben die

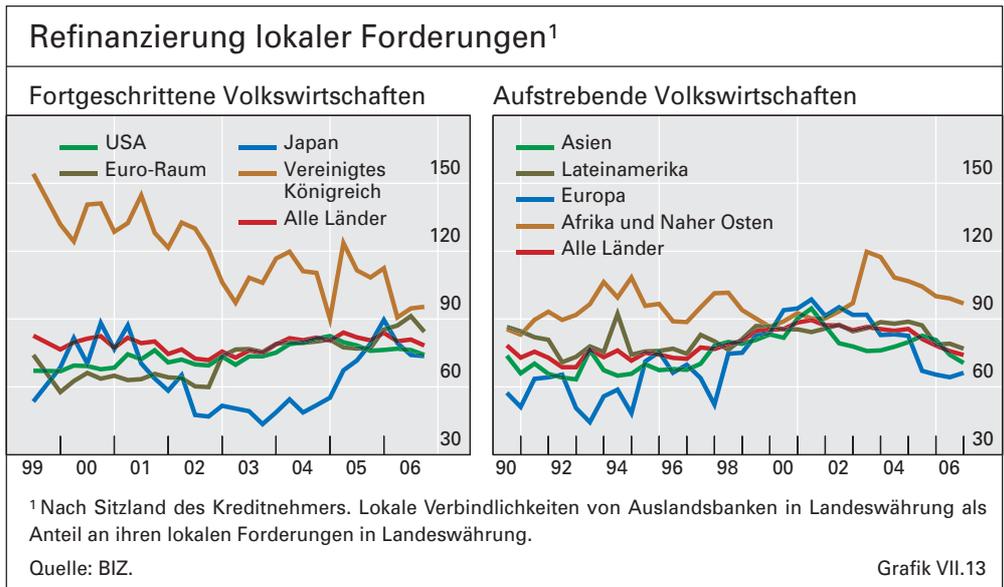
– Trend zur Präsenz vor Ort



Eröffnung von Niederlassungen im jeweiligen Land oder den Erwerb ortsansässiger Banken begünstigt. Allerdings verbergen die Gesamtgrößen beträchtliche einzelfallspezifische Unterschiede im Ländervergleich. Am stärksten haben Beteiligungen von Auslandsbanken im letzten Jahrzehnt auf dem amerikanischen Kontinent und in den aufstrebenden bzw. im Übergang befindlichen Volkswirtschaften Europas zugenommen, in geringerem Maße dagegen in Asien, Afrika und dem Nahen Osten. Dies spiegelt den allgemeinen Trend wider, dass sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften ein wachsender Anteil der Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor grenzüberschreitend erfolgt. Entsprechend befindet sich das Bankensystem in etlichen Ländern mittlerweile praktisch vollständig in ausländischem Besitz, so etwa in Neuseeland, Mexiko sowie einigen Ländern Mittel- und Osteuropas.

– verstärkter Rückgriff auf lokale Refinanzierungsquellen

Der Wechsel vom grenzüberschreitenden Bankgeschäft zur Errichtung international tätiger Bankinstitute zeigt sich am Umfang ihrer vor Ort refinanzierten lokalen Forderungen. Immer häufiger bedienen Auslandsbanken ausländische Märkte, indem sie durch ihre Niederlassungen Einlagen vor Ort hereinnehmen, wodurch grenzüberschreitende Verbindlichkeiten oder lokale Fremdwährungsverbindlichkeiten verdrängt werden. In den Industrieländern entspricht das Refinanzierungsvolumen vor Ort im Durchschnitt etwa 80% der lokalen Forderungen in Landeswährung. Während Niederlassungen von Auslandsbanken im Vereinigten Königreich dazu neigen, das lokale Kreditgeschäft in Pfund Sterling mit Einlagen vor Ort in Pfund Sterling uberzufinanzieren, ist es bei Niederlassungen in Japan umgekehrt. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war Ende der 1990er Jahre ein Trend zur lokalen Refinanzierung zu beobachten (Grafik VII.13). Ganz besonders galt dies für Europa und Asien, möglicherweise als Reaktion auf Schwachstellen, die sich im Verlauf der Asien-Krise gezeigt hatten. Dieser Trend hat sich inzwischen ins Gegenteil verkehrt, wie auch Währungskrisen seltener geworden sind. Die Strategie eines ausgewogenen Ausbaus lokaler Aktiva und Passiva kann mehrere Beweggründe



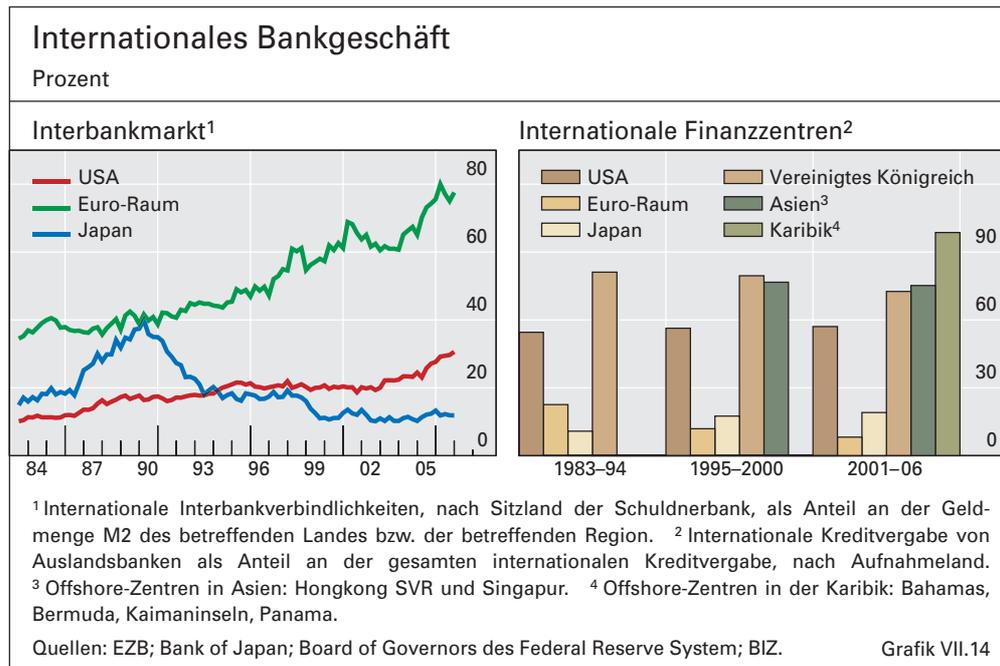
haben. Dazu zählen z.B. eine stärkere Betonung des Retail-Geschäfts (Hypothekenkredite und Kreditkarten für ortsansässige Einleger) oder die geringere Anfälligkeit für Währungsinkongruenzen und Transferrisiken. Lokale Aktiva und Passiva wachsen tendenziell parallel, unabhängig davon, ob die ausländischen Banken ihre Aktivitäten vor Ort über ein organisches Wachstum voranbringen oder Banken mit einheimischer Einlegerklientel übernehmen.

Mit über 60% machen Engagements gegenüber anderen Banken den Löwenanteil der internationalen Bankaktiva und -passiva aus. Das Interbanksegment des internationalen Bankgeschäfts ist in den meisten Ländern stetig gewachsen, und zwar sowohl in absoluter Betrachtung als auch im Vergleich zur jeweiligen inländischen Geldmenge (Grafik VII.14 links). Für europäische Banken, vor allem für diejenigen mit Sitz im Euro-Raum, ist das internationale Interbankgeschäft von besonders großer Bedeutung. Mit der Einführung des Euro erhielt der Interbankmarkt für Einlagen im einheitlichen Währungsraum großen Auftrieb und erlangte eine Schlüsselstellung bei der effizienten Allokation der Liquidität. Demgegenüber hatte die langanhaltende Schwäche der japanischen Banken zur Folge, dass diese sich ab Mitte der 1990er Jahre immer mehr vom internationalen Interbankmarkt zurückzogen.

– zunehmende Interbankaktivität

Während das internationale Bankgeschäft recht breit über die verschiedenen Länder verteilt ist, fungieren einige wenige Finanzzentren als bedeutende Drehscheiben bei der Mittelverteilung insgesamt. Kennzeichnend für diese Zentren ist der hohe Prozentsatz an ihrem internationalen Bankgeschäft, der von Instituten mit ausländischem Hauptsitz bestritten wird. Dass ein maßgeblicher Anteil des Interbankgeschäfts auf das Vereinigte Königreich und die USA entfällt, spiegelt die Stellung Londons und New Yorks als internationale Finanzzentren wider. Insbesondere das Vereinigte Königreich zieht über 20% der globalen Interbankeinlagen an, und Auslandsbanken vereinen mehr als 70% des gesamten internationalen Bankgeschäfts in diesem Land auf sich (Grafik VII.14 rechts). Zusätzlich haben sich eine Reihe von Ländern, darunter

– Entstehung von Drehscheiben



Offshore-Zentren in Asien und in der Karibik, als regionale Drehscheiben etabliert und sind zu wichtigen Intermediären für die Interbankströme zwischen den verschiedenen Regionen geworden.

Herausforderungen bei der Gestaltung der Rahmenbedingungen

Trend schafft Herausforderungen für Banken und öffentliche Instanzen

Die Internationalisierung der Finanzintermediation bringt Vorteile für die Volkswirtschaft im Herkunfts- wie im Aufnahmeland, stellt aber sowohl die einzelnen Institute als auch die zuständigen Instanzen in den Herkunfts- und Aufnahmeländern vor einige Herausforderungen. Die Finanzsysteme der Herkunfts- und der Aufnahmeländer profitieren davon, dass die Banken auf der Aktiv- wie auch der Passivseite besser diversifiziert sind und dass potenziell stabilere Finanzierungsquellen für die Wirtschaftstätigkeit zur Verfügung stehen. Die Herausforderungen sind zum einen einzelninstituts-, zum anderen systembezogen, und sie betreffen das Management der unterschiedlichen Risiken, die sich infolge der größeren Komplexität international agierender Banken ergeben. Um die Leistungsfähigkeit und die Schwachstellen international tätiger Institute sowie die Stabilität offener Finanzsysteme beurteilen zu können, müssen die zuständigen Instanzen beim Informationsaustausch und bei der Koordination von Eingriffen zusammenarbeiten, wobei die Anreize oft nicht deckungsgleich sind.

Auf Einzelinstitutsebene

International tätige Banken komplexer ...

Die stärkere Internationalisierung des Bankgeschäfts erhöht die Komplexität der einzelnen Institute. Grenzüberschreitende Aktivitäten erfordern die Anpassung an jeweils andere Kunden-, Markt- und Aufsichtskulturen sowie die Koordination zwischen unterschiedlichen Teilen derselben Organisation. Der Erfolg hängt wesentlich davon ab, ob es gelingt, unterschiedliche Unternehmenskulturen miteinander in Einklang zu bringen, Usancen aufeinander

abzustimmen und ein funktionierendes Berichtswesen und Controlling einzurichten. Dass ausländische Unternehmensteile früher mitunter unabhängig waren, kann diese Aufgabe erschweren.

Die Herausforderungen für die mit der Finanzaufsicht international tätiger Banken betrauten Stellen sind ähnlich umfangreich, jedoch anders geartet. Sie beziehen sich auf die unterschiedlichen Sichtweisen der zuständigen Instanzen im Herkunfts- und im Aufnahmeland. Für die Beobachtung der Geschäftsentwicklung und die Beurteilung des Risikoprofils der Institute sind ausreichende Informationen über deren Gesamtaktivitäten und Geschäftspraktiken unabdingbar. Natürlich gehört zu diesen Aufgaben auch die Beurteilung der Risiken, die sich aus internationalen Engagements oder aus Laufzeit- und Währungsinkongruenzen in der Gesamtbilanz eines Instituts ergeben. Ein wirksamer Aufsichtsmechanismus bedarf in entscheidendem Maße der Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Instanzen des Herkunfts- und des Aufnahmelandes für den Austausch von Informationen, Meinungen und Kenntnissen über die jeweiligen örtlichen Gegebenheiten. Umgekehrt können die Instrumentarien der Finanzaufsicht, die je nach Land anders ausgestaltet sind und angewandt werden, im Widerspruch zu den Bemühungen eines Instituts stehen, das eine integrierte Geschäftstätigkeit anstrebt, um Synergien und Diversifizierungsmöglichkeiten auszuschöpfen. Beispiele hierfür sind Unterschiede in der Klassifizierung notleidender Kredite oder bei den Vorschriften zur Risikovorsorge.

Die Komplexität erschwert außerdem ein wirkungsvolles Eingreifen, wenn eine Bank in Schwierigkeiten gerät. Um die Solvenz eines Instituts beurteilen zu können, muss der gegenwärtige und zukünftige Wert seiner Aktiva und Passiva genau geschätzt werden. Bei der raschen und genauen Bewertung illiquider oder wenig transparenter Posten ist oft der Sachverstand der lokalen Finanzaufsicht hilfreich. Wichtig ist somit eine offene Kommunikation zwischen den zuständigen Instanzen der einzelnen Länder. Zudem wird der Zugang zu Soforthilfe durch möglicherweise unterschiedliche Gepflogenheiten und gegensätzliche Anreize verschiedener Instanzen erschwert, die nationale Ressourcen ungern aufs Spiel setzen, um Auslandsgeschäfte und ausländische Gläubiger des Instituts zu unterstützen.

Die Bewältigung von Krisen wird ferner dadurch kompliziert, dass Entscheidungen über die Abwicklung im Insolvenzfall auch von nationalen Interessen und unterschiedlichen Sichtweisen der betroffenen Parteien beeinflusst werden. Es kann z.B. durchaus umstritten sein, inwieweit die lokale Kreditvergabe durch Auslandsbanken im Aufnahmeland aufrechterhalten werden sollte. Das Gleiche gilt für die Frage der Aufteilung der finanziellen Belastungen aus der Verwendung öffentlicher Mittel. Die Situation wird besonders komplex, wenn das internationale Geschäft der Bank so verteilt ist, dass sich asymmetrische Sichtweisen unter den betroffenen Instanzen ergeben. Das wäre beispielsweise dann der Fall, wenn die Aktivitäten einer international tätigen Bank im Aufnahmeland gemessen an der Größe des Instituts zwar wenig umfangreich, angesichts der geringen Größe der Volkswirtschaft des Aufnahmelandes aber für dessen Finanzsystem bedeutsam sind. Die zuständigen Instanzen der

... und
schwieriger zu
beaufsichtigen ...

... gerade in
angespannten
Situationen

beiden Länder dürften in der Frage der Schließung dann ganz unterschiedliche Standpunkte vertreten.

Auf Systemebene

Internationalisierung ...

Auch auf Systemebene bringt die zunehmende Internationalisierung des Bankgeschäfts Herausforderungen mit sich. Das gilt für die traditionelle Überwachung der Liquidität und der Kreditströme durch die Währungsbehörden ebenso wie für die Sicherstellung der Stabilität des Finanzsystems insgesamt.

... birgt Herausforderungen für die Geldpolitik ...

Dass international agierende Institute ihre Liquidität und ihre Bilanzen länderübergreifend steuern können, dürfte bisweilen die Wirksamkeit geldpolitischer Instrumente beeinträchtigen. Dank leichter zugänglicher ausländischer Finanzierungsquellen können die Banken in Zeiten anhaltender internationaler Zinsdifferenzen hochrentable Geschäftsgelegenheiten besser wahrnehmen. Eine offensive Kreditvergabestrategie dürfte außerdem zu einem größeren Angebot an niedriger verzinslichen Krediten für private Haushalte und Unternehmen führen; der Preis dafür ist jedoch ein stark erhöhtes Währungsrisiko, das schwerer einzuschätzen ist. Derartige Praktiken können die Stoßkraft geldpolitischer Instrumente schwächen und die Verfolgung der geldpolitischen Ziele erschweren. Das zeigt z.B. die Erfahrung von Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa sehr deutlich: Bis vor Kurzem waren die Bemühungen der Zentralbanken, die Kreditexpansion einzudämmen, erfolglos. Dadurch erhielten die Inlandsnachfrage und der Höhenflug der Wohnimmobilienpreise Auftrieb, und die Leistungsbilanzdefizite weiteten sich aus.

... und für den Umgang mit Systemrisiken

Aus der Perspektive einer systemorientierten Finanzaufsicht stellen international tätige Banken die Gestaltung von Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität vor Herausforderungen. Bei der Überwachung von Schwachstellen sind Herkunfts- und Aufnahmeland hier mehr oder weniger gleichermaßen gefordert. Beide müssen Szenarien auswerten, die auch das Geschehen in den Volkswirtschaften einbeziehen, in denen die von ihnen beaufsichtigten Banken besonders aktiv sind. Dagegen stoßen bei der Bekämpfung zu wenig umsichtiger Praktiken aufsichtsrechtliche Instrumente auf Kontroll- und Anreizfragen. Im Inland angewandte Maßnahmen dürften unwirksam sein, wenn ein Großteil des inländischen Bankgeschäfts auf weitgehend international ausgerichtete Institute entfällt. Außerdem kann die Koordination unter den Aufsichtsinstanzen durch unterschiedliche Perspektiven behindert werden, wenn das Geschäft im Aufnahmeland nur einen kleinen Teil der Gesamtaktivitäten der betreffenden Institute ausmacht. Darüber hinaus müssen Handhabung und Überwindung von Systemkrisen die gleichen Hürden nehmen, die oben in Bezug auf einzelne Institute hervorgehoben wurden, nämlich die Frage der Verfügbarkeit hochwertiger und aktueller Informationen, die rechtliche und operationelle Komplexität sowie Interessenkonflikte der beteiligten Instanzen. Erschwerend hinzukommen können Uneinigkeit der beteiligten Instanzen über ihre jeweiligen Zugriffsansprüche auf die Ressourcen der betreffenden Institute sowie die Aufteilung finanzieller Belastungen aus der Verwendung öffentlicher Mittel im Abwicklungsprozess.

Initiativen ergriffen

Angesichts dieser Herausforderungen sind Bemühungen im Gang, Strukturen zu schaffen, die die Risikobewertung international tätiger Banken

erleichtern und das Krisenmanagement verbessern. Konkret geht es dabei z.B. um die Einrichtung bilateraler und multilateraler Mechanismen in Gestalt regelmäßig zusammentretender Foren und um die Schaffung von Vorlagen und anderen Kommunikationshilfen, die eine gemeinsame Bewertung der Leistungsfähigkeit dieser Banken erleichtern. Oft halten die zuständigen Instanzen diese Initiativen in gemeinsamen Memoranden fest. Es gibt aber auch informellere Bemühungen, die darum nicht unbedingt weniger nützlich sind. Die Herausbildung globaler Aufsichtsstandards ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu größerer Kohärenz der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen unterschiedlicher Länder. Standards beziehen sich auf die Gestaltung aufsichtsrechtlicher Instrumente, beispielsweise für die Eigenkapitalausstattung und die Risikovorsorge. Sie tragen mit Best-Practice-Empfehlungen für ihre Anwendung aber auch zur Schaffung einer gemeinsamen Aufsichtskultur bei. Überdies sind Strukturen, die zur Verbesserung des Informationsflusses für Aufsichtszwecke geschaffen wurden, auch schon herangezogen worden, um Maßnahmen im Falle von Anspannungen im Finanzsystem zu diskutieren und zu planen. Angesichts der Komplexität der Fragen und aufgrund von Bedenken bezüglich Moral Hazard dürften diese Diskussionen gezwungenermaßen eher informellen Charakter haben.

Ungeachtet der bisher erzielten Fortschritte bleibt noch viel zu tun. Dies liegt nicht nur an der komplexen Sachlage im Hinblick auf bestimmte Banken oder an den institutionellen Rahmenbedingungen in einzelnen Ländern. Es spiegelt außerdem die Tatsache wider, dass sich mit der Weiterentwicklung des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts auch die Herausforderungen für die Entscheidungsträger ändern.

Raum für weiteren
Fortschritt

VIII. Schlussbemerkungen: Vorbeugen statt heilen?

Die Volkswirtschaftslehre ist keine exakte Wissenschaft; die Wiederholung eines Experiments führt jedenfalls nicht immer zu demselben Ergebnis. Wirtschaftsprognosen liegen daher oft weit daneben, vor allem an zyklischen Wendepunkten. Unbefriedigende Ergebnisse entstehen dabei vielfach aus dem Zusammenspiel unzureichender Daten, fehlerhafter Modelle und zufälliger Schocks. Noch schwieriger ist es, den Risiken, mit denen Prognosen behaftet sind, Eintrittswahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Dies ist sogar so schwierig, dass ohne große Übertreibung gesagt werden kann: Wir sehen uns nicht nur einer risikoreichen, sondern einer grundlegend ungewissen Welt gegenüber – nämlich einer Welt, in der sich keine Wahrscheinlichkeiten berechnen lassen.

Die Wirtschaftsgeschichte ist hier recht aufschlussreich. Die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre kamen für die meisten Beobachter und öffentlichen Entscheidungsträger völlig überraschend, ebenso wie das Tempo der Disinflation und die anschließende Konjunkturerholung, als das Problem wirksam angegangen worden war. Auch mit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren und mit den Krisen in Japan und Südostasien Anfang bzw. Ende der 1990er Jahre hatte praktisch niemand gerechnet. Vielmehr war in allen Fällen eine Phase nicht inflationären Wachstums vorausgegangen, dessen Dynamik sogar zahlreiche Beobachter veranlasste, vom Beginn einer „neuen Ära“ zu sprechen. Ähnliche Überraschungen hat es auch für einzelne Akteure gegeben. Als LTCM im Jahr 1998 zusammenbrach, sah sich das Unternehmen an verschiedenen Märkten Preisschocks ausgesetzt, die beinahe zehnmal größer waren, als auf Basis bisheriger Erfahrungen realistisch zu erwarten gewesen wäre. Dadurch erwiesen sich die grundlegenden Annahmen des Fonds – dass er angemessen diversifiziert sei und über reichlich Liquidität sowie eine solide Eigenkapitalausstattung verfüge – als katastrophal falsch.

Natürlich werden viele sagen, dass unser Verständnis der wirtschaftlichen Abläufe dank dieser Erfahrungen gewachsen ist. Ohne Weiteres beweisen lässt sich das jedoch nicht. Betrachten wir beispielsweise, wie die Volkswirte der Zentralbanken üblicherweise mithilfe ökonomischer Modelle für das Wechselspiel zwischen Löhnen und Preisen die künftige Inflation prognostizieren. Um ein genaues Ergebnis zu erzielen, müssen mindestens fünf Fragen richtig beantwortet werden: Wie lassen sich Überkapazitäten in der inländischen Wirtschaft am besten messen? Wie hoch ist die Trendrate des Produktivitätswachstums? Beschränken sich externe Einflüsse einzig auf die Importpreise? Werden die Löhne von vorausschauenden Preiserwartungen oder von der vergangenen Preisentwicklung bestimmt? Und schließlich: Falls die Erwartungen von Bedeutung sind, werden sie von der Glaubwürdigkeit der

Zentralbanken beeinflusst oder vielleicht von anderen Faktoren, wie etwa der tatsächlichen oder gar der „gefühlten“ Inflation? Jede dieser Fragen ist derzeit höchst kontrovers, und bei anderen ökonomischen Variablen ist die Uneinigkeit über viele gleichermaßen grundlegende Fragen nicht weniger groß.

Angesichts der enormen und andauernden strukturellen Änderungen lässt sich daher durchaus die Meinung vertreten, dass wir die wirtschaftlichen Abläufe heute womöglich noch weniger verstehen als in der Vergangenheit. In der Realwirtschaft hat der technologische Fortschritt zusammen mit der Globalisierung die Produktion revolutioniert. Im Finanzbereich haben sich neue Akteure, neue Instrumente und neue Einstellungen als ebenso revolutionär erwiesen. In der Geldpolitik schließlich haben die zunehmend unabhängigen Zentralbanken ihre Handlungsweise und ihre Kommunikation mit der Öffentlichkeit radikal geändert. Lässt sich inmitten all diesen Wandels noch ernsthaft behaupten, alles sei wie immer?

In der Geldpolitik besteht zudem eine besondere Unsicherheit. Während sich die Zentralbanken so engagiert für Preisstabilität einsetzen wie nie zuvor, wird – in Anbetracht der obenerwähnten Unsicherheit bezüglich des Inflationsprozesses – immer lebhafter über die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate debattiert. Manche Zentralbanken und sogar viele führende Wissenschaftler schreiben weder der Geldmenge noch dem Kreditvolumen eine nützliche Rolle in der geldpolitischen Praxis zu. Andere dagegen sehen das zu rasche Wachstum dieser Aggregate als Vorboten von Inflation oder eines von der Finanzwirtschaft ausgehenden Boom-Bust-Zyklus mit den ihm eigenen unwillkommenen Merkmalen.

Vor diesem Hintergrund ist anzunehmen, dass weder die Zentralbanken noch die Märkte in ihrem Urteil unfehlbar sind. Das hat erhebliche Konsequenzen. Für die Märkte bedeutet dies, dass sie weiterhin selbstständig denken müssen. Einfach die Einschätzungen der Zentralbanken zu seinen eigenen zu machen, könnte sich als gefährliche Strategie erweisen. Für die öffentlichen Entscheidungsträger bedeutet dies, dass sie weiterhin daran arbeiten sollten, die Widerstandsfähigkeit des Systems gegenüber unvermeidbaren, aber unerwarteten Schocks zu stärken.

Aktuelle Themen für die Entscheidungsträger

Gemäß den Consensus Forecasts, einer Befragung von Volkswirten zur künftigen weltwirtschaftlichen Entwicklung, ist davon auszugehen, dass sich die derzeitigen hohen Wachstumsraten fortsetzen, die globale Inflation recht gedämpft bleibt und die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte allmählich geringer werden. Für die Finanzmärkte wird erwartet, dass sich die langfristigen Zinsen 2007 etwa auf dem jetzigen Niveau bewegen werden. Offenbar – und verständlicherweise – wird bei diesen Prognosen implizit angenommen, dass weder geopolitische Ereignisse noch Turbulenzen im Finanzsektor groß genug wären, um auf die Realwirtschaft durchzuschlagen.

Auf kurze Sicht ist die Vorhersage, dass die Zukunft der Vergangenheit sehr ähneln wird, recht plausibel. Sieht man sich Prognosefehler der letzten Jahre genauer an, ließe sich sogar der Schluss ziehen, dass Grund zu noch

größerem Optimismus besteht. Das reale Wachstum übertraf allgemein die Erwartungen, während sich die Inflation in der Regel entsprechend den Prognosen entwickelte, obwohl die Rohstoffpreise in den letzten rund zwölf Monaten stark gestiegen sind. Auch die langfristigen Zinssätze waren durchgängig niedriger als vorhergesehen. Da Prognosefehler bekanntlich oft eine beträchtliche Hartnäckigkeit aufweisen, besteht Anlass zu einiger Zuversicht, dass die günstige Entwicklung anhalten wird. Nur bezüglich der weltweiten Außenhandelsungleichgewichte fiel das Ergebnis deutlich schlechter aus als erwartet, aber es gibt – wie in der Einleitung des vorliegenden Jahresberichts erwähnt – auch hier Anzeichen einer Verbesserung.

Dennoch lassen sich ohne Weiteres Unsicherheiten ausmachen, die diese Kurzfristprognose durchaus umstoßen oder auf längere Sicht zu weniger willkommenen Ergebnissen führen könnten. Im Folgenden werden verschiedene Unsicherheitsfaktoren aufgezeigt und getrennt voneinander analysiert, wenngleich sie sehr wohl miteinander verknüpft sein könnten. Wie im nächsten Abschnitt beschrieben, sehen diejenigen, die stärker auf derartige Wechselwirkungen schauen, den roten Faden, der all diesen Unsicherheiten zugrunde liegt, meist in dem akkommodierenden finanziellen Umfeld.

Eine Unsicherheit bezieht sich auf das mögliche Wiederaufflammen der globalen Inflation und – eventuell – auf entsprechend steigende Inflationserwartungen. Nach Schätzungen der Kapazitätsauslastung zu urteilen, befinden sich die meisten wichtigen Industrieländer nahe oder bereits an der Grenze ihres Potenzials. Auch der Disinflationsdruck, der von den aufstrebenden Volkswirtschaften ausgegangen ist, scheint angesichts bisweilen außerordentlich hoher inländischer Wachstumsraten nachzulassen. Insbesondere in China ist in den letzten Monaten immer deutlicher geworden, dass die Maßnahmen zur Abkühlung der Konjunktur bisher keine Wirkung gezeigt haben. Teilweise als Folge davon hält der starke Anstieg der weltweiten Energie- und sonstigen Rohstoffpreise unvermindert an, und es wird die Frage aufgeworfen, ob die Unternehmen weiterhin in der Lage sein werden, diese höheren Kosten durch Einsparungen an anderer Stelle aufzufangen. Viele Beobachter schätzen es überdies als besorgniserregendes Zeichen ein, dass die Geldmengen- und Kreditaggregate sehr rasch wachsen, nicht zuletzt in Ländern wie z.B. China, die sich mittels Devisenmarktinterventionen gegen eine Währungsaufwertung lehnen.

Da die USA in der Weltwirtschaft nach wie vor eine zentrale Rolle spielen, liegt auf kurze Sicht ein Unsicherheitsfaktor darin, ob konjunkturbedingt steigende Löhne und rückläufige Produktivitätszuwachsraten den Preisauftrieb beschleunigen könnten. Außerdem sind zwei mittelfristige Überlegungen zu berücksichtigen: Das Verhältnis zwischen den Preisen von Wohnimmobilien und den Mieten befindet sich auf einem historischen Höchststand. Sofern die Preise für Wohnimmobilien nicht beträchtlich fallen, würde sich dieses Verhältnis nur bei einem Anstieg der Mieten wieder normalisieren, und dieser würde sich unmittelbar im Verbraucherpreisindex niederschlagen. Ferner könnte eine Behebung der globalen Außenhandelsungleichgewichte u.a. einen weiteren und vielleicht erheblichen Wertverlust des Dollars erfordern. Bisher reichten schrumpfende Margen ausländischer Anbieter gekoppelt mit

Produktivitätssteigerungen aus, um die Überwälzung von Wechselkursbewegungen auf die Inlandspreise in den USA auf ein Minimum zu beschränken. Ob sich dies fortsetzen wird, bleibt abzuwarten.

Aus dieser Perspektive ist die jüngste Konjunkturabschwächung in den USA zu begrüßen. Im weiteren Verlauf des Jahres 2006 kam allerdings immer mehr die Besorgnis auf, dass sie über das Ziel hinausschießen könnte. Die Finanzmärkte richteten ihre Aufmerksamkeit zunächst auf den Markt für nicht erstklassige Hypotheken, aber das eigentliche Problem ist viel breiter angelegt. Die Sparquote der privaten Haushalte in den USA wurde zeitweise negativ, da das schleppende Lohnwachstum den drastischen Anstieg der Konsumausgaben und der Wohnungsbauinvestitionen nicht angemessen stützen konnte. Lockere Kreditbedingungen, vor allem am Hypothekenkreditmarkt, begünstigten sowohl eine höhere Verschuldung als auch höhere Wohnimmobilienpreise. Letztere wiederum lieferten zum einen Sicherheiten, die eine Ausweitung der Kreditvergabe zuließen, und führten zum anderen zur Wahrnehmung von Vermögenssteigerungen, die als Rechtfertigung für mehr Konsum dienten.

Die Besorgnis besteht darin, dass sich all dies umkehren könnte. Der Schuldendienst ist bereits sehr hoch, und die Hypothekenzinsen könnten noch weiter steigen. Es genügt, dass das Wachstum der Wohnimmobilienpreise zum Stillstand kommt – was sogar schon der Fall sein könnte –, um sowohl die Inanspruchnahme von Krediten als auch den Optimismus infolge von Vermögenszuwächsen zu dämpfen. Überdies könnten die Lohneinkünfte, die Arbeitsplatzsicherheit und das Konsumentenvertrauen noch stärker beeinträchtigt werden, wenn der massive Rückgang der Baubeginne von Wohnimmobilien erst in vollem Umfang auf die Beschäftigung im Bausektor durchschlägt. Sollten sich die Anlageinvestitionen der Unternehmen, die angesichts hoher Gewinne und niedriger Finanzierungskosten ohnehin erstaunlich schleppend sind, ebenfalls abschwächen, könnte eine deutlichere und möglicherweise unwillkommene Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums bevorstehen.

Festzuhalten ist jedoch auch, dass der Verschuldungsgrad der privaten Haushalte in den USA seit Jahrzehnten stetig zugenommen hat, ohne dass dies das Verbraucherklima nennenswert beeinträchtigt hätte. Auch könnte ein rascherer Lohnanstieg den Konsumausgaben Auftrieb geben. Die Lohnquote ist im langfristigen Vergleich sehr niedrig und wird möglicherweise wieder steigen. Zudem befinden sich die USA in einem konjunkturellen Spätstadium, in dem die Arbeitslosigkeit niedrig ist und die Löhne und Gehälter in der Regel eher ansteigen. Dies könnte allerdings auch unwillkommene Folgen haben. Wie oben erwähnt, ist denkbar, dass der Inflationsdruck zunimmt oder – wenn die Lohnforderungen stattdessen die Gewinnmargen drücken – die Erwartungen der Aktienmärkte enttäuscht werden, was sich wiederum auf die Preise von Vermögenswerten und die Unternehmensinvestitionen auswirken könnte.

Sollte sich die Konjunktur in den USA erheblich verlangsamen, wäre die entscheidende Frage, inwieweit andere Volkswirtschaften davon betroffen wären. Einerseits hat die Inlandsnachfrage im Euro-Raum und in Japan sowie in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften in jüngster Zeit angezogen. Anders als während der Abschwächung um die Jahrtausendwende, die durch

die IT-Industrie bedingt war, gibt es zudem keinen länderübergreifenden Boom einer einzelnen Branche, der plötzlich weltweit einbrechen könnte. Das globale Wachstum wird auch dadurch gestützt, dass der Anteil der Exporte in die USA sinkt, während der Welthandel stark zunimmt.

Andererseits ist die Belebung der Inlandsnachfrage in Deutschland und Japan überwiegend auf die Unternehmensinvestitionen zurückzuführen, die ihrerseits von einer kräftigen Exportnachfrage angetrieben wurden. Das gilt auch für China, dessen Wirtschaftswachstum von Ministerpräsident Wen Jiabao als „nicht stabil, nicht ausgewogen, nicht koordiniert und nicht nachhaltig“ bezeichnet wurde. Ein abrupter Abschwung in den USA könnte das Vertrauen der Unternehmen weltweit beeinträchtigen, auch wenn die Konjunkturzyklen nicht synchron verlaufen. Und obwohl die Direktexporte in die USA im Verhältnis zu den Weltexporten gesunken sein mögen, entfällt doch ein Großteil der Letzteren auf chinesische Importe für die Fertigungsindustrie. In dieser Hinsicht könnten viele asiatische Länder die Abschwächung des US-Wachstums indirekt sehr wohl zu spüren bekommen. Schließlich ist anzumerken, dass die USA keinesfalls als einziges Land vom schuldenfinanzierten Konsum abhängig sind; in einigen Ländern ist die Sparquote der privaten Haushalte sogar deutlich negativ. Dies ist ein weiterer potenzieller Ansteckungsweg.

Zu den kurzfristigen Unsicherheiten bezüglich Inflation und Wachstum kommen eine Reihe mittelfristiger Aspekte hinzu, nicht zuletzt die hartnäckigen und beträchtlichen weltweiten Ungleichgewichte im Außenhandel. Ist dies ein Problem, das eine wirtschaftspolitische Reaktion erfordert, um möglichst zu verhindern, dass es zu ausgeprägten und vielleicht abrupten Wechselkursbewegungen kommt? Oder können wir annehmen, dass die zur Finanzierung dieser Defizite notwendigen Kapitalzuflüsse auf absehbare Zeit zu nicht wesentlich anderen Bedingungen erhalten bleiben?

In Ländern mit beträchtlichen Außenhandelsdefiziten ist in der Regel die Inlandsnachfrage relativ rasch gewachsen, und die Zinssätze sind infolgedessen vergleichsweise hoch. Im Prinzip müsste in diesen Ländern auch die Währung abwerten. Dann könnten die Leistungsbilanzdefizite mit der Zeit abgebaut werden, wenn sich die Inlandsnachfrage unter dem Einfluss höherer Zinssätze abschwächt. In der Praxis führen relativ hohe Zinsen leider oft zu so kräftigen Zuflüssen privaten Kapitals, dass die Währung nicht ab-, sondern aufwertet und die inländischen Preise von Vermögenswerten steigen, was die Ausgaben nicht dämpft, sondern anregt. Beides hat ein noch größeres Außenhandelsdefizit zur Folge. Diese Entwicklung spielte in den USA vor 2001 eine wichtige Rolle, und ihre zweite Komponente ist bis heute wirksam. In den letzten Jahren waren außerdem einige Variationen des „Carry-Trade-Themas“ zu beobachten, das in kleineren Volkswirtschaften wie Neuseeland sowie in einer Reihe von Ländern in Mittel- und Osteuropa noch drastischere Auswirkungen hatte. In vielen dieser Länder, darunter etliche mit deutlich verbesserten Fundamentaldaten, ist die Sorge gewachsen, dass eine abrupte Umkehr dieser Kapitalströme die makroökonomische Steuerung erheblich erschweren könnte.

Das US-Handelsbilanzdefizit nimmt vor allem wegen der Rolle des Dollars als Reservewährung eine Sonderstellung ein. Die erhebliche Verringerung der

Zuflüsse privaten Kapitals nach 2001 wurde durch Zuflüsse aus dem öffentlichen Sektor aufgefangen, sodass der Dollar nur langsam an Wert verlor. Das hatte zwar den Vorteil, dass die Abwertung recht gut gesteuert werden konnte; der Nachteil war jedoch, dass sich das US-Handelsbilanzdefizit nicht nennenswert reduzierte. Bedenkt man, dass sich außerdem die Dienstleistungsbilanz allmählich ins Defizit kehrt und die Auslandsverschuldung wächst, so bleibt der Dollar auf jeden Fall anfällig gegenüber einem plötzlichen Vertrauensverlust des privaten Sektors und wahrscheinlich entsprechend höheren Risikoprämien an den Finanzmärkten. Zwar wäre dies im Rahmen des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses in gewissem Maße willkommen, doch könnte es zugleich den kurzfristigen Inflationsdruck verstärken und die Risiken eines schwerwiegenden Abschwungs vergrößern.

Die Kontinuität der Zuflüsse vonseiten des öffentlichen Sektors ist mittlerweile aus mindestens zwei Gründen ebenfalls ungewisser geworden. Der erste besteht darin, dass andere Länder inzwischen immer stärker dazu neigen dürften, weniger zu intervenieren und eine Aufwertung ihrer Währung zuzulassen. Unter anderem wollen sie dadurch wohl die Verluste begrenzen, die das stetig wachsende Fremdwährungsengagement mit sich bringt. Von größerer Bedeutung sind aber vermutlich die zunehmenden Hinweise darauf, dass die Devisenmarktinterventionen wie auch die lockere Geldpolitik, die den Wert der Währung drücken, binnenwirtschaftliche Verzerrungen zur Folge haben. Öffentliche Entscheidungsträger in China, Japan und einigen rohstoffproduzierenden Ländern haben bereits ernsthafte Bedenken wegen überhöhter Investitionsausgaben und möglicher Fehlallokationen von Ressourcen in ihrem jeweiligen Land geäußert. Zudem wächst, wie oben erwähnt, in etlichen Ländern der Inflationsdruck, und die Sterilisierung scheint sich immer schwieriger zu gestalten.

Die zweite potenzielle Ungewissheit in Bezug auf Zuflüsse staatlicher Mittel liegt darin, dass die Inhaber großer Reservenportfolios beginnen könnten, den Dollaranteil an neuen Reserven zu reduzieren. Einerseits führt eine solche Strategie nach der Theorie der ungedeckten Zinsparität über einen ausreichend langen Zeithorizont nicht zu einer höheren Rendite. Das spräche gegen eine Neuausrichtung von Portfolios, die noch vorwiegend in Dollar gehalten werden. Andererseits ließe sich die Varianz dieser Renditen gemessen in Landeswährung reduzieren, wenn der Währungsmix der Reservenportfolios entsprechend dieser Zielsetzung gewählt würde. Ob Bedenken wegen der Variabilität der Renditen ein hinreichender Grund wären, den Dollaranteil in den Portfolios erheblich zu reduzieren, bleibt offen. Das Gleiche gilt für die Frage, ob solche Änderungen der Portfolioallokation im Reservenmanagement die Wechselkurse nennenswert beeinflussen würden, wenn nicht der private Sektor dem Beispiel in großem Umfang folgte. Sicherer ist jedoch, dass für die Reservenmanager, die zunehmend nach Ertragsmaximierung streben, Währungen von Ländern interessant werden, die leichten Zugang zu Eigenkapital- und anderen Instrumenten mit entsprechenden Renditemöglichkeiten bieten.

Eine weitere Reihe mittelfristiger Unsicherheiten bezieht sich auf potenzielle Schwachstellen an den Finanzmärkten sowie eventuelle Folgewirkungen für

die Finanzinstitute. Wie in der Einleitung erwähnt, steigen die Preise praktisch aller Vermögenswerte seit Mitte 2003 beinahe ununterbrochen an. Manche Beobachter tun sich leicht, plausible Gründe zu finden, weshalb solche Preissteigerungen bei bestimmten Vermögenswerten gerechtfertigt und daher mit größerer Wahrscheinlichkeit von Dauer sind. Die sehr niedrigen Spreads auf Staatspapiere beispielsweise stehen im Einklang mit einer deutlichen Verbesserung der öffentlichen Führungs- und Kontrollmechanismen sowie der makroökonomischen Steuerung in vielen Ländern. Die vergleichsweise engen Spreads auf hochriskante Unternehmenstitel spiegeln die hohen Gewinne und sehr geringen Ausfallquoten der letzten Jahre wider. Die ungewöhnlich niedrigen Laufzeitprämien könnten darauf zurückzuführen sein, dass die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Variablen seit einiger Zeit kaum Volatilität aufweisen. Die Preise für Rohstoffe und Kunst werden durch neue Nachfragequellen aus seit Kurzem erst aufstrebenden Volkswirtschaften beeinflusst. Und der Anstieg der Wohnimmobilienpreise, der mittlerweile fast weltweit zu beobachten ist, lässt sich den niedrigeren langfristigen Hypothekenkreditsätzen zuschreiben.

Da längerfristige Bewertungen naturgemäß schwierig sind, könnte man jedoch auch argumentieren, dass die Reaktion der Märkte auf gute Nachrichten inzwischen durch einen irrationalen Überschwang gekennzeichnet ist. Erfolge der Vergangenheit scheinen an den Märkten fast automatisch einen Anstieg der eingegangenen Risiken, des Verschuldungsgrads, der Fremdfinanzierungsaktivitäten, der Preise, der Sicherheiten und wiederum der eingegangenen Risiken nach sich zu ziehen. Das war in den letzten Jahren u.a. daran erkennbar, dass die gelegentlich auftretenden Phasen der Volatilität an den Finanzmärkten immer kürzer geworden sind. Die beobachtete Widerstandsfähigkeit der Märkte gegenüber aufeinanderfolgenden Schocks hat anscheinend zunehmend die Auffassung begünstigt, dass niedrigere Preise eine Kaufgelegenheit bedeuten. Die Gefahr solcher endogenen Marktprozesse besteht darin, dass sie sich letztlich umkehren können und sogar müssen, wenn die Fundamentaldaten überbewertet worden sind. Sollte die Liquidität versiegen und sollten die Korrelationen der Vermögenspreise untereinander zunehmen, wäre zudem zu befürchten, dass die Preise auch unterschließen könnten. Derartige Zyklen hat es in der Vergangenheit schon oft gegeben.

Es stellt sich natürlich die Frage, wem eine solche Entwicklung schaden könnte. Die großen Investment- und Geschäftsbanken scheinen eine sehr solide Eigenkapitalausstattung zu besitzen, und viele von ihnen verzeichnen in letzter Zeit Rekordgewinne. Auch bemühen sie sich mehr als je zuvor um das Risikomanagement. Die Märkte müssen jedoch schon einige potenzielle Schwachstellen erkannt haben, denn die Spreads auf Credit-Default-Swaps für eine Reihe der bekanntesten Namen sind seit Kurzem höher, als es aufgrund ihrer Bonität plausibel scheint. Bedenken verursachen z.B. das Marktrisiko und der Verschuldungsgrad. Die Bilanzen sind erheblich länger geworden. Darüber hinaus sind die Value-at-Risk-Maße konstant geblieben, obwohl die gemessene Volatilität deutlich geschrumpft ist. Eine weitere mögliche Sorge hängt mit den Risikotransferstrategien zusammen; sie besteht darin, dass die ursprünglichen Kreditgeber in Zeiten von Marktturbulenzen auf einem ganzen Haufen von an

Wert verlierenden Aktiva sitzen bleiben könnten. Dass die Banken heutzutage zunehmend nicht mehr nur Kredite, sondern auch Eigenkapital zur Überbrückung bereitstellen, um die weiterhin wachsende Zahl von Fusionen und Übernahmen zu unterstützen, ist kein gutes Zeichen. Eng damit verbunden ist die Möglichkeit, dass die Banken – absichtlich oder unabsichtlich – noch immer erhebliche Kreditrisiken in ihren Büchern stehen haben.

Angenommen, dass es den großen Banken gelungen ist, die Risiken, die mit den von ihnen gewährten Krediten verbunden sind, breiter zu streuen – wer hält diese Risiken jetzt, und kann der Betreffende angemessen mit ihnen umgehen? Die ehrliche Antwort lautet: Wir wissen es nicht. Ein großer Teil der Risiken ist in verschiedenen Arten forderungsunterlegter Wertpapiere verbrieft, die immer komplexer und undurchsichtiger werden. Die im Allgemeinen hohen Ratings dieser Instrumente ermutigten eine breite Palette von kleineren Banken, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Hedge-Fonds, sonstigen Fonds und sogar Einzelpersonen zum Kauf. Leider spiegeln die Ratings nur die erwarteten Kreditverluste wider, nicht aber die potenziell folgenschweren Kreditereignisse in den Randbereichen der Verteilungskurve, deren Eintrittswahrscheinlichkeit ungewöhnlich hoch ist. Am meisten gefährdet sind wohl die Hedge-Fonds, denn viele von ihnen haben sich tendenziell auf den Kauf der risikoreichsten dieser Instrumente spezialisiert, und ihre inhärente Risiko-Eigenkapital-Relation kann somit sehr hoch sein.

Per definitionem ist es unmöglich, all diese Unsicherheiten zu einer Prognose zusammenzufassen. Wenn man der Überzeugung ist, dass sich innerhalb eines Spektrums möglicher Entwicklungen die unterschiedlichsten Wechselwirkungen ergeben könnten, sind sogar unzählige Varianten vorstellbar. Durch all diese Unsicherheiten zieht sich allerdings – sozusagen als roter Faden – das höchst akkommodierende Finanzierungsumfeld, auf das bereits in der Einleitung hingewiesen wurde. Dies muss nicht die Consensus-Prognosen als solche infrage stellen; es sollte uns aber zumindest daran erinnern, dass der Eintritt extremer Ereignisse irgendwann viel höhere Kosten für die Weltwirtschaft verursachen könnte, als allgemein vermutet wird.

Herausforderungen für die Geldpolitik

Die Zentralbanken stehen vor einer Reihe schwieriger und wichtiger Fragen, auf die es keine fertigen Antworten gibt. Als Erstes stellt sich die Frage nach der angemessenen Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate in der Formulierung der Geldpolitik. Eine zweite Frage hängt eng damit zusammen: Sollte der öffentliche Sektor unter der Annahme, dass es gelegentlich zu kreditinduzierten Boom-Bust-Zyklen kommen kann, dem Aufbau von Ungleichgewichten vorzubeugen suchen, oder sollte er lediglich nachher die Scherben aufkehren?

Was die erste Frage betrifft, so lassen sich drei Denkrichtungen ausmachen, und in den meisten Zentralbanken hat jede von ihnen zumindest einige Anhänger. Eine erste Schule legt den Schwerpunkt auf die kurzfristigen Auswirkungen der Lücken zwischen Gesamtnachfrage und -angebot auf die Inflation, wobei die längerfristigen Inflationstrends weitgehend durch die

Erwartungen hinsichtlich dieser Lücken bestimmt werden. Die Rolle der Geldmengen- und Kreditaggregate wird von dieser Schule generell heruntergespielt. Eine zweite Schule misst der monetären Entwicklung als Einflussfaktor für die längerfristigen Inflationstrends mehr Bedeutung bei. In der Praxis hieße dies, dass der Einfluss von Lücken zwischen Nachfrage und Angebot auf die Inflation nach wie vor im Vordergrund stünde, die geldpolitischen Schlussfolgerungen jedoch systematisch anhand der monetären Daten überprüft würden. Eine dritte Schule schließlich sieht die Geldmengen-, vor allem aber die Kreditentwicklung ebenfalls als sehr wichtig an, allerdings aus einem ganz anderen Grund. Die Vertreter dieser Schule reagieren mit Besorgnis, wenn sie ein rasches Wachstum dieser Aggregate zusammen mit einem Preisanstieg bei den Vermögenswerten beobachten; das gilt besonders dann, wenn zugleich die Ausgabenentwicklung erheblich und nachhaltig vom traditionellen Muster abweicht. Sie geben zu, dass mittelfristig höhere Inflationsraten die Folge sein mögen, sehen aber eine größere Gefahr darin, dass ein Boom-Bust-Zyklus beträchtliche wirtschaftliche Kosten verursachen könnte, darunter möglicherweise eine unwillkommene Deflation auf längere Sicht.

Diese abweichenden Auffassungen sind sowohl durch frühere Erfahrungen als auch durch Modeerscheinungen der jeweiligen Zeit bedingt. Die Anhänger der ersten Schule würden ins Feld führen, dass die Inflationsprognosen auf der Basis der Lücke zwischen Nachfrage und Angebot in zahlreichen Ländern über viele Jahre recht zutreffend waren. Dass sie der Geldmenge keine formellere Rolle zugestehen wollen, hängt zum Teil mit dem erfolglosen „monetaristischen“ Experiment der 1970er Jahre zusammen, zum Teil aber auch damit, dass für ihr jeweiliges Land kein stabiler und kausaler ökonomischer Zusammenhang mit der Inflation aufgedeckt werden konnte. Die Vertreter der zweiten Schule würden darauf hinweisen, dass ihr Glaube an die Verknüpfung von Geldmenge und Inflation tief in der Theorie verwurzelt ist. Zudem blicken die Deutsche Bundesbank und die Schweizerische Nationalbank auf eine jahrzehntelange wirksame stabilitätsorientierte Geldpolitik zurück, die sich auf diese Überzeugung stützt. Die dritte Schule wurde nicht nur von der Konjunkturtheorie aus der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg beeinflusst, sondern auch von der überaus schmerzhaften Erfahrung der bereits erwähnten Boom-Bust-Zyklen.

Moden kommen und gehen, doch der Einfluss der zweiten und der dritten Schule scheint zu wachsen. In den letzten Jahren haben etliche Zentralbanken bei einer Leitzinsanhebung auf ihre Besorgnis angesichts eines rasanten Anstiegs sowohl des Kreditvolumens als auch der Preise von Vermögenswerten hingewiesen. Eine Reihe anderer Zentralbanken haben ihre Absicht erklärt, den üblichen geldpolitischen Horizont zu verlängern, damit sie das ganze Spektrum etwaiger Auswirkungen ihrer geldpolitischen Maßnahmen besser auswerten können. Zudem wird fast überall von der „Normalisierung“ der Leitzinsen gesprochen; das bedeutet logischerweise, dass die Angemessenheit der Geldpolitik nicht allein anhand ihrer kurzfristigen Wirkung beurteilt werden kann.

Hinter diesem Umdenken stehen verschiedene Einflussfaktoren. Inflationsprognosen auf Basis traditioneller Methoden sind durchweg schwieriger

geworden. Die Zentralbanken suchen daher nach neuen Anhaltspunkten, und dazu gehört auch die Verwendung von Geldmengen- und Kreditaggregaten. Jüngste Forschungen in einigen Zentralbanken haben für die betreffenden Länder tatsächlich einen offenbar über lange Zeiträume verlässlichen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation aufgedeckt. Mit der Zeit haben außerdem neue Krisen und die nähere Analyse vergangener Krisen empirische Belege geliefert, die die dritte Schule in der Begründung ihrer Besorgnis stützen. Da es immer mehr Hinweise darauf gibt, dass die Weltwirtschaft sowohl durch viele Ungleichgewichte als auch durch eine flachere kurzfristige Phillips-Kurve gekennzeichnet ist, sind ferner die potenziellen wirtschaftlichen Verluste in einem anschließenden Abschwung ebenfalls nach oben korrigiert worden. Zusammenfassend kann man sagen, dass die möglichen Konsequenzen geldpolitischer Fehler gewachsen sind. All diese Faktoren haben die Diskussion angeregt und gelegentlich sogar dazu beigetragen, Meinungsänderungen herbeizuführen.

Unterschiedlich beantwortet wird auch die zweite Frage, wie nämlich am besten mit der augenscheinlich prozyklischen Natur des Finanzsystems umzugehen ist. Sollte sich die Geldpolitik bisweilen gegen einen Aufschwung lehnen, selbst wenn kein Inflationsdruck vorhanden ist? Und wenn ja, wie? Sollte sie sich vielmehr gegen den nachfolgenden Abschwung lehnen, und wenn ja, wie? Oder sollte sie angesichts unseres mangelnden Verständnisses und der Unzulänglichkeiten der einzelnen geldpolitischen Instrumente, über die wir derzeit verfügen, beides tun und eine Reihe geldpolitischer Instrumente gleichzeitig einsetzen? Im Vergleich zu einer konsequenten Rückkehr zur Regulierung der Finanzmärkte, die mit der Zeit viele schädliche Ineffizienzen hervorriefe, wäre dies ein pragmatischerer Weg, der prozyklischen Natur des Finanzsystems zu begegnen, der möglicherweise viel für sich hat.

Das wichtigste Argument für eine Straffung der Geldpolitik im Aufschwung besteht darin, die Übersteigerungen im wirtschaftlichen und finanziellen Verhalten abzumildern und dadurch die Kosten des Abschwungs zu begrenzen. In der Praxis ist dies natürlich alles andere als einfach. Wie lässt sich feststellen, wann ein Ungleichgewicht so groß geworden ist, dass ein Eingreifen gerechtfertigt ist? Welcher Grad der Straffung wäre notwendig, um die Markteuphorie zu dämpfen, und könnte dies womöglich andere, nicht betroffene Bereiche der Volkswirtschaft ernsthaft in Mitleidenschaft ziehen? Diese Aspekte werden zu Recht immer wieder dann angesprochen, wenn es um die Hürden geht, denen sich die Zentralbanken gegenübersehen, wollten sie die Preise von Vermögenswerten steuern. Aber hier wird etwas anderes vorgeschlagen. Hier geht es darum zu reagieren, wenn eine Reihe von Indikatoren – nicht nur die Preise von Vermögenswerten, sondern auch das Kreditwachstum und die Ausgabenentwicklung – alle gleichzeitig auf steigende Risiken hindeuten. Eine solche Konstellation wäre im Prinzip seltener gegeben und auch leichter zu erkennen. Je weiter verbreitet die Euphorie, umso weniger wäre im Übrigen zu befürchten, dass eine straffere Geldpolitik unerwünschte Nebenwirkungen in nicht betroffenen Wirtschaftsbereichen mit sich bringen könnte.

Dennoch wird dieser Vorschlag für kleinere – und zunehmend auch für nicht so kleine – offene Volkswirtschaften ein besonderes Problem sein, wenn

ihre im Vergleich höheren Zinssätze erhebliche Kapitalströme anziehen. Diese können ihrerseits sowohl zu einer beträchtlichen Aufwertung der Währung als auch zu einem nicht weniger, sondern sogar stärker akkommodierenden Kreditumfeld im Inland beitragen. Beide Faktoren können zunächst die zugrundeliegenden Ungleichgewichte verschärfen, die den öffentlichen Entscheidungsträgern Anlass zur Sorge sind. Beispiele aus jüngster Zeit sind Neuseeland und Thailand. In dieser Situation mag etwa eine straffere Fiskalpolitik wünschenswert sein. Wenn aber dadurch lediglich das Vertrauen in das Land gestärkt wird, könnten noch größere Kapitalzuflüsse die Folge sein. Ohnehin sind fiskalpolitische Straffungen politisch nicht immer leicht durchzusetzen, da unerwartete Steuereinnahmen im Zuge der Wirtschaftsexpansion die öffentlichen Haushalte zunächst oftmals allzu konservativ aussehen lassen. Auf längere Sicht könnten wiederkehrende Schwierigkeiten dieser Art letztlich die Tragfähigkeit einiger kleinerer Währungen infrage stellen. Ähnliche Erfahrungen machten europäische Länder in den 1980er Jahren, nachdem die Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs gelockert worden waren.

Angesichts solcher extremen Schwierigkeiten haben etliche kleinere Volkswirtschaften administrative Maßnahmen ergriffen, um die Kreditvergabe zu dämpfen. Unter anderem wurden verschiedenartige Kapitalverkehrskontrollen, höhere Mindestreserveanforderungen, Veränderungen der Risikogewichte und niedrigere Beleihungsquoten ausprobiert – mit begrenztem Erfolg. Auf Dauer laden solche administrativen Maßnahmen jedoch immer dazu ein, sie zu umgehen.

Von diesen praktischen Schwierigkeiten einmal abgesehen, verdeutlichen aber die potenziellen Kosten, die mit den zugrundeliegenden Problemen verbunden sind, dass die inländischen Währungs- und Aufsichtsbehörden künftig systematischer zusammenarbeiten müssen, als dies in der Vergangenheit die Regel war. Idealerweise anhand besserer Informationen über die Schwachstellen der privaten Haushalte, Unternehmen und Banken, als wir sie heutzutage zur Verfügung haben, sollte im Voraus eine Einigung darüber erzielt werden, was die betreffenden öffentlichen Entscheidungsträger tun könnten, um die mit einem wachsenden Kreditengagement verbundenen Risiken zu mindern. In einigen Fällen dürften sich abzeichnende Schwierigkeiten nicht nur auf nationaler, sondern auch auf internationaler Ebene nach einer stärkeren Kooperation verlangen. Die meisten in Mittel- und Osteuropa gewährten Kredite beispielsweise stammen von Geschäftsbanken mit Hauptsitz in Westeuropa. Für praktisch keine dieser Banken bedeuten diese Kredite ein nennenswertes Risiko für ihr Eigenkapital. Die gesamtwirtschaftlichen Risiken der Empfängerländer dagegen steigen stetig an.

Angesichts all dieser Schwierigkeiten, die Vorbeugungsmaßnahmen mit sich bringen, überrascht es nicht, dass es auch eine zweite Denkrichtung gibt. Diese akzeptiert grundsätzlich, dass es zu Boom-Bust-Szenarien kommen kann, argumentiert jedoch, dass die damit verbundenen Kosten erheblich begrenzt werden können, wenn die Geldpolitik im Nachhinein kräftig gelockert wird. Dieses Rezept ist in den vergangenen 20 Jahren schon wiederholt angewandt worden, nicht zuletzt im Jahr 2001, und es scheint in vielen Fällen recht erfolgreich gewesen zu sein.

Doch auch dieses zweite Rezept hat seine Schwachstellen. Erstens funktioniert es nicht unbedingt immer. Japan ist ein Beispiel für die mögliche Ineffektivität der Geldpolitik. Ist es glaubhaft, dass eine 15-jährige Wirtschaftsschwäche ihren Ursprung darin hatte, dass die Bank of Japan ihre Geldpolitik 1991 nicht energisch genug lockerte? In Wirklichkeit wurden die Leitzinsen in Japan damals sehr rasch zurückgeführt, ähnlich wie übrigens 1930 in den USA, wo die Wirkung ähnlich begrenzt ausfiel. Glaubhafter lässt sich die Stagnation in Japan damit erklären, dass sich die Nullgrenze für die Leitzinsen als erhebliches Hindernis erwies und dass Überinvestitionen und Schulden aus guten Zeiten die Wirtschaft viele Jahre lang schwer belasteten.

Zwar könnten niedrigere Zinssätze zur Stützung der Nachfrage trotzdem sinnvoll sein, sie haben aber möglicherweise auch unerwünschte Nebenwirkungen, wenn sie zu lange beibehalten werden. Auf der Angebotsseite der Wirtschaft wird bei unterhalb des Gleichgewichtsniveaus liegenden Zinssätzen de facto Vermögen von den Gläubigern auf die Schuldner übertragen, was auf die Dauer tendenziell zu niedrigeren Sparquoten und geringerem Potenzialwachstum führt. Wenn eigentlich insolvente Unternehmen künstlich am Leben erhalten werden, dann dürfte der anhaltende Kapazitätsüberhang die Gewinne und Überlebenschancen anderer Unternehmen beeinträchtigen. Auf der finanzwirtschaftlichen Seite kann ein leichter Zugang zu Finanzierungsquellen auch Fusionen und Übernahmen begünstigen, wie dies in jüngerer Zeit zu sehen war. Allerdings lässt zum einen die Geschichte den Schluss zu, dass solche Übernahmen oft keinen Mehrwert generieren; zum anderen könnte die Furcht vor Übernahmen mit der Zeit dazu führen, dass sich immer mehr Unternehmen stärker verschulden, um sich vor einer Übernahme zu schützen. Innerhalb des Finanzsektors könnte das Renditestreben unvorsichtiges Verhalten begünstigen. All diese Faktoren lassen die Volkswirtschaft auf Dauer schockanfälliger werden. Dem heutigen Problem mangelnder Nachfrage durch eine anhaltend lockere Geldpolitik zu begegnen kann letztlich den Boden für noch schwerwiegendere Probleme in der Zukunft bereiten.

Derartige Überlegungen lassen den Schluss zu, dass ergänzend zur Liquiditätszufuhr zumindest konkretere und grundlegendere Bemühungen um die Verringerung der Altlasten – d.h. der Überschuldung und der unrentablen Investitionen – erforderlich sind. Unternehmen mit zweifelhaften Überlebenschancen sollten unverzüglich geschlossen werden, und deren Aktionäre und Manager sollten den Preis dafür zahlen. Andere Unternehmen sollten dann die Chance erhalten, für die verbleibenden Ressourcen einen neuen Verwendungszweck zu finden. Wird zudem das Bankensystem nennenswert in Mitleidenschaft gezogen, sollte es nach den sinnvollen und eindeutigen Grundsätzen saniert werden, die als Reaktion auf die Banken Krisen in den nordischen Ländern Anfang der 1990er Jahre aufgestellt wurden.

Eine solche Sanierung erfordert allerdings ein Know-how, über das viele Länder – insbesondere aufstrebende Volkswirtschaften – nicht verfügen. Buchhalter, Gutachter, Anwälte und Insolvenzexperten sind knapp. In etlichen Ländern sind die Rechtsverfahren außerdem noch nicht ausreichend entwickelt, um entweder vor Gericht oder außergerichtlich eine rasche und endgültige Lösung zu gewährleisten. Es lässt sich leicht ausmalen, dass solche

Mängel im Falle künftiger Krisen in manchen Ländern einen starken Anreiz zu übermäßiger Nachsicht darstellen könnten. Hier sollte unbedingt so bald wie möglich etwas geschehen, denn die Behebung derartiger Mängel wird auf jeden Fall Zeit brauchen. Zwar versuchen große Finanzinstitute in den fortgeschrittenen Industrieländern derzeit solche Probleme anzugehen, indem sie Teams von Abwicklungs- und Konkurspezialisten zusammenstellen. Auch sog. Geierfonds treten immer mehr in Erscheinung. Ob dies beruhigend oder doch eher besorgniserregend ist, bleibt abzuwarten.

Und was jetzt?

Nachdem nun eine Reihe von Unsicherheiten über die Aussichten im Wirtschafts- und Finanzgeschehen erörtert worden sind, die die Frage der geeigneten Reaktion durch die öffentlichen Entscheidungsträger komplizieren, präsentiert sich eine bedauerliche Realität: Es müssen trotzdem Entscheidungen gefällt und Maßnahmen ergriffen werden, und zwar mit dem Blick nach vorn. Glücklicherweise erlaubt es die aktuelle Konstellation, einige Empfehlungen auszusprechen. Allgemein gesagt: Die guten Zeiten, in denen wir uns offensichtlich befinden, sollten zur Vorbereitung auf eine Zukunft genutzt werden, die per definitionem ungewisser sein wird.

Was die Geldpolitik betrifft, so dürften sowohl diejenigen, die sich Gedanken um die kurzfristigen Inflationsaussichten machen, als auch jene, die wegen eines voranschreitenden Aufbaus mittelfristiger Ungleichgewichte besorgt sind, eine weitere Straffung begrüßen. Der Inflationsdruck scheint auf globaler Ebene zu wachsen, und fast überall häufen sich nach wie vor Hinweise auf verschiedene Ungleichgewichte. Wer Bedenken in Bezug auf den Inflationsdruck hegt, sollte Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzdefizit, vor allem den größeren unter ihnen, im Prinzip eine besondere Verantwortung bei der Dämpfung des weltweiten Nachfragewachstums beimessen. Wer über Ungleichgewichte und Fehlallokationen von Ressourcen besorgt ist, würde hervorheben, dass der Abstand zwischen den tatsächlichen Zinssätzen und dem durch die Potenzialwachstumsrate der Volkswirtschaft definierten „normalen“ Zinssatz in China besonders groß erscheint.

In Japan besteht ein anhaltender Abwärtsdruck auf die Preise, der aber zunehmend die positiven Schocks auf der Angebotsseite in anderen Ländern widerspiegelt. In Verbindung mit einem nachhaltigen Abbau der Unternehmensschulden und der notleidenden Kredite heißt dies, dass das Potenzial für eine gefährliche Deflationsspirale inzwischen wesentlich geringer geworden ist. Auch dass die Wirtschaft anscheinend robust wächst und dass Kapitalabflüsse aus Japan unerwünschte Folgen für andere Länder haben könnten, spricht dafür, dass die Bank of Japan weiterhin die Zinssätze allmählich auf ein normales Niveau heraufsetzen sollte.

Sowohl kurz- als auch mittelfristige Überlegungen dürften den Weg der Fiskalpolitik in die gleiche Richtung lenken. Eine straffere Fiskalpolitik könnte zur Dämpfung des globalen Nachfragewachstums beitragen, wenngleich die Gefahren der Feinsteuerung diesbezüglicher Maßnahmen nicht zu vernachlässigen sind. Aus einer längerfristigen Perspektive gesehen gelten jedoch

sowohl die Haushaltsdefizite als auch die Staatsschulden in vielen Ländern als beunruhigend hoch. In Ländern mit einem Zwillingdefizit, d.h. im Staatsbudget wie auch in der Leistungsbilanz, könnten weitere Bemühungen um eine Haushaltskonsolidierung von besonderem Nutzen sein: Sie könnten die Risikoprämien, die Wahrscheinlichkeit einer folgenschweren Kapitalflucht im Falle künftiger wirtschaftlicher Rückschläge und natürlich die damit verbundene Gefahr drastischer Kursbewegungen an den Devisenmärkten reduzieren.

Grundsätzlich sollten zwar große Volkswirtschaften mit flexiblen Wechselkursen ihre Währung weiterhin frei schwanken lassen, aber der anhaltende Wertverlust des Yen hat eindeutig etwas Anomales. Eine straffere Geldpolitik würde dazu beitragen, hier Abhilfe zu schaffen. Das eigentliche Problem scheint jedoch in der allzu festen Überzeugung der Anleger zu liegen, es werde keine nennenswerte Aufwertung des Yen zugelassen. Dabei sollten sich die Anleger das Geschehen im Herbst 1998 vor Augen halten, als der Yen gegenüber dem Dollar innerhalb von zwei Tagen um mehr als 10% zulegte und Carry-Trade-Akteure hohe Verluste erlitten.

Auch eine Wertsteigerung des Renminbi sollte bereitwilliger hingenommen werden, wenngleich dies für die zuständigen Stellen in China natürlich enorme binnenwirtschaftliche Herausforderungen mit sich bringen wird. Dann könnten auch andere asiatische Währungen gegenüber dem Dollar weiter aufwerten, was wiederum zu einer Verringerung der weltweiten Außenhandelsdefizite beitrüge. Die in China offenbar bisweilen vertretene Auffassung, die jüngsten Probleme Japans hätten darin ihren Anfang genommen, dass Ende der 1980er Jahre eine Wertsteigerung des Yen zugelassen wurde, ist eine Fehlinterpretation der damaligen Ereignisse. Vielmehr hatte der Abschwung in Japan seinen Ursprung in der vorangegangenen ungezügelter monetären Expansion, mit der der Außenwert des Yen gedrückt werden sollte. Angesichts des jüngsten Tempos der Kreditexpansion, des Vermögenspreisanstiegs und der massiven Investitionen in der Schwerindustrie scheint die chinesische Volkswirtschaft im Übrigen sehr ähnliche, beunruhigende Symptome zu zeigen.

Die derzeitige Dynamik in der Wirtschaft und im Finanzsektor sollte außerdem für strukturelle Reformen genutzt werden, die das Wachstum weltweit fördern würden. Die größte Herausforderung im Hinblick auf die Realwirtschaft besteht vielleicht darin, in Ländern mit derzeit hohen Außenhandelsüberschüssen, insbesondere in China und Japan, die Verlagerung der Wirtschaftstätigkeit hin zu nicht handelbaren Dienstleistungen zu erleichtern. Umgekehrt ist in den USA für einen Abbau des Leistungsbilanzdefizits eine Verlagerung zu handelbaren Gütern notwendig.

Das Problem ist, dass sich die Ressourcenallokation in allen drei Ländern im Augenblick entschieden in die falsche Richtung bewegt. In China und Japan konzentriert sich die Investitionstätigkeit nach wie vor weitgehend auf die Exportmärkte. Sollte die asiatische Region von einem wirtschaftlichen Schock getroffen werden, ist es außerdem gut möglich, dass noch stärker auf die Exportmärkte gebaut wird, um das Beschäftigungswachstum aufrechtzuerhalten. Die Bedrohung, die von zunehmenden protektionistischen Tendenzen in den westlichen Ländern ausgeht, würde auf jeden Fall noch verschärft – und

diese Tendenzen sind bereits sehr groß. In den USA sind die massiven Investitionen in Wohnimmobilien in den letzten Jahren unter dem Gesichtspunkt der außenwirtschaftlichen Anpassung nicht willkommen. Wohnimmobilien sind das archetypische nicht handelbare, nicht fungible, langlebige Gut. Dies alles bedeutet, dass die notwendige binnenwirtschaftliche Reallokation von Kapital und Arbeit in den betroffenen Ländern möglicherweise ein erheblich größeres Preissignal vonseiten der Wechselkursbewegungen erfordert, als es sonst der Fall wäre.

Was die Entwicklung im Finanzsektor betrifft, so wäre es auf keinen Fall wünschenswert, die Veränderungen, die sich in den letzten Jahrzehnten in den fortgeschrittenen Industrieländern vollzogen haben, rückgängig zu machen, selbst wenn das möglich wäre. Dennoch könnte die Skepsis gegenüber einigen der angeblichen Vorteile neuer Akteure, Instrumente und Geschäftsmodelle wachsen. Dies gilt vor allem für die Risikotransferstrategien, die so weite Verbreitung gefunden haben. Diese Entwicklungen haben klare Vorteile, vermutlich aber auch kostspielige Nebenwirkungen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften ist von entscheidender Bedeutung, dass der Liberalisierung strukturelle Änderungen vorausgehen müssen, die es den Finanzsystemen erlauben, sowohl binnen- als auch außenwirtschaftlichen Schocks zu widerstehen. Es sind zwar schon große Fortschritte erzielt worden, doch sie reichen bei Weitem noch nicht aus.

Zuletzt sei festgehalten, dass die inländischen Entscheidungsträger seit jeher vor der Herausforderung standen, auf externe Schocks reagieren zu müssen, dass diese in unserer globalisierten und marktbestimmten Welt aber immer bedeutsamer werden. Umgekehrt wirken sich die im Inland ergriffenen Maßnahmen zunehmend auf das Ausland aus. Diese Wechselwirkungen finden schon in guten Zeiten statt, gewinnen aber in schlechten Zeiten möglicherweise noch an Bedeutung, wenn sich die zuständigen Stellen vieler Länder abstimmen müssen, um internationale Probleme zu möglichst geringen Kosten zu lösen. Die internationale Zusammenarbeit hat sich in manchen Bereichen zwar verbessert, aber die politische und institutionelle Struktur hat mit diesen sich wandelnden globalen Realitäten nicht Schritt gehalten. Viel zu groß ist noch die Tendenz der nationalen Behörden, im Alleingang vorzugehen, und viel zu oft hat der internationale Dialog noch keine praktischen Konsequenzen. Dies ist ein weiteres globales Ungleichgewicht, das dringend behoben werden muss.

Inhalt

Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit	179
Organisation und Führungsstruktur der Bank	179
<i>Die Bank, ihr Management und ihre Aktionäre</i>	179
<i>Organigramm der BIZ per 31. März 2007</i>	181
<i>Führungsstruktur der Bank</i>	181
Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ	182
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i>	182
<i>Repräsentanzen</i>	183
<i>Institut für Finanzstabilität</i>	186
Förderung der Finanzstabilität durch die bei der BIZ angesiedelten ständigen Ausschüsse	187
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i>	187
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem</i>	189
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i>	191
<i>Märkteausschuss</i>	192
<i>Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung</i>	192
Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken	193
<i>Forschungsarbeit</i>	193
<i>Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken</i>	193
<i>Kooperation im Bereich Statistik</i>	194
<i>Ausschuss der EDV-Fachleute der G10-Zentralbanken</i>	196
<i>Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen</i>	197
<i>Interne Revision</i>	198
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich	198
<i>Zehnergruppe (G10)</i>	198
<i>Forum für Finanzstabilität</i>	199
<i>Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden</i>	200
<i>Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen</i>	202
Finanzdienstleistungen der Bank	203
<i>Bankdienstleistungen</i>	203
<i>Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2006/07</i>	204
<i>Grafik: Bilanzsumme und Kundeneinlagen nach Produkt</i>	205
<i>Aufgaben als Agent und Treuhänder</i>	206
Institutionelles und Administratives	206
<i>Verwaltung der Bank</i>	206
Der Reingewinn und seine Verwendung	209
<i>Reingewinn</i>	209
<i>Dividendenpolitik</i>	210
<i>Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns</i>	210
<i>Bericht der Buchprüfer</i>	211

Verwaltungsrat und oberste Führungsebene	212
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene	213
Mitgliedszentralbanken der BIZ	215
Jahresabschluss	217
Bilanz	218
Gewinn- und Verlustrechnung	219
Mittelflussrechnung	220
Vorgeschlagene Gewinnverwendung	221
Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank	221
Veränderungen des Eigenkapitals der Bank	222
Anmerkungen zum Jahresabschluss	223
Bericht der Buchprüfer	251
5-Jahres-Überblick	252

Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit

Dieses Kapitel skizziert die interne Organisation und die Führungsstruktur der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und blickt auf die Tätigkeit der Bank und der bei ihr angesiedelten internationalen Gremien im vergangenen Geschäftsjahr zurück. Im Mittelpunkt stehen dabei die Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und anderen Instanzen aus dem Finanzbereich sowie die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen für Zentralbankkunden.

Organisation und Führungsstruktur der Bank

Die Bank, ihr Management und ihre Aktionäre

Die BIZ ist eine internationale Organisation, die die internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich fördert und Zentralbanken als Bank dient. Sie hat ihren Hauptsitz in Basel, Schweiz, sowie eine Repräsentanz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China und eine in Mexiko-Stadt. Gegenwärtig sind bei der Bank 562 Personen aus 49 Ländern beschäftigt.

Die BIZ erfüllt ihre Aufgaben als:

- Forum, das den Austausch unter Zentralbanken fördert und ihre Entscheidungsfindung erleichtert sowie den Dialog mit anderen Gremien unterstützt, die Verantwortung für die Förderung der Finanzstabilität tragen
- Forschungszentrum, das den Grundsatzfragen nachgeht, mit denen Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors konfrontiert sind
- Erste Adresse für Finanzgeschäfte von Zentralbanken
- Agent oder Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Finanztransaktionen

Die Bank stellt auch das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Organisationen, die sich um die Förderung der Stabilität im Finanzbereich bemühen:

- Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) und der Märkteausschuss wurden zu verschiedenen Zeitpunkten in den letzten 40 Jahren von den Präsidenten der G10-Zentralbanken eingesetzt und entscheiden recht autonom über ihre Arbeitsthemen und die Organisation ihrer Tätigkeiten
- Das Forum für Finanzstabilität (FSF), die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) und die internationale Vereinigung

der Einlagensicherungen (IADI) haben ihr Sekretariat ebenfalls bei der BIZ, sind aber als unabhängige Organisationen weder ihr noch ihren Mitgliedszentralbanken direkt unterstellt

- Das Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics wird durch die internationale Zentralbankengemeinschaft geführt und ist unter der Ägide der BIZ tätig

Die Aufgaben und jüngsten Aktivitäten dieser Ausschüsse und Organisationen werden weiter unten näher erläutert.

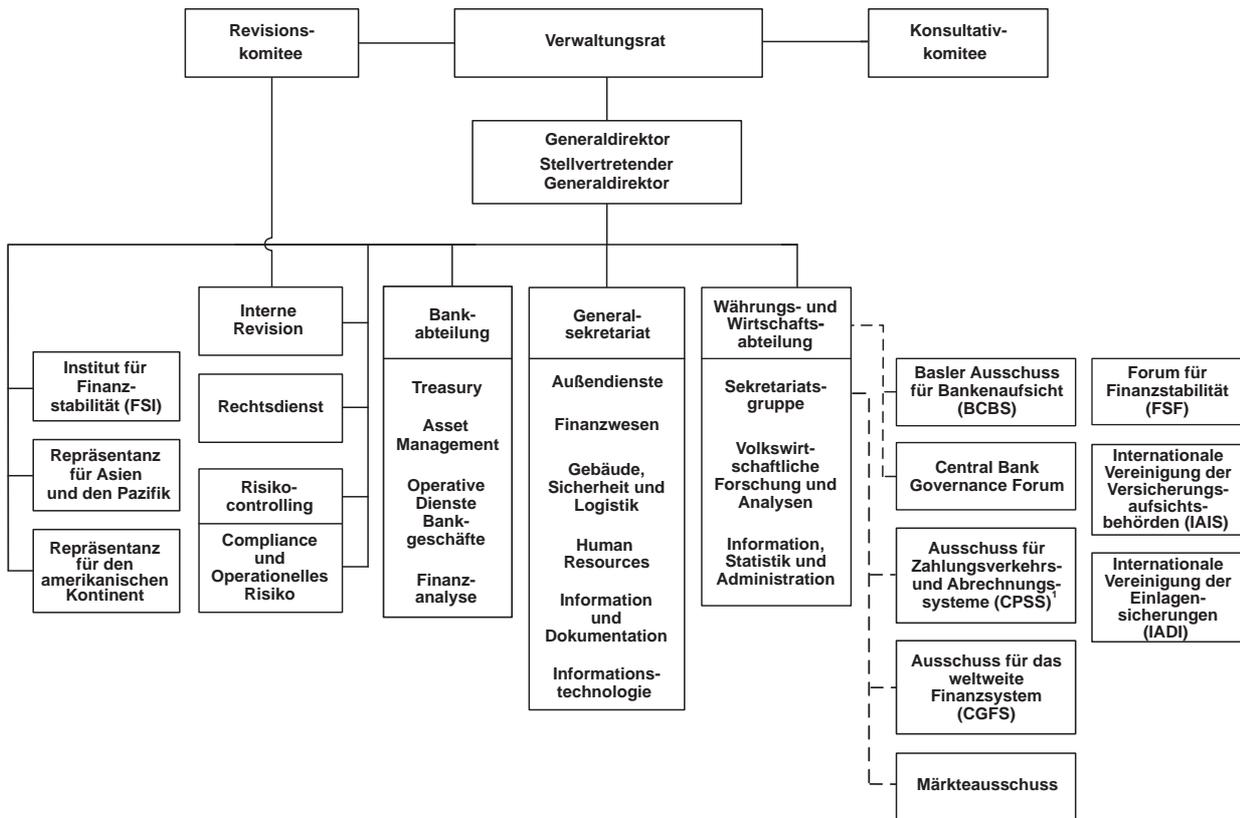
Die Bank umfasst drei Hauptabteilungen: die Währungs- und Wirtschaftsabteilung, die Bankabteilung und das Generalsekretariat. Diese werden ergänzt durch den Rechtsdienst, durch die Abteilungen Compliance und Operationelles Risiko, Interne Revision und Risikocontrolling sowie durch das Institut für Finanzstabilität (FSI), das die Verbreitung von Standards und Praxisempfehlungen in der Finanzaufsicht weltweit unterstützt.

Die drei wichtigsten Führungs- und Verwaltungsgremien der Bank sind:

- Die Generalversammlung der Mitgliedszentralbanken. 55 Zentralbanken und Währungsbehörden sind derzeit bei der Generalversammlung stimm- und teilnahmeberechtigt. Die ordentliche Generalversammlung findet alljährlich innerhalb von vier Monaten nach dem 31. März, dem Ende des Geschäftsjahres der Bank, statt. 2006 waren 100 Zentralbanken vertreten, davon 77 durch ihren Präsidenten. Zudem nahmen Delegierte von 20 internationalen Organisationen teil
- Der Verwaltungsrat, der gegenwärtig 19 Mitglieder umfasst. Zu seinen Hauptaufgaben gehören die Festlegung der strategischen Ausrichtung der Bank und ihrer Geschäftspolitik sowie die Überwachung der Geschäftsleitung. Unterstützt wird er vom Revisionskomitee und vom Konsultativkomitee, denen bestimmte Verwaltungsratsmitglieder angehören
- Die Geschäftsleitung unter dem Vorsitz des Generaldirektors, die sich außerdem aus dem Stellvertretenden Generaldirektor, den Leitern der drei Hauptabteilungen sowie anderen vom Verwaltungsrat ernannten Beamten gleichen Ranges zusammensetzt. Die Geschäftsleitung berät den Generaldirektor in allen wichtigen Fragen, die die Bank als Ganzes betreffen

Die Mitgliedszentralbanken, die Verwaltungsratsmitglieder und die Mitglieder der obersten Führungsebene der Bank sowie jüngste Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene sind am Ende dieses Kapitels aufgeführt.

Organigramm der BIZ per 31. März 2007



¹ Das CPSS-Sekretariat ist auch für die Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (CBCDG) zuständig.

Führungsstruktur der Bank

Erweiterung des Verwaltungsrats

In dem Bestreben, die Zusammenarbeit unter den Zentralbanken weiter zu stärken, und angesichts der vermehrt globalen Ausrichtung der Bank beschloss der Verwaltungsrat am 26. Juni 2006, entsprechend Artikel 27.3 der Statuten der Bank drei weitere Zentralbankpräsidenten als Mitglieder in den Verwaltungsrat zu berufen. Mit Wirkung vom 1. Juli 2006 wurden daher gewählt: Guillermo Ortiz, Gouverneur des Banco de México, Jean-Claude Trichet, Präsident der Europäischen Zentralbank, und Zhou Xiaochuan, Gouverneur der People's Bank of China. Ihre Amtszeit beträgt drei Jahre; sie kann verlängert werden.

Nach den Erweiterungen des Aktionärskreises der BIZ in den letzten Jahren kommt die stärkere globale Ausrichtung der Bank nun auch im Verwaltungsrat zum Ausdruck.

Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ

Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen

Alle zwei Monate treffen sich die Präsidenten und andere hochrangige Vertreter der BIZ-Mitgliedszentralbanken, um in einer Reihe von Sitzungen die aktuellen Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich wie auch die Aussichten für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte zu diskutieren. Außerdem tauschen sie Gedanken und Erfahrungen zu aktuellen Themen von besonderem Interesse für Zentralbanken aus. Diese Treffen im 2-Monats-Rhythmus, die in der Regel in Basel stattfinden, sind eines der wichtigsten Mittel, mit denen die BIZ die Kooperation unter den Zentralbanken fördert. Das Treffen vom November 2006 fand in Sydney statt. Gastgeber war die Reserve Bank of Australia.

Zu diesen Treffen gehören insbesondere auch die Weltwirtschaftssitzung und die Sitzung der Präsidenten aller BIZ-Aktionärszentralbanken. Im Rahmen der Weltwirtschaftssitzungen diskutieren über 30 Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften die Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich und beurteilen die Risiken und Chancen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten weltweit. Im Mai 2006 beschloss der Verwaltungsrat ein neues Format für die Weltwirtschaftssitzung, welches im September 2006 erstmals zum Tragen kam. Eine wichtige Änderung war die Erhöhung der Teilnehmerzahl, indem grundsätzlich mehr Zentralbankpräsidenten von kleinen und mittelgroßen Volkswirtschaften eingeladen werden. Gleichzeitig wird für einen regional ausgewogeneren Teilnehmerkreis gesorgt.

In den Sitzungen der Präsidenten aller BIZ-Aktionärszentralbanken stehen ausgewählte Fragen von allgemeinem Interesse für sämtliche BIZ-Mitgliedszentralbanken auf der Tagesordnung. Themen des Jahres 2006/07 waren:

- Messung der Inflation als ein wesentliches Element der Geldpolitik
- Weiterentwicklung von Großbetragszahlungs- und -abwicklungssystemen
- Trends bei der Finanzintegration in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Herausforderungen für die Geldpolitik
- Statistische Herausforderungen für die Politik der Zentralbanken sowie Rolle und Aufgaben des Irving Fisher Committee
- Organisation und Umsetzung des Risikomanagements in den Führungsmechanismen großer Finanzinstitute des privaten Sektors

Im Rahmen dieser Treffen im 2-Monats-Rhythmus finden stets auch die Sitzung der G10-Zentralbankpräsidenten und die Sitzung der Gouverneure der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften statt, an denen Fragen von besonderer Relevanz für diese beiden Ländergruppen vertieft werden. Auch die Zentralbankpräsidenten, die der Central Bank Governance Group angehören, treffen sich in regelmäßigen Abständen.

Da nicht alle Zentralbanken direkt an der Arbeit der in Basel angesiedelten Ausschüsse und anderer bei der BIZ ansässiger Organisationen beteiligt sind, werden nach Bedarf Sondersitzungen abgehalten, an denen Zentralbankpräsidenten über die Aktivitäten dieser Gremien informiert werden oder

Themen von unmittelbarer Bedeutung diskutiert werden. 2006/07 wurden in ausgewählten Gruppen von Zentralbankpräsidenten folgende Themen erörtert:

- Verhältnis zwischen Zentralbank und Regierung
- Herausforderungen, die sich Zentralbanken aufgrund der gegenwärtigen Veränderungen des globalen Wirtschafts- und Finanzumfelds stellen, insbesondere durch ihre Auswirkungen auf kleinere Industrie- und aufstrebende Länder
- Folgen des Vormarsches aufstrebender Volkswirtschaften für das internationale Währungsgefüge

Bei der Analyse von Fragen zur Finanzstabilität legen die Zentralbankpräsidenten Wert auf einen Dialog mit den Leitern von Aufsichtsinstanzen, anderen Finanzbehörden und hochrangigen Vertretern des privaten Finanzsektors. Die BIZ organisiert regelmäßig informelle Gespräche von Vertretern des öffentlichen und des privaten Sektors, bei denen die gemeinsamen Anliegen beider Seiten hinsichtlich Aufbau und Aufrechterhaltung eines soliden, gut funktionierenden internationalen Finanzsystems im Mittelpunkt stehen. Zudem organisiert die Bank für hochrangige Mitarbeiter der Zentralbanken weitere regelmäßige Sitzungen und Ad-hoc-Treffen. Bei diesen Treffen werden immer wieder auch andere Finanzbehörden sowie Vertreter aus dem privaten Finanzsektor und aus wissenschaftlichen Kreisen eingeladen, sich am Dialog zu beteiligen.

Weitere, weniger regelmäßig stattfindende Treffen von hochrangigen Vertretern von Zentralbanken sind:

- Die Seminare zur Geldpolitik, die teils in Basel, teils auf regionaler Basis unter der Ägide einer Reihe von Zentralbanken in Asien, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika stattfinden
- Die Sitzung der Stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften, deren Thema in diesem Jahr der Wandel der geldpolitischen Transmissionsmechanismen in den aufstrebenden Volkswirtschaften war

Repräsentanzen

Die Repräsentanz für Asien und den Pazifik und die Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent sollen die Beziehungen zwischen der BIZ und den Zentralbanken, Währungsbehörden und Finanzaufsichtsinstanzen in diesen Regionen stärken und die Zusammenarbeit innerhalb der jeweiligen Region fördern. Sie organisieren verschiedene Sitzungen, verbessern den Austausch von Informationen und Daten und tragen zur finanz- und wirtschaftswissenschaftlichen Forschung der Bank bei. Die Repräsentanzen unterstützen außerdem die Bankdienstleistungen der BIZ durch regelmäßige Besuche der für das Reservenmanagement der Zentralbanken Verantwortlichen und durch diverse Treffen sowohl auf Experten- als auch auf Managementebene.

Asien-Pazifik-Raum

Im vergangenen Jahr verstärkte die Repräsentanz Asien ihre Beziehungen zu BIZ-Aktionärszentralbanken in der Region. Zu diesem Zweck stellten sowohl

der Dealing-Room als vor allem auch das Forschungsteam zusätzliches Personal ein.

Die Repräsentanz Asien veranstaltete bzw. unterstützte Sitzungen zur Geldpolitik, zur Entwicklung der Finanzmärkte und zur Finanzstabilität. Hervorzuheben ist ein hochrangig besetztes Treffen über die Beobachtung der Finanzmärkte durch die Zentralbanken, das im November 2006 gemeinsam mit der People's Bank of China in der SVR Hongkong organisiert wurde. Andere Sitzungen wurden in Zusammenarbeit mit den Arbeitsgruppen über Bankenaufsicht und Finanzmärkte der EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) sowie mit dem Hong Kong Institute for Monetary Research abgehalten.

Bankdienstleistungen und Asian Bond Funds

Der Dealing-Room der Repräsentanz Asien kam dem Ziel näher, die ganze Palette der BIZ-Bankdienstleistungen den Kunden im Asien-Pazifik-Raum anbieten zu können. Er entwickelte den Devisenhandel weiter und baute auch die Investitionen in der Region durch Platzierungen bei bestehenden Gegenparteien und durch Erschließung neuer Anlagemöglichkeiten aus.

Als Verwalter des ersten Asian Bond Fund (ABF1), einer Initiative der EMEAP-Gruppe, investiert die BIZ nach wie vor ein Portfolio von US-Dollar-Anleihen staatlicher und staatsnaher Emittenten aus acht EMEAP-Volkswirtschaften.

Als Administrator des zweiten Asian Bond Fund (ABF2) der EMEAP-Gruppe half die BIZ, das öffentliche Angebot der entsprechenden Anleihefonds zu erweitern. Elf Zentralbanken und Währungsbehörden haben Währungsreserven für den Erwerb von Fonds in Inlandswährungsanleihen staatlicher und staatsnaher Emittenten aus acht EMEAP-Volkswirtschaften bereitgestellt. Nach den vier ABF2-Länderfonds im vergangenen Jahr wurden im Berichtszeitraum auch die Länderfonds für Indonesien, Korea und die Philippinen zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt; damit erreichte der ABF2 Ende März 2007 einen Umfang von \$ 3,1 Mrd. Private Investitionen in Höhe von rund \$ 800 Mio. ergänzen nun die Währungsreserven der Zentralbanken, die von \$ 2 Mrd. auf \$ 2,3 Mrd. angewachsen sind. Der Pan Asia Bond Index Fund wies in den ersten 21 Monaten seines Bestehens bis März 2007 eine Rendite von rund 17% auf.

Asian Consultative Council und BIZ-Sondersitzung der Zentralbankpräsidenten in Asien

Der Asian Consultative Council (ACC) setzt sich aus den Präsidenten der BIZ-Mitgliedszentralbanken im Asien-Pazifik-Raum zusammen. Er fördert die Kommunikation zwischen den BIZ-Mitgliedern der Region und dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung der BIZ über Themen, die für die Zentralbankengemeinschaft in Asien von Interesse und Bedeutung sind. Die BIZ-Repräsentanz Asien stellt das Sekretariat des ACC.

An zwei Sitzungen des ACC erhielten die asiatischen BIZ-Aktionärszentralbanken Gelegenheit, den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der BIZ in ihren Bemühungen zur Stärkung ihrer Beziehungen zu diesen Zentral-

banken zu unterstützen. Diese Bemühungen bestehen in einer Erweiterung der Bankdienstleistungen, einem Ausbau der Arbeit des Instituts für Finanzstabilität (FSI) und einem 3-jährigen asiatischen Forschungsprogramm, das auf die Verbesserung der Geldpolitik und der geldpolitischen Maßnahmen, die Weiterentwicklung der Geld- und Kapitalmärkte sowie die Förderung der Finanzstabilität und Finanzaufsicht abzielt. An beiden Sitzungen diskutierten die ACC-Mitglieder einzelne Forschungsthemen und erläuterten die ihren Vorschlägen zugrundeliegenden geldpolitischen Anliegen. Bei seiner Februar-Sitzung in der SVR Hongkong konnte sich der ACC zu einigen abgeschlossenen Forschungsarbeiten äußern, insbesondere zur Arbeit über den Sektor der Finanzprodukte für private Haushalte in Asien. Außerdem berichtete die Vorsitzende der Task Force on Regional Cooperation among Central Banks über ihre Arbeit, die in der Klausursitzung des ACC im vergangenen Jahr angeregt worden war.

Jedes Jahr organisiert die BIZ eine Sondersitzung der Zentralbankpräsidenten in Asien. Dieses informelle Treffen von Zentralbankpräsidenten bietet diesen eine Gelegenheit, die weltweite Wirtschafts- und Finanzlage zu erörtern, mit Schwerpunkt auf den Entwicklungen im Asien-Pazifik-Raum. Im Anschluss an die Februar-Sitzung des ACC trafen sich die Gouverneure der Zentralbanken und Währungsbehörden im Asien-Pazifik-Raum mit mehreren Amtskollegen von anderen Regionen zur neunten Sondersitzung. Sie erörterten geeignete geldpolitische Reaktionen auf hohe Kapitalzuflüsse aus nicht asiatischen Regionen, die Wirtschaftsaussichten und die Frage, wie die Zentralbanken das Geschehen an den Finanzmärkten am besten beobachten.

Asiatisches Forschungsprogramm

Das 3-jährige asiatische Forschungsprogramm startete im September 2006. Vertreter von Zentralbanken und Bankenaufsichtsinstanzen der Region haben zwei Forschungsnetzwerke gebildet; das eine befasst sich mit Geldpolitik und Wechselkursen, das andere analysiert Finanzmärkte und -institute. Die Netzwerke tauschen Informationen über Grundsatzfragen aus, ermitteln gemeinschaftliche Projekte und organisieren Workshops. Neu sind in der Repräsentanz Asien fünf Volkswirte mit bis zu 3-jährigen Arbeitsverträgen beschäftigt. Darüber hinaus werden im Rahmen des Forschungsprogramms immer wieder Experten aus regionalen Zentralbanken, Universitäten und sog. Think Tanks berufen.

Amerikanischer Kontinent

In der Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent standen im vierten Tätigkeitsjahr die Stärkung der Kontakte zu den Zentralbanken der Region und eine engere Zusammenarbeit mit den regionalen Aufsichtsinstanzen im Mittelpunkt. Die Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent verfügt im Gegensatz zur Repräsentanz Asien über keinen eigenen Handelsraum, unterstützt jedoch die Bankdienstleistungen der BIZ in der Region. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang ein hochrangig besetztes Seminar über die Verwaltung von Währungsreserven im Mai 2006 in Santiago.

Die Forschungsarbeit befasste sich vor allem mit der Entwicklung der Anleihemärkte in lateinamerikanischen Ländern und mit makroökonomischer Modellierung (sog. DSGE-Modellen, d.h. dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen).

Die Repräsentanz organisierte bzw. unterstützte auch mehrere hochrangig besetzte Treffen in Mexiko und an anderen Orten, zum Teil in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbanken und anderen Institutionen. Zu erwähnen sind insbesondere ein Treffen regionaler Zentralbanken über die geldpolitischen Transmissionsmechanismen, das im März 2007 in Kolumbien stattfand, ein Seminar zur Geldpolitik in Lateinamerika im Oktober 2006 in Peru und zwei Sitzungen anlässlich der 11. Jahresversammlung der Latin America and Caribbean Economic Association im November 2006 in Mexiko über den Einsatz von DSGE-Modellen bei strategischen Analysen sowie über die Entwicklung von inländischen Anleihemärkten und die Folgen für die Finanzstabilität. Ferner ist auf die zahlreichen regionalen Seminare hinzuweisen, die hauptsächlich vom Institut für Finanzstabilität (FSI) organisiert wurden.

Institut für Finanzstabilität

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) unterstützt die Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors in aller Welt bei der Stärkung der Überwachung ihrer Finanzsysteme mit dem Ziel, die Finanzstabilität weltweit zu fördern. Das FSI verfolgt ein zweigleisiges Programm zur Verbreitung von Standards und Praxisempfehlungen vor allem an die Banken- und die Versicherungsaufsicht.

Treffen, Seminare und Konferenzen

Die erste Schiene des FSI-Programms sind etablierte und hochrangig besetzte Treffen, Seminare und Konferenzen in Basel und in verschiedenen Regionen der Welt. 2006 organisierte das FSI zu einer breiten Palette an Themen des Finanzsektors insgesamt 52 Veranstaltungen, an denen über 1 600 Vertreter von Zentralbanken sowie Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen teilnahmen. Besonders zu erwähnen sind die hochrangig besetzten regionalen Treffen der Stellvertretenden Zentralbankgouverneure und der Leiter von Aufsichtsinstanzen in Asien, Lateinamerika und dem Nahen Osten. Hauptthema dieser Treffen war die Umsetzung von Basel II.

FSI Connect

Die zweite Schiene des FSI-Programms ist FSI Connect, ein Online-Informations- und -Lerntool für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors und Zentralbanken. FSI Connect enthält derzeit mehr als 120 Lehrgänge zu einer großen Auswahl von Themen, breit gefächert nach Erfahrungs- bzw. Kenntnisstand der Benutzer. Das FSI ergänzt das Themenspektrum ständig. Zudem gibt es 40 Lehrgänge zu Eigenkapitalanforderungen und Basel II auf Französisch und Spanisch. Mehr als 125 Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen sind Abonnenten von FSI Connect. Das entspricht über 8 000 Benutzern, die FSI Connect sieben Tage die Woche rund um die Uhr einsetzen können.

Weitere wichtige Initiativen

2006 wiederholte das FSI seine Umfrage von 2004 über die Pläne der einzelnen Länder bezüglich der Umsetzung von Basel II. Die neue Erhebung bestätigte, dass über 90 Länder eine Umsetzung planen; die meisten beginnen mit den weniger fortgeschrittenen Ansätzen. Gegenüber der Umfrage von 2004 rechnen einige Länder nun mit geringfügigen Verzögerungen beim Umsetzungszeitplan. Diese Verzögerungen dürften einer realistischeren Einschätzung der Voraussetzungen für die Umsetzung entsprechen, insbesondere was die komplexeren Ansätze betrifft.

Förderung der Finanzstabilität durch die bei der BIZ angesiedelten ständigen Ausschüsse

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) bietet Aufsichtsinstanzen ein Forum für Gespräche und Informationsaustausch. Den Vorsitz des Ausschusses führt Nout Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank. Der Ausschuss setzt sich ein für Verbesserungen der Risikomanagementpraxis der Banken wie auch der Rahmenbedingungen für die Bankenaufsicht und fördert Mechanismen für eine wirksame Umsetzung der von ihm erarbeiteten Grundsätze in vielen Ländern.

Neugestaltung der Gruppenstruktur des Basler Ausschusses

Im Oktober 2006 führte der Ausschuss eine neue, straffere Struktur für seine Arbeitsgruppen ein. Zwar liegt der Schwerpunkt seiner Arbeit nach wie vor auf Fragen der Eigenkapitalausstattung, doch zeigt sich in dieser Neugestaltung der Gruppenstruktur eine zukunftsorientierte Strategie, die sich aus vier verbundenen, sich gegenseitig verstärkenden Elementen zusammensetzt:

- Weiterhin für eine starke Eigenkapitalgrundlage der Banken zu sorgen
- Diese Grundlage durch Förderung weiterer Infrastruktur zu stärken, die für eine solide Aufsicht notwendig ist
- Grundsatzpolitische Maßnahmen zu erarbeiten, die verhältnismäßig und flexibel sind
- Die Kontakte zu nicht dem Ausschuss angehörenden Aufsichtsinstanzen sowie zu anderen Bereichen des Finanzsektors und zum Bankgewerbe zu vertiefen und auszuweiten

Im Rahmen dieser Strategie hat der Basler Ausschuss seine Arbeit um vier Kerngruppen herum neu organisiert:

- Die Accord Implementation Group, die bei der Umsetzung von Basel II Informationen austauschen und Kohärenz fördern soll
- Die Accounting Task Force, die dafür sorgen will, dass die internationalen Rechnungslegungs- und Revisionsstandards und -praktiken ein solides Risikomanagement in Finanzinstituten fördern, die Marktdisziplin mittels Transparenz unterstützen und die Sicherheit und Solidität des Bankensystems stärken

- Die International Liaison Group, die eine Plattform zur Vertiefung des Engagements des Ausschusses bei Aufsichtsinstanzen in aller Welt in einem breiten Spektrum von Fragen bildet
- Die Policy Development Group, die neuartige aufsichtsrelevante Fragen ausmacht und untersucht und dann Grundsätze entwickelt, um ein solides Bankensystem und hohe Aufsichtsstandards zu fördern

Umsetzung der neuen Eigenkapitalregelung („Basel II“)

Eine einheitliche Umsetzung von Basel II über die Grenzen hinweg ist und bleibt ein zentrales Anliegen des Ausschusses. Im Rahmen dieses Anliegens und um Banken und Aufsichtsinstanzen bei den Umsetzungsvorbereitungen behilflich zu sein, hat der Basler Ausschuss eine Reihe von Papieren veröffentlicht, die weitere Klärungen und Richtlinien zu einer Vielzahl von Umsetzungsfragen enthalten. Diese Papiere behandeln u.a. den Informationsaustausch zwischen Aufsichtsinstanzen des Herkunfts- und des Aufnahmelandes für eine wirksame Umsetzung von Basel II, den Praxistest für den auf internen Ratings basierenden Ansatz, beobachtete Praktiken bei den wichtigsten Elementen der fortgeschrittenen Messansätze (AMA) für das operationelle Risiko sowie Zusammenarbeit und Aufgabenteilung zwischen Herkunftsland- und Aufnahmelandaufsicht im Zusammenhang mit den AMA.

Im Jahr 2007 befasst sich der Ausschuss schwerpunktmäßig mit der Säule 2 (aufsichtliches Überprüfungsverfahren) von Basel II, angesichts der weltweit wachsenden Aufmerksamkeit sowohl der Aufsichtsinstanzen als auch des Bankgewerbes. Ein Beispiel sind die Fallstudien der Accord Implementation Group, die den Aufsichtsinstanzen und den Banken die Behandlung praktischer Umsetzungsfragen erleichtern.

Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht

Anlässlich der Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden (ICBS), die im Oktober 2006 in Mérida, Mexiko, stattfand, genehmigten hochrangige Vertreter von Aufsichtsinstanzen und Zentralbanken aus über 120 Ländern eine erheblich verbesserte Fassung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* sowie der dazugehörigen *Methodik*. Die 25 Grundsätze sind weltweit anerkannte Mindeststandards für die Bankenaufsicht, während die Methodik Richtlinien für die Interpretation der Grundsätze und die Beurteilung ihrer Einhaltung enthält.

Der Basler Ausschuss hatte – angesichts der zahlreichen Innovationen und Entwicklungen im Bankgeschäft, bei Finanzinstrumenten, an den Märkten, an denen die Banken tätig sind, sowie bei den Methoden und Ansätzen der Aufsicht – beschlossen, die Grundsätze von 1997 zu aktualisieren. Darüber hinaus hatten die Erfahrungen bei den Länderbeurteilungen deutlich gemacht, dass wesentliche Aspekte der bestehenden Grundsätze klärungs- und erweiterungsbedürftig waren.

Die überarbeiteten *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* legen erheblich mehr Gewicht auf ein solides Risikomanagement und gute Führungsmechanismen. Die Kriterien im Zusammenhang mit der Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung sowie mit der Betrugs-

verhütung sind ebenfalls ausgebaut worden. Außerdem sind grenzüberschreitende und branchenübergreifende Trends und Entwicklungen stärker berücksichtigt worden, ebenso die Notwendigkeit engerer Zusammenarbeit und verstärkten Informationsaustauschs unter den Aufsichtsinstanzen verschiedener Sektoren und Rechtsräume. Die Bedeutung der Unabhängigkeit, Rechenschaftspflicht und Transparenz der Bankenaufsicht wurde deutlicher hervorgehoben.

Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung und Compliance

Im Juni 2006 schloss der Basler Ausschuss seine Aufsichtsempfehlungen für die Verwendung der Fair-Value-Option für Finanzinstrumente durch die Banken ab; er wird deren Umsetzung weiterhin überwachen. Im vergangenen Jahr hat der Ausschuss bei der Erarbeitung internationaler Rechnungslegungs- und Revisionsstandards aktiv mitgewirkt und hat auf formelles Ersuchen des International Accounting Standards Board (IASB) und anderer internationaler normgebender Instanzen in den Bereichen Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung mehrere Stellungnahmen abgegeben. Da in den Finanzausweisen zunehmend Fair-Value-Schätzungen verwendet werden, lag dem Ausschuss sehr daran, sicherzustellen, dass diese Schätzungen verlässlich, relevant und nachprüfbar sind. Neben seiner Arbeit im Bereich von Rechnungslegungsstandards für Finanzinstrumente richtet der Ausschuss sein Augenmerk auch auf Fragen im Zusammenhang mit der Erarbeitung eines gemeinsamen konzeptionellen Rahmens und der Behandlung wichtiger Wirtschaftsprüfungsfragen aus der Warte der Bankenaufsicht.

Kontaktpflege

In den letzten Jahren hat der Basler Ausschuss vieles unternommen, um seine Kontakte zu Aufsichtsinstanzen in aller Welt weiter zu stärken. Anlässlich der ICBS vom Oktober 2006 betonten die Teilnehmer erneut, wie wichtig laufende Verbesserungen der Führungsmechanismen und des Risikomanagements von Banken seien; sie bekräftigten ferner ihre Entschlossenheit, die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch unter Aufsichtsinstanzen zu verbessern. Ein weiteres Diskussionsthema war die wachsende Präsenz internationaler Banken an Inlandsmärkten.

Die International Liaison Group (ILG) bietet den Nichtmitgliedsländern eine Plattform, auf der sie schon in einem frühen Stadium zu neuen Projekten des Basler Ausschusses beitragen und Vorschläge anbringen können, die für die ILG-Mitglieder von besonderem Interesse sind. Der Ausschuss wird weiterhin Wege prüfen, um seinen Dialog mit Nichtmitgliedsländern zu verstärken und deren derzeitige Einbeziehung über die Arbeit der ILG, die Sitzungen mit regionalen Bankenaufsichtsräumen, die alle zwei Jahre stattfindenden ICBS sowie weitere formelle und informelle Mechanismen aufrechtzuerhalten.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) unter dem Vorsitz von Donald L. Kohn, dem

Stellvertretenden Vorsitzenden des Board of Governors des Federal Reserve System, überwacht die Entwicklungen an den Finanzmärkten und analysiert deren Auswirkungen auf die Finanzstabilität. Der Ausschuss, dessen Mitglieder die G10-Zentralbanken und die Banque Centrale du Luxembourg sind, lädt regelmäßig Vertreter der Zentralbanken und Währungsbehörden von Australien, Brasilien, China, der SVR Hongkong, Indien, Korea, Mexiko, Singapur und Spanien zur Teilnahme ein.

Wichtige Diskussionsthemen des letzten Jahres waren:

- Die möglichen Folgen einer abrupten Neubewertung des Risikos und eines Übergreifens von Schocks an den immer enger verflochtenen Kapitalmärkten auf die Realwirtschaft
- Die Fähigkeit des weltweiten Finanzsystems, Risiken auf einen breiteren Anlegerkreis zu verteilen, angesichts der Innovationen bei den strukturierten Kreditprodukten
- Die möglichen Risiken sog. Carry-Trades; bei diesen nehmen Anleger in einer niedrig rentierenden Währung Kredit auf und legen das Geld in einer hoch rentierenden Währung an
- Die Auswirkungen von Volatilitätsschwankungen an den Finanzmärkten auf die globale Finanzstabilität

Im Zuge seiner Bemühungen, besseren Einblick in die strukturellen Entwicklungen der Finanzmärkte zu gewinnen, setzte der CGFS zwei Arbeitsgruppen ein. Die eine Arbeitsgruppe befasste sich schwerpunktmäßig mit den Bestimmungsfaktoren für die Anlageentscheidungen institutioneller Anleger und deren potenziellen Folgen für das Finanzsystem – die Ersparnisse der privaten Haushalte und die Aktiva von Rentensystemen fließen nämlich in zunehmendem Maße über diese Anleger in die Finanzmärkte.

Die andere Arbeitsgruppe untersuchte die Folgen, die die Umstellung der Verschuldung von Fremd- zu Landeswährung in aufstrebenden Volkswirtschaften für die inländische Finanzintermediation hat, sowie die Herausforderungen, die bei der Entwicklung liquiderer inländischer Anleihemärkte noch bestehen.

Darüber hinaus organisierte der Ausschuss mehrere Sondersitzungen:

- Einen Workshop über strukturelle Veränderungen der Kreditmärkte, um die in früheren Projekten des CGFS gesammelten Marktinformationen zu aktualisieren und gegenwärtige Trends an den Kreditmärkten zu erörtern
- Einen Workshop über Bilanzeffekte und Renditenaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften, um die Einflussfaktoren von Staatsanleihe-spreads zu analysieren
- Einen Workshop über die Verwendung der internationalen Finanzstatistiken der BIZ bei Forschungsarbeiten über die weltweite Finanzstabilität
- Regionale Treffen über die Finanzierung von Wohneigentum im Anschluss an die Veröffentlichung des Berichts *Housing finance in the global financial system* einer CGFS-Arbeitsgruppe, mit der Central Bank of Malaysia und der Danmarks Nationalbank als Gastgeber

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme

Der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) unter dem Vorsitz von Timothy F. Geithner, Präsident und Chief Executive Officer der Federal Reserve Bank of New York, ist um die Stärkung der Finanzmarktinfrastruktur bemüht und setzt sich in diesem Zusammenhang für die Förderung solider und effizienter Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme ein. Er arbeitet mit anderen internationalen Organisationen und Gremien zusammen und bezieht einen großen Kreis von Zentralbanken in seine Arbeit ein.

Im Jahr 2006 führte der Ausschuss eine neue Umfrage darüber durch, wie Banken und andere ausgewählte Institute die Risiken handhaben, die ihnen bei der Erfüllung von Devisengeschäften entstehen können. Die Ergebnisse werden dem Ausschuss bei der Beurteilung helfen, inwiefern das Erfüllungsrisiko bei Devisenhandelstransaktionen noch eine Gefahr für das Finanzsystem darstellt und ob weitere Maßnahmen der einzelnen Banken, des Bankensektors als Ganzes und der Zentralbanken erforderlich sind. Der Ausschuss plant, seinen Befund gegen Ende 2007 zu veröffentlichen.

Im Januar 2007 gaben der CPSS und die Weltbank gemeinsam einen Bericht über allgemeine Grundsätze für Auslandsüberweisungen von Migranten (*General principles for international remittance services*) heraus. Basierend auf einer Analyse der Zahlungsverkehrsaspekte solcher Auslandsüberweisungen werden – als Hilfe für Länder, die den Markt für entsprechende Dienstleistungen verbessern wollen – fünf allgemeine Grundsätze aufgestellt, und zwar bezüglich Transparenz und Verbraucherschutz, Zahlungsverkehrsinfrastruktur, rechtlicher und regulatorischer Rahmenbedingungen, Marktstruktur und Wettbewerb sowie Führungsmechanismen und Risikomanagement.

Im März 2007 veröffentlichte der Ausschuss einen Bericht über neue Entwicklungen bei den Clearing- und Abwicklungsmechanismen für außerbörsliche Derivate (*New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*). Darin werden bestehende Vorkehrungen und Risikomanagementpraktiken am weit gefassten Markt für außerbörsliche Derivate analysiert, und es wird geprüft, wie weit Risiken durch vermehrte Inanspruchnahme und Stärkung von Marktinfrastrukturen gemindert werden könnten. Schwerpunkte des Berichts sind:

- Die Risiken infolge Verzögerung bei der Dokumentierung und Bestätigung von Geschäften
- Die Folgen der rasch wachsenden Verwendung von Sicherheiten zur Minderung der Kontrahentenausfallrisiken
- Die Möglichkeit, verstärkt Clearing durch eine zentrale Gegenpartei einzusetzen, um die Kontrahentenrisiken zu reduzieren
- Die Implikationen des Prime Brokerage bei außerbörslichen Derivaten
- Die Risiken im Zusammenhang mit unautorisierter Kontraktnovation
- Die Gefahr erheblicher Marktstörungen infolge der Auflösung von außerbörslichen Derivatengeschäften nach Ausfall eines großen Marktteilnehmers

Der CPSS bemühte sich erneut um eine engere Zusammenarbeit unter den Zentralbanken, auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Ferner leistete er logistische und fachliche Unterstützung für Workshops und Seminare über Zahlungsverkehrsfragen, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert wurden.

Märkteausschuss

Der Märkteausschuss unter dem Vorsitz von Hiroshi Nakaso, Generaldirektor der Bank of Japan, setzt sich aus den für Marktgeschäfte Verantwortlichen der G10-Zentralbanken zusammen. In den alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen diskutieren die Teilnehmer über jüngste Entwicklungen an den Devisenmärkten und den damit zusammenhängenden Finanzmärkten. Insbesondere befasst sich der Ausschuss mit den kurzfristigen Auswirkungen bestimmter Ereignisse wie auch den Auswirkungen struktureller Veränderungen auf die Funktionsweise dieser Märkte. Der Ausschuss lädt regelmäßig Vertreter der Zentralbanken und Währungsbehörden von Australien, Brasilien, China, der SVR Hongkong, Indien, Korea, Mexiko, Singapur und Spanien zur Teilnahme ein.

In den Sitzungen dieses Jahres wurden u.a. folgende Themen behandelt:

- Die Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen auf die Märkte
- Wechselkursentwicklungen, einschließlich einer Analyse von Carry-Trade-Strategien
- Finanzmarktentwicklungen, die mit Rohstoffen zusammenhängen
- Die Folgen einer plötzlichen Veränderung der Risikobereitschaft bei verschiedenen Anlagekategorien
- Kapitalzuflüsse in aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere an deren Aktienmärkten

Ferner erörterten die Mitglieder eine Reihe von speziellen Themen, u.a. die Vorbereitung der 3-jährlichen Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten, die 2007 wieder stattfindet, die wachsende Bedeutung der institutionellen Anleger an den Finanzmärkten, jüngste Entwicklungen an den Rohstoffmärkten sowie regionale Investitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Zu einigen dieser Themen wurden Sondersitzungen mit Vertretern des privaten Sektors abgehalten.

Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung

Die Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (Central Bank Counterfeit Deterrence Group, CBCDG), unter dem Vorsitz von Bonnie Schwab, Adviser Currency bei der Bank of Canada, untersucht im Auftrag der G10-Zentralbankpräsidenten neu auftretende Gefahren für die Sicherheit von Banknoten und schlägt den Noteninstituten Problemlösungen vor. Die CBCDG hat fälschungssichere Merkmale entwickelt, die dafür sorgen, dass die Banknotenbilder nicht mithilfe von Farbkopierern und Digitalgeräten (PC, Drucker oder Scanner) reproduziert werden können. Die BIZ unterstützt die Arbeit der CBCDG, indem sie Sekretariatsdienstleistungen für sie erbringt und in vertraglichen Vereinbarungen als ihr Agent auftritt.

Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken

Forschungsarbeit

Die BIZ trägt nicht nur dadurch zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich bei, dass sie für die Sitzungen der Zentralbankvertreter Hintergrundmaterial liefert und für die Ausschüsse Sekretariats- und Analysedienstleistungen erbringt. Sie führt auch selbst Forschungsarbeiten und Analysen zu Themen durch, die für Zentralbanken und in zunehmendem Maße auch für die Finanzaufsicht von Interesse sind. Die Ergebnisse dieser Arbeit fließen in die Veröffentlichungen der Bank wie den *Jahresbericht*, den *Quartalsbericht* und die Reihen der *BIS Papers* und *BIS Working Papers* sowie in externe Fachpublikationen ein. Ein Großteil der Forschungsarbeit wird auf der BIZ-Website (www.bis.org) veröffentlicht.

Entsprechend den Aufgaben der Bank konzentriert sich die Forschungsarbeit langfristig auf Fragen der Währungs- und Finanzstabilität. Einige Themenbeispiele aus jüngster Zeit:

- Veränderungen im Inflationsprozess, insbesondere die Wechselbeziehungen zwischen Inflation und Globalisierung sowie die Rolle der Wechselkurse
 - Bedeutung von Geldmengen- und Kreditaggregaten für die geldpolitische Strategie
 - Messung und Bewertung des Kreditrisikos
 - Messung der Risikoneigung und ihrer Auswirkungen auf die Bewertung von Finanzanlagen
 - Trends im internationalen Bankgeschäft
 - Koordination zwischen Geldpolitik und Aufsichtsregelungen
 - Methoden zur Verwaltung von Währungsreserven
 - Fragen der Währungs- und Finanzstabilität in der Asien-Pazifik-Region im Rahmen des 3-jährigen asiatischen Forschungsprogramms (s. weiter oben)
- Im Rahmen ihrer Forschungsarbeit organisiert die BIZ auch Konferenzen und Workshops, bei denen in der Regel wichtige Entscheidungsträger, Wissenschaftler und Marktteilnehmer zusammenkommen. Im vergangenen Jahr waren dies u.a.:
- Die Fünfte BIZ-Jahreskonferenz im Juni 2006 in Brunnen, Schweiz, zum Thema Globalisierung im Finanzbereich
 - Die Sitzungen der Zentralbankvolkswirte, die zweimal im Jahr stattfinden; im Oktober 2006 ging es dabei um die Bestimmungsfaktoren von sich verändernden Vermögenspreisen und entsprechende geldpolitische Konsequenzen
 - Eine Sitzung der Rechtsexperten von Zentralbanken, bei der es um rechtliche Aspekte der Immunitäten von Zentralbankaktiva ging

Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken

Das zunehmende Interesse der Zentralbanken an Organisations-, Führungs- und Strategiefragen veranlasste die BIZ Ende 2006, ihre Sekretariatsdienstleistungen für das Central Bank Governance Forum neu zu organisieren und zu

verstärken. Sie stützte sich dabei auf die 2005 genehmigte Gründungsurkunde. Das Governance Forum fördert solide Führungs- und Überwachungsmechanismen der Zentralbanken als staatliche Entscheidungsgremien und besteht aus der Central Bank Governance Group, dem Central Bank Governance Network sowie dem von der BIZ gestellten Sekretariat.

Die Governance Group setzt sich aus den Präsidenten eines breit abgestützten und repräsentativen Kreises von Zentralbanken zusammen und hielt im vergangenen Jahr mehrere Sitzungen ab. Diskussionsthemen waren u.a. der Umgang mit Interessenkonflikten und das Bild der Zentralbanken in der Öffentlichkeit. Die Governance Group regte auch umfangreiche Studien über die Organisation des Risikomanagements in Zentralbanken und über Schlüsselaspekte bei der Ausgestaltung einer modernen Zentralbank an.

Das Governance Network umfasst inzwischen fast 50 Zentralbanken und Währungsbehörden und sorgte auch in diesem Jahr für einen aktiven Informations- und Erfahrungsaustausch zu organisatorischen, führungs-technischen und strategischen Fragen.

Darüber hinaus wurden mehrere Umfragen zu spezifischen Fragestellungen durchgeführt mit dem Ziel, Grundlagen für die Erwägungen der Governance Group zu liefern und den Governance-Network-Zentralbanken, die ihre eigene Praxis überprüfen, von Nutzen zu sein.

Kooperation im Bereich Statistik

Die BIZ verfolgt die anhaltenden Bemühungen um verbesserte Wirtschafts-, Währungs- und Finanzstatistiken auf internationaler, regionaler und nationaler Ebene und leistet dabei verschiedene Beiträge. Statistikexperten der BIZ nehmen auch an entsprechenden Sitzungen des IWF, der OECD und der EZB teil.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

2006 richtete sich das Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), ein Forum von Benutzern und Erstellern von Statistiken innerhalb von Zentralbanken, bei der BIZ ein, und die meisten BIZ-Aktionärszentralbanken wurden formell Vollmitglieder des IFC. An der ersten IFC-Sitzung in der BIZ am 29. August 2006 nahmen 53 Mitglieder teil. Neben der Festlegung der Aufgaben und künftigen Tätigkeiten des IFC wurde auch ein neues Führungsgremium gewählt. Vorsitzender des IFC ist Jan Smets, Direktor bei der Banque Nationale de Belgique. Die Mitgliedschaft steht allen interessierten Zentralbanken offen, und das IFC heißt darüber hinaus Einzelpersonen und Institutionen aus der Zentralbankengemeinschaft oder von außerhalb als assoziierte Mitglieder willkommen.

Zwei Schwerpunkte des Jahres:

- Die dritte IFC-Konferenz (August 2006) zum Thema Messung der Finanzlage der privaten Haushalte, an der mehr als 130 Experten aus 68 Zentralbanken teilnahmen
- Ein Beitrag des IFC für die Plenarsitzung der „People on the move“-Konferenz (September 2006) der International Association of Official Statistics

zum Thema „Finanzielle Aspekte der Migration: Messung der Auslandsüberweisungen“

Die Sitzungsprotokolle werden jeweils im *IFC Bulletin* veröffentlicht, das jetzt Teil der BIZ-Publikationen ist.

BIZ-Datenbank

Via Datenbank melden die teilnehmenden Zentralbanken regelmäßig nationale Daten an die BIZ, die den übrigen Datenbankteilnehmern zugänglich gemacht werden. Der Zugang zur Datenbank erfolgt über eine neu gestaltete webbasierte Anwendung, die im vergangenen Jahr lanciert wurde. Außerdem wurde die Datenbank inhaltlich erweitert und erfasst nun auch Daten über Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme, insbesondere die regelmäßig erhobenen Daten des CPSS.

Im letzten Jahr wurden die Zentralbank Koreas und die Monetary Authority of Singapore offizielle Teilnehmer, womit die Zahl der beteiligten BIZ-Aktionärszentralbanken auf 41 stieg. Die Aktionärszentralbanken, die nicht Datenbankteilnehmer sind, melden der BIZ seit Kurzem eine begrenzte Reihe von ökonomischen Schlüsselindikatoren; diese fließen in die statistischen Hintergrundinformationen ein, die für die alle zwei Monate stattfindenden BIZ-Treffen zusammengestellt werden.

Über die technische Plattform der BIZ-Datenbank werden die Finanzstatistiken der BIZ zu den internationalen Bankkredit-, Wertpapier-, Devisen- und Derivatmärkten elektronisch empfangen und/oder verbreitet.

Internationale Finanzstatistiken

Im vergangenen Jahr wurden die Richtlinien für die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft, eine wichtige methodische Quelle für die Benutzer dieser Daten, aktualisiert. Die BIZ und die Daten meldenden Zentralbanken analysierten ferner die Beziehung zwischen standortbezogenen und konsolidierten Datenreihen zum Bankgeschäft sowie die Schätzungen zur Aufschlüsselung der konsolidierten Statistik nach Währung.

Die Statistikexperten der BIZ unterstützten die CGFS-Arbeitsgruppe über Anleihenmärkte in Landeswährung bei der Erhebung von Daten zu den Wertpapiermärkten (s. weiter oben). Dabei zeigte sich, welche Daten über Wertpapieremissionen und -bestände derzeit aus diversen nationalen und internationalen Quellen verfügbar sind, und die BIZ-Statistiken zu den Wertpapiermärkten konnten entsprechend verbessert werden.

Die BIZ-Statistiken zu den internationalen Bankkredit- und Wertpapiermärkten sind eine wichtige Datenquelle für den Joint External Debt Hub, der gemeinsam mit dem IWF, der OECD und der Weltbank eingerichtet wurde. Seit vergangem Jahr arbeitet die BIZ eng mit der International Union of Credit and Investment Insurers (sog. Berner Union) zusammen, einem internationalen Zusammenschluss privater und staatlicher Exportkredit- und Investitionsversicherer, um Daten über internationale Handelskredite zu beschaffen und sie in den Hub einfließen zu lassen.

Die Vorbereitungsarbeiten für die nächste, von April bis Juni 2007 stattfindende 3-jährliche Zentralbankerhebung über das Geschäft an den

Devisen- und Derivatmärkten waren im Berichtsjahr in vollem Gange. Es wird erwartet, dass 54 Zentralbanken aus aller Welt daran teilnehmen werden. Die Ergebnisse werden im zweiten Halbjahr 2007 veröffentlicht.

Upgrade der statistischen Anwendungen im Bereich Informationstechnologie

Die BIZ hat eine über mehrere Jahre verteilte Optimierung ihrer einschlägigen IT-Anwendungen in Angriff genommen mit dem Ziel, deren Leistungsfähigkeit zu erhöhen, damit sie die Zusammenarbeit der Zentralbanken im Statistikbereich unterstützen können. Im Rahmen dieses Projekts sammelt die BIZ Informationen von den Zentralbanken im Zusammenhang mit grafischen Hilfsmitteln sowie Zeitreihen im Kontext relationaler Datenbanken. Diese Informationen werden in der Regel den Zentralbanken zugänglich gemacht, die die entsprechenden Angaben gemeldet haben.

Austausch statistischer Daten und Metadaten

Wie schon 2006 hat die BIZ auch 2007 den Vorsitz der Initiative für den Austausch statistischer Daten und Metadaten (Statistical Data and Metadata Exchange, SDMX), die sich um Standards für den Austausch statistischer Informationen bemüht. Die Initiative wird von der BIZ gemeinsam mit der EZB, Eurostat, dem IWF, der OECD, der UNO und der Weltbank getragen. Zu den SDMX-Produkten gehören u.a.:

- Technische Standards, die von der internationalen Organisation für Normung (International Organization for Standardization, ISO) genehmigt wurden
- Inhaltliche Richtlinien für den Austausch statistischer Daten und Metadaten
- Umsetzungsinstrumente, die von den Trägerorganisationen oder privaten Anbietern zur Verfügung gestellt werden

An der von der Weltbank organisierten Konferenz „Towards implementation of SDMX“ im Januar 2007 nahmen über 200 Experten teil. Neben einem Überblick über die Neuerungen wurden Beispiele für die praktische Umsetzung und erste Hinweise für den Kapazitätsaufbau gegeben. Außerdem gaben SDMX und XBRL International (eXtensible Business Reporting Language, ein elektronisches Format für den Austausch von Unternehmensinformationen) ein gemeinsames Projekt bekannt, in dessen Rahmen mögliche interoperable Plattformen ihrer jeweiligen Standards für den Datenaustausch erörtert werden sollen.

Entwürfe von Standards und Richtlinien sind zur öffentlichen Stellungnahme auf der SDMX-Website (www.sdmx.org) verfügbar.

Ausschuss der EDV-Fachleute der G10-Zentralbanken

Wichtigstes Ziel des Ausschusses der EDV-Fachleute ist es, Erfahrungen in technischen und organisatorischen IT-Fragen unter einer Reihe wichtiger Zentralbanken auszutauschen. Der Ausschuss wird von Arbeitsgruppen und Task-Forces unterstützt und trifft sich zweimal jährlich.

An der Sitzung des Ausschusses im November 2006 wurden die Erfahrungen der Zentralbanken unter dem Stichwort Applikationen beurteilt, wobei

„rapid application development“ (RAD) im Zentrum stand. Führungs- und Überwachungsmechanismen im IT-Bereich, Notfallplanung und IT-Sicherheit waren weitere Schwerpunktthemen. Diskutiert wurden auch eine Reihe von Fortschritten in der Zusammenarbeit unter Zentralbanken, insbesondere im Hinblick auf die Umsetzung von TARGET2, dem europäischen Zahlungssystem, im Jahr 2007.

Die Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen (Working Party on Security Issues, WPSI) hielt im vergangenen Jahr zwei Sitzungen ab zu folgenden Themen:

- Organisationsstrukturen und Trend zur Verschmelzung von IT- und physischer Sicherheit
- Risiken im Zusammenhang mit „malicious mobile code“
- Lösungen im Bereich Fernzugang
- Netzwerkaufteilung
- Kosten von Sicherheitslösungen

Beim Thema Notfallplanung lag der Schwerpunkt auf dem Risikomanagement, vor allem im Zusammenhang mit den Vorkehrungen für eine mögliche Pandemie. Zudem galt der Stabilität personeller Ressourcen vermehrte Aufmerksamkeit, nachdem physische und IT-Ressourcen bisher im Vordergrund gestanden hatten.

Im Juni 2007 hielt der Ausschuss seinen 3-jährlichen Workshop Central Bank Information Technology Exchange (CBITX) ab. Die Themen der vier geplanten Sitzungen – Bedürfnisse von „knowledge workers“ (Beschäftigten im Bereich Wissens- und Kopfarbeit), Portfoliomanagement und Kostenrechnung, IT-Risikomanagement sowie Erbringen von IT-Dienstleistungen – gaben den Teilnehmern die Gelegenheit, ihre diesbezüglichen Erfahrungen, Bedenken und Schlussfolgerungen auszutauschen.

In diesem Jahr wurde ein gemeinsames Treffen der IT-Sicherheitsverantwortlichen der G10-Zentralbanken und der WPSI beschlossen. Bei diesem Treffen, das unter dem Titel Workshop 2008 erstmals im kommenden März bei der BIZ stattfinden wird, soll der Informations- und Erfahrungsaustausch in Bezug auf das operationelle Risiko von Zentralbanken im Mittelpunkt stehen.

Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen

Obwohl die BIZ keine bilaterale technische Hilfe anbietet, unterstützt sie bei Gelegenheit regionale Schulungsangebote für Zentralbanken. Beispiele des letzten Jahres waren:

- Ein Workshop über Finanzstabilität und die Rolle der Währungsbehörden, der von der algerischen Zentralbank für die Zentralbanken der französischsprachigen Länder Nord- und Westafrikas organisiert wurde
- Ein Seminar über die Finanzintermediation von Nichtbanken und entsprechende Herausforderungen für Zentralbanken, mit den South East Asian Central Banks (SEACEN) als Organisator und der State Bank of Vietnam als Gastgeber
- Die Organisation zweier Module, eines über das Bank- und Finanzwesen und eines über Geldpolitik, im Rahmen des vom Centre Africain d'Études

Supérieures en Gestion (CESAG) in Dakar angebotenen Master-Programms im Bank- und Finanzwesen

- Ein Treffen für die Zentralbanken der Southern African Development Community (SADC) zum Thema regionale Währungs- und Finanzintegration, wobei die Reserve Bank of South Africa als Gastgeber auftrat
- Ein Seminar für Zentralbanken aus Mittel- und Osteuropa sowie aus der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten beim Joint Vienna Institute zum Thema bankenspezifische versus marktbasierende Finanzintermediation

Im Sommer 2006 trafen sich in Basel 40 Zentralbanken aus Industrieländern, Mittel- und Osteuropa und der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten zur Jahresversammlung der Group of Coordinators of Technical Cooperation and Training. Eines der Diskussionsthemen war die Verlagerung der Nachfrage nach technischer Zusammenarbeit in neue Regionen, insbesondere den Nahen Osten, Asien und Afrika (einschl. Maghreb-Staaten).

Interne Revision

Die internen Revisoren der G10-Zentralbanken pflegen einen regelmäßigen Wissens- und Erfahrungsaustausch und erörtern neue Fragen und Herausforderungen. Ihre zentralen Diskussionsthemen stehen gewöhnlich im Zusammenhang mit den internationalen Revisionsstandards und den laufend nötigen Verbesserungen des Risikomanagements der Zentralbanken. Die Interne Revision der BIZ ist zweimal im Jahr Organisator und Gastgeber des Treffens der G10-Arbeitsgruppe für IT-Revisionsmethoden.

Im Juni 2006 nahm die BIZ an der 20. Jahrestagung der Leiter der internen Revision der G10-Zentralbanken teil, die von der De Nederlandsche Bank zu folgenden Themen organisiert wurde: moralische Werte, ethisches Bewusstsein und Revision, Einsatz von Risikomodellen sowie Prüfung der Notfallplanung. (In diesem letzten Bereich koordinierte die BIZ die Arbeit einer entsprechenden G10-Task-Force.)

Für die Leiter der internen Revision von Zentralbanken und Währungsbehörden im Asien-Pazifik-Raum hat die Interne Revision der BIZ ein Netz für den Informationsaustausch geknüpft. Im Oktober organisierte die BIZ-Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent in Zusammenarbeit mit der Internen Revision in Mexiko-Stadt das erste BIZ-Treffen der Leiter der internen Revision von Zentralbanken in Lateinamerika und der Karibik.

Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich

Zehnergruppe (G10)

Im Rahmen ihres Beitrags zur Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten nimmt die BIZ als Beobachter an Sitzungen teil und erbringt – ebenso wie der IWF und die OECD – Sekretariatsdienstleistungen. Anlässlich ihres Treffens im September 2006 in Singapur diskutierten die G10-Minister und -Zentralbankpräsidenten einen Bericht über die Aussichten der G10 und

kamen zu dem Schluss, aufgrund des sich wandelnden globalen Wirtschaftsumfelds sei es dringlich, die internationale wirtschaftliche Zusammenarbeit klarer auszurichten. Sie waren sich einig, dass die künftigen jährlichen Treffen der G10-Minister und -Zentralbankpräsidenten von größtem Nutzen seien, wenn sie auch informelle und freimütige Diskussionen wichtiger internationaler Wirtschafts- und Finanzfragen umfassten. Um solche Diskussionen zu erleichtern, könnte der Vorsitzende der G10 den Vorsitzenden des Forums für Finanzstabilität (FSF), die Vorsitzenden der verschiedenen G10-Ausschüsse oder andere Teilnehmer dieser Treffen einladen, Diskussionsthemen im Bereich Finanzmärkte und -systeme zu präsentieren.

Forum für Finanzstabilität

Das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF), unter dem Vorsitz von Mario Draghi, Gouverneur der Banca d'Italia, wurde 1999 in der BIZ von den G7-Finanzministern und -Zentralbankpräsidenten geschaffen, um die internationale Finanzstabilität durch vermehrten Informationsaustausch und engere Zusammenarbeit unter den Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors zu fördern. Seine Aufgabe ist die Beurteilung von Risiken und Schwächen, die sich auf das internationale Finanzsystem auswirken, sowie die Unterstützung und Koordinierung von Gegenmaßnahmen. Mitglieder des Forums sind hochrangige Vertreter von Finanzministerien, Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen der wichtigsten Finanzplätze sowie Vertreter von internationalen Finanzorganisationen – BIZ, IWF, OECD und Weltbank –, von internationalen normgebenden Gremien im Aufsichts- bzw. Regulierungsbereich – BCBS, internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS), International Accounting Standards Board (IASB) und International Organization of Securities Commissions (IOSCO) – und von Ausschüssen von Zentralbankexperten – CGFS und CPSS. Die Schweiz trat im Januar 2007 dem FSF bei.

Das FSF hält zweimal jährlich eine Plenarsitzung ab, zuletzt im September 2006 in Paris und im März 2007 in Frankfurt. Darüber hinaus fördern regionale Sitzungen einen breiteren Gedankenaustausch über Schwachstellen im Finanzsystem und die laufenden nationalen und internationalen Bemühungen um deren Behebung. Die jüngste regionale Sitzung fand im Januar 2007 in Stockholm statt; die wichtigsten behandelten Themen waren das rasche Kreditwachstum, die Kreditaufnahme in Fremdwährung sowie die Herausforderung, die das grenzüberschreitende Bankgeschäft in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas für die Finanzaufsicht darstellt.

In seiner Sitzung vom März 2007 untersuchte das FSF Ursachen und Folgen der Finanzmarkturbulenzen von Ende Februar und Anfang März 2007. Ferner wurden die Entwicklungen an den Märkten für die Übertragung des Kreditrisikos sowie die Auswirkungen der vermehrten Private-Equity- und Leveraged-Buyout-Transaktionen auf die Unternehmensverschuldung insgesamt und die Kreditrisiken der Finanzintermediäre besprochen. Das FSF beurteilte zudem die Systemrisiken, die durch das Wachstum des Hedge-Fonds-Sektors entstehen, sowie die in den letzten Jahren von Aufsichts- und Regulierungsinstanzen wie auch vom privaten Sektor ergriffenen Maßnahmen

zur Stärkung der Marktdisziplin, des Risikomanagements und der Marktinfrastruktur. Angesichts der zunehmenden Präsenz der Hedge-Fonds an den Kreditmärkten mit komplexen Produkten erörterte das FSF, wie Finanzinstitute auf die damit verbundenen Risiken reagieren, einschließlich Entwicklungen bei Besicherungen, Ein- und Nachschusszahlungen sowie Stresstestpraxis. Auf Ersuchen der G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten hat das FSF eine Aktualisierung seines Berichts über Institute mit hoher Risiko-Eigenkapital-Relation aus dem Jahr 2000 vorbereitet.

Das FSF will auch bei Finanzbehörden und dem Finanzsektor ganz allgemein die Vorbereitung auf mögliche Finanzkrisen und Betriebsstörungen wie z.B. eine Vogelgrippepandemie fördern. Im November 2006 organisierten das FSF und die britischen Behörden gemeinsam einen Workshop über Planung und Kommunikation bei Finanzkrisen und Betriebsstörungen. Als Folge tauschen die FSF-Mitglieder nun Informationen und Erfahrungen in diesem Bereich aus, u.a. auch Lehren aus Krisenübungen und tatsächlich eingetretenen Störfällen.

Das FSF fördert überdies Arbeiten darüber, wie die Regulierung wirkungsvoller und effizienter gestaltet werden könnte, u.a. durch Förderung des Dialogs zwischen den Aufsichtsinstanzen und dem Finanzsektor. Im Rahmen dieser Arbeiten führen die Aufsichtsinstanzen unter den FSF-Mitgliedern derzeit eine Bestandesaufnahme über ihre Grundsätze und Verfahren bei der Erarbeitung und Auslegung neuer Vorschriften und anderer Initiativen durch.

Ferner unterstützt das FSF Bemühungen zur Stärkung der internationalen Rechnungslegungs- und Revisionsstandards und -praktiken. Angesichts der Notwendigkeit, die Qualität der Wirtschaftsprüfungen zu erhöhen und die weltweite Vereinheitlichung der Wirtschaftsprüfungsregulierung zu fördern, begrüßte das FSF die erste Sitzung des International Forum of Independent Audit Regulators im März 2007 und unterstützte dessen vorgeschlagenes Arbeitsprogramm. Das FSF verschaffte sich auch einen Überblick über die jüngsten Fortschritte der normgebenden Instanzen des Rechnungswesens in verschiedenen internationalen Fragen, u.a. bei den laufenden Bemühungen zur Harmonisierung und kohärenten Interpretation der Rechnungslegungsstandards.

Die FSF-Arbeitsgruppe über Offshore-Finanzplätze prüfte die Fortschritte, die ihre Mitglieder bei der Förderung weiterer Verbesserungen an diesen Finanzplätzen erzielt haben, insbesondere mit Blick auf wirksame grenzüberschreitende Zusammenarbeit und Informationsweitergabe sowie angemessene Aufsichtsressourcen. Das FSF hat eine Überprüfung seiner Offshore-Finanzplatzinitiative eingeleitet und wird sie im September 2007 besprechen.

FSF-Website: www.fsforum.org.

Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden

Die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS), die seit 1998 bei der BIZ angesiedelt ist, fördert die weltweite Finanzstabilität durch Verbesserung der Aufsicht über das Versicherungswesen, Erarbeitung einschlägiger Standards,

internationale Zusammenarbeit, die auf Informationsaustausch beruht, und gegenseitigen Beistand. 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. Die stetig wachsende Zahl ihrer Mitglieder und Beobachter zeigt, dass die Arbeit der IAIS zunehmend anerkannt wird.

Im vergangenen Jahr hat die IAIS wichtige Schritte in folgenden fünf Bereichen ergriffen:

Rechnungslegung

Die IAIS stellte das Konsultationspapier *Issues arising as a result of the IASB's Insurance Contracts Project – Phase II: second set of IAIS observations* fertig, als Beitrag zum Phase-II-Projekt des International Accounting Standards Board (IASB). In dem Papier werden eine Reihe von Grundsätzen bzw. wesentlichen Beobachtungen über Bewertungsfragen präsentiert, die sich sowohl allgemein in Finanzausweisen als auch in Meldungen an die Aufsichtsinstanz stellen. Die Grundsätze umfassen mehrere Merkmale der Bewertung von Versicherungsverbindlichkeiten, Risikomargen und Aspekte der Rechnungslegung von Lebensversicherungen.

Angemessene Eigenkapitalausstattung und Solvenz

Die IAIS baut derzeit schrittweise eine gemeinsame Struktur und gemeinsame Standards für die Beurteilung der Solvenz von Versicherungsgesellschaften auf; damit werden die Transparenz und die Vergleichbarkeit von Versicherern aus aller Welt verbessert, zum Vorteil der Verbraucher, der Branche, der Anleger und anderer interessierter Kreise. Ein Papier mit Standards im Bereich Bilanzstrukturmanagement einschließlich Begleitdokument wurde im Oktober 2006 erarbeitet und genehmigt. Dies sind die ersten in einer Reihe von Standards, die im „Framework for Insurance Supervision“ der IAIS vorgeschlagen und in der „Roadmap“ mit dem Titel *A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency* genauer ausgeführt werden. Im Februar 2007 billigte die IAIS das Papier *IAIS common structure for the assessment of insurer solvency*, das auf dem früheren Papier *Cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements* aufbaut. Es bildet die Grundlage, auf der die IAIS ihre Standards und Richtlinien zu diesem Thema entwickeln kann, da es eine kohärente, risikoorientierte Methodik für die Festlegung regulatorischer Finanzanforderungen bietet.

Rückversicherung

Das überarbeitete und im Oktober 2006 verabschiedete Empfehlungspapier *Risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance* der IAIS skizziert den Hintergrund der Entwicklung der Finanzrückversicherung, den Einsatz dieses Instruments durch die Versicherer sowie Probleme der Finanzrückversicherung und verschiedene Lösungsansätze der Aufsicht. Überarbeitet wurden die Abschnitte über die Lebensversicherung; dabei wurden die neuesten

Entwicklungen bei der Bilanzierung von Rückversicherungsverträgen berücksichtigt. Im November 2006 veröffentlichte die IAIS die dritte Auflage ihres *Global reinsurance market report*. Dieser Bericht gibt einen Überblick über die finanzielle Verfassung des Rückversicherungssektors insgesamt im Jahr 2005, das für den Rückversicherungsmarkt ein außergewöhnliches Jahr mit Rekordverlusten infolge von Naturkatastrophen war.

Informationsaustausch

Der IAIS ist sich bewusst, dass Aufsichtsinstanzen auf nationaler und internationaler Ebene zusammenarbeiten müssen, damit Versicherer und Rückversicherer wirksam beaufsichtigt werden; sie hat daher im Februar 2007 ein *Multilateral memorandum of understanding (MMOU) for the sharing of information between supervisors* verabschiedet. Dieses definiert eine Reihe von Grundsätzen und Verfahren für den Austausch von Informationen, Meinungen und Beurteilungen und bildet eine effizientere Grundlage, damit ein solcher Austausch auch wirklich stattfindet.

Weiterbildung

Im vergangenen Jahr fanden in Zusammenarbeit mit dem FSI rund 20 Seminare, Konferenzen und Workshops in aller Welt statt, die von der IAIS organisiert wurden oder an denen sie mitwirkte. Ferner schloss die IAIS das Weiterbildungsprojekt mit Pflichtlehrgängen im Versicherungsbereich ab; dieses ist das Ergebnis einer erfolgreichen Partnerschaft der IAIS und der Weltbank, in deren Rahmen Schulungsmaterial für Mitarbeiter der Versicherungsaufsicht über die wichtigsten Elemente der IAIS-Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht entwickelt wurde.

IAIS-Website: www.iaisweb.org.

Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen

Die internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (International Association of Deposit Insurers, IADI), die seit 2002 bei der BIZ angesiedelt ist, trägt durch Förderung der internationalen Zusammenarbeit und als Forum für weitreichende internationale Kontakte zwischen Einlagensicherungsinstitutionen und anderen interessierten Kreisen zur Stabilität der Finanzsysteme bei. Insbesondere:

- Fördert die IADI das Bewusstsein für gemeinsame Interessen und Anliegen im Zusammenhang mit der Einlagensicherung
- Gibt sie Empfehlungen für leistungsfähigere Einlagensicherungssysteme ab
- Erleichtert sie den Austausch von Fachwissen im Einlagensicherungsbereich mittels Schulungs-, Entwicklungs- und Weiterbildungsangeboten
- Berät sie bei der Einrichtung leistungsfähiger Einlagensicherungssysteme und der Verbesserung bestehender Systeme

Derzeit wirken 66 Institutionen (darunter 47 als Mitglieder) aus aller Welt in der IADI mit, u.a. eine Reihe von Zentralbanken, die sich für die Einrichtung oder den Betrieb leistungsfähiger Systeme der Einlagensicherung einsetzen

wollen. Eine wichtige Stoßrichtung bei den Bemühungen der IADI um eine höhere Leistungsfähigkeit von Einlagensicherungssystemen ist die Entwicklung von Grundsätzen und Praxisempfehlungen, deren Schwerpunkt darauf liegt, was in verschiedenen Ländern besonders gut funktioniert und warum.

Auch in ihrem fünften Tätigkeitsjahr bot die IADI wieder zahlreiche Foren für Einlagensicherungsinstitutionen und andere Gremien mit ähnlichen Interessen an. Höhepunkte waren:

- Die fünfte Jahreskonferenz unter dem Motto „Raising the bar“, die im November 2006 in Rio de Janeiro stattfand; sie wurde von 160 Vertretern von Einlagensicherungsinstitutionen und Entscheidungsträgern aus 46 Ländern besucht
- Eine von der IADI organisierte Ausstellung, an der 32 Organisationen der Einlagensicherung aus aller Welt Informationen über die wesentlichen Merkmale ihrer Einlegerschutzsysteme anboten
- Ein zwei Tage dauerndes internationales Seminar zum Thema Enterprise Risk Management, das im September 2006 in Kuala Lumpur stattfand
- Die Konferenz „International financial instability: cross-border banking and national regulation“, die im Oktober 2006 in Chicago gemeinsam mit der Federal Reserve Bank of Chicago abgehalten wurde

Im Jahr 2006 veröffentlichte die IADI das Empfehlungspapier *Guidance on interrelationships among safety net players*, die neueste Publikation einer Serie, die mit dem 2001 veröffentlichten Papier *Guidance for developing effective deposit insurance systems* der FSF-Arbeitsgruppe über Einlagensicherung begonnen hatte. Ferner publizierte sie ein Empfehlungspapier über die Liquidierung von Banken. Darüber hinaus ist der Forschungs- und Richtlinienausschuss der IADI dabei, weitere Empfehlungspapiere über Ansprüche und Eintreibung, Führungsmechanismen, Finanzierung und wirksame Einlagensicherungsmandate abzuschließen, die Mitte 2007 herauskommen sollen.

Im Oktober 2006 erschien eine Sonderausgabe des *Journal of Banking Regulation* über Einlagensicherung; Koautoren waren Wissenschaftler, der IADI-Generalsekretär sowie Praktiker der Einlagensicherung.

Regionale Aktivitäten in jüngerer Zeit waren Konferenzen, Seminare und Ausschusssitzungen in Abuja, Prag, Marrakesch, Rio de Janeiro, Washington D.C., Kuala Lumpur und Hanoi.

Ein neues interaktives Web-Portal wurde geschaffen, um die Forschung zu erleichtern und Informationen über Themen und Tätigkeit der Einlagensicherung für Mitglieder und Teilnehmer bereitzustellen.

IADI-Website: www.iadi.org.

Finanzdienstleistungen der Bank

Bankdienstleistungen

Die BIZ bietet ein breites Spektrum von speziellen Finanzdienstleistungen an, die den Zentralbanken und anderen Währungsbehörden die Verwaltung ihrer Währungsreserven erleichtern sollen. Rund 130 solche Institutionen sowie mehrere internationale Organisationen nutzen diese Dienstleistungen.

Um den unterschiedlichen und sich ständig wandelnden Bedürfnissen der Zentralbanken gerecht zu werden, stellt die Bank eine in Bezug auf Währungen, Liquidität und Laufzeiten breit gefächerte Palette von Anlageprodukten bereit. Neben herkömmlichen Geldmarktanlagen wie Sicht- und Kündigungskonten sowie Termineinlagen bietet die Bank zwei Instrumente an, die direkt mit ihr gehandelt (gekauft und zurückverkauft) werden können: das festverzinsliche Fixed-Rate Investment der BIZ (FIXBIS) mit Laufzeiten von 1 Woche bis zu 1 Jahr und das Medium-Term Instrument (MTI) mit Laufzeiten zwischen 1 Jahr und 10 Jahren. Zum Standardangebot gehören außerdem eine Reihe von kündbaren MTI-Produkten sowie weitere Instrumente mit eingebetteten Optionen.

Bei diesem Kreditgeschäft, das durch ein rigoroses internes Risikomanagement gestützt wird, stehen Sicherheit und Liquidität im Mittelpunkt. Der Best Practice entsprechend werden das Kredit-, Liquiditäts- und Marktrisiko der Bank von einem separaten Risikocontrolling überwacht, das direkt dem Stellvertretenden Generaldirektor – und über ihn dem Generaldirektor – untersteht. Die operationellen Risiken der Bank werden von der Abteilung Compliance und Operationelles Risiko überwacht.

Im Auftrag ihrer Kunden tätigt die BIZ auch Kassa-, Termin- und Optionsgeschäfte mit Devisen und Gold.

Bisweilen gewährt die Bank Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der in der Regel besichert ist. Sie nimmt ferner Aufgaben als Treuhänder oder Pfandhalter wahr (s. weiter unten).

Zudem bietet die BIZ Asset-Management-Dienstleistungen mit Staatspapieren oder erstklassigen Anlagen an. Dabei wird entweder zwischen der betreffenden Zentralbank und der BIZ ein individueller Portfolioauftrag ausgehandelt, oder Kunden können gemeinsam in eine offene Fondsstruktur – den BISIP („BIS Investment Pool“) – investieren. Zwei Asian Bond Funds (ABF1 und ABF2) werden von der BIZ unter dem BISIP-Dach betreut. Das Vermögen des ABF1 wird von der BIZ verwaltet, das des ABF2 von einer Gruppe externer Fondsmanager.

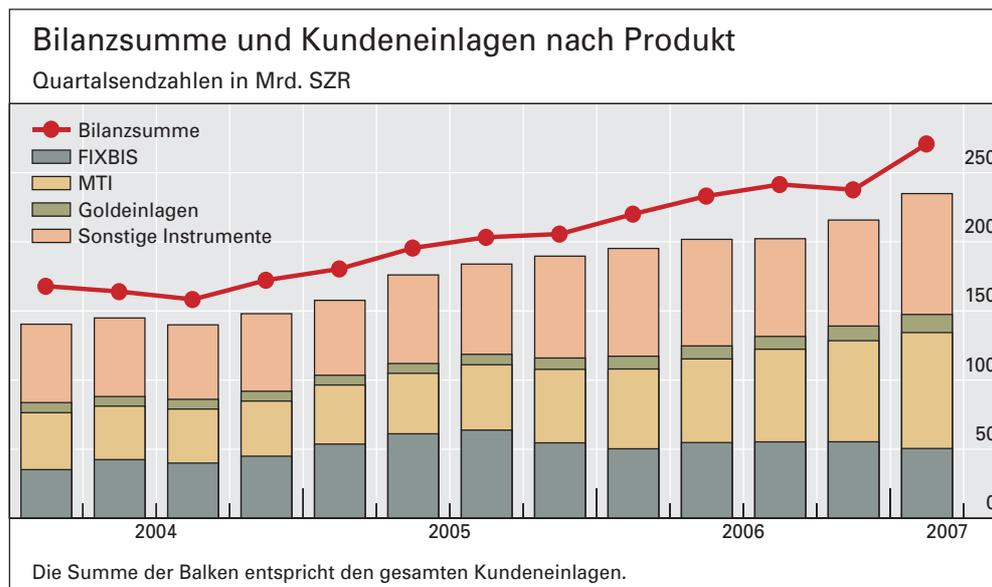
Die Finanzdienstleistungen der BIZ werden von zwei miteinander verbundenen Handelsräumen aus erbracht: am Hauptsitz in Basel und in der Repräsentanz Asien in der SVR Hongkong.

Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2006/07

Die Bilanz der BIZ weitete sich 2006/07 erneut aus, und die Bilanzsumme erreichte am 31. März 2007 den Rekordstand von SZR 270,9 Mrd. Dies ist ein beträchtlicher Zuwachs von SZR 50,8 Mrd. oder 23% gegenüber dem Vorjahr. Davon waren SZR 1,0 Mrd. dem höheren Marktpreis von Gold zuzuschreiben. Wären andererseits die Wechselkurse unverändert geblieben, wäre der Zuwachs um SZR 1,7 Mrd. höher ausgefallen.

Passiva

Der Umfang der Bilanz der BIZ wird vor allem von den Kundeneinlagen bestimmt. Sie machen den Großteil der Passiva aus (Grafik). Am 31. März 2007



beliefen sich die Kundeneinlagen auf insgesamt SZR 234,9 Mrd. (Vorjahr: SZR 195,2 Mrd.).

Rund 95% der Kundeneinlagen lauten auf Währungen; der Rest ist Gold. Die Währungseinlagen stiegen von SZR 186,0 Mrd. im Vorjahr auf SZR 221,8 Mrd. am 31. März 2007; sie machen rund 6% der gesamten Währungsreserven der Welt in Höhe von fast SZR 3,5 Bio. aus (31. März 2006: SZR 3,0 Bio.). 62% der Währungseinlagen entfielen auf US-Dollar, 21% auf Euro. Die Goldeinlagen beliefen sich Ende März 2007 auf SZR 13,1 Mrd., was einem Anstieg um SZR 3,9 Mrd. im Laufe des Geschäftsjahres entspricht; davon sind SZR 0,8 Mrd. Bewertungseffekten (d.h. dem höheren Goldpreis) zuzuschreiben.

Nach Instrument betrachtet ist für das Wachstum der Währungseinlagen von Kunden hauptsächlich eine Zunahme der Anlagen in MTI um 45% verantwortlich – damit sind MTI nach wie vor das meistverwendete BIZ-Instrument.

Die geografische Verteilung der Anlagen bei der BIZ ist im Geschäftsjahr relativ stabil geblieben; den größten Anteil halten asiatische Kunden.

Aktiva

Die Aktiva der BIZ bestehen vorwiegend aus Anlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf, aus Staatspapieren und Papieren staatsnaher Emittenten sowie aus Reverse-Repo-Geschäften. Ferner besaß die Bank per 31. März 2007 150 Tonnen Feingold, nachdem 15 Tonnen im Laufe des Geschäftsjahres veräußert worden waren. Das Kreditrisiko wird sehr konservativ gehandhabt; 99,7% der Bestände der Bank hatten am 31. März 2007 ein Rating von A– oder höher (Anmerkung 4D zum Jahresabschluss).

Die Bestände der Bank an Währungseinlagen und Wertpapieren, einschließlich Reverse Repos, betragen am 31. März 2007 SZR 247,9 Mrd. (Vorjahr: SZR 199,2 Mrd.). Diese zusätzlichen Mittel wurden vorwiegend in Einlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken, in Wertpapieren mit hoher Bonitätseinstufung und in mit Staatspapieren besicherten Reverse Repos angelegt.

Zur effizienten Verwaltung ihrer Aktiva und Passiva verwendet die Bank verschiedene derivative Instrumente (Anmerkung 9 zum Jahresabschluss).

Aufgaben als Agent und Treuhänder

Treuhänder für internationale Staatsanleihen

Die Bank agiert als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe (Einzelheiten s. *63. Jahresbericht* vom Juni 1993). Die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent teilte der Bank mit, dass das Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen (BADV) im Jahr 2006 Tilgungs- bzw. Zinszahlungen von rund € 4,9 Mio. für die Fundierungsschuldverschreibungen veranlasst hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden vom BADV im *Bundesanzeiger* veröffentlicht.

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

Weitere Treuhänderfunktionen

Die Bank nahm ihre Treuhänderaufgaben im Rahmen der Verwahrungs- und Treuhandvereinbarung wahr, die sie am 31. Oktober 2005 mit der Central Bank of Nigeria abgeschlossen hatte (*76. Jahresbericht* vom Juni 2006). Ihre Pflichten gemäß dieser Vereinbarung erloschen mit der letzten Freigabe von Mitteln im Februar 2007, d.h. drei Monate vor dem geplanten Abschlusstermin 31. Mai 2007.

Pfandhalterfunktionen

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. Im Geschäftsjahr 2006/07 bestanden solche Pfandbestellungsvereinbarungen für Anleihen von Peru (*67. Jahresbericht* vom Juni 1997) und Côte d'Ivoire (*68. Jahresbericht* vom Juni 1998). Die Aufgaben der BIZ als Pfandhalter für brasilianische Anleihen (*64. Jahresbericht* vom Juni 1994) endeten im Juni 2006, als Brasilien sämtliche ausstehenden Anleihen vorzeitig tilgte.

Institutionelles und Administratives

Verwaltung der Bank

Budgetpolitik

Die Erstellung des Ausgabenbudgets der Bank für das kommende Geschäftsjahr beginnt rund sechs Monate im Voraus damit, dass die Geschäftsleitung

die allgemeine Geschäftsorientierung und den grundlegenden Finanzrahmen festlegt. Vor diesem Hintergrund spezifizieren dann die einzelnen Geschäftsbereiche ihre Pläne und den entsprechenden Ressourcenbedarf. Die Abstimmung der detaillierten Geschäftspläne, der Ziele und der insgesamt verfügbaren Ressourcen mündet in der Erstellung eines Entwurfs für das Finanzbudget. Dieser muss vor Beginn des Geschäftsjahres vom Verwaltungsrat genehmigt werden.

Bei der Erstellung des Budgets wird zwischen Verwaltungskosten und Investitionsausgaben unterschieden. Ähnlich wie bei vergleichbaren Organisationen entfallen rund 70% der Verwaltungskosten der Bank auf die Geschäftsleitungs- und Personalaufwendungen einschließlich Vergütungen, Renten sowie Kranken- und Unfallversicherung. Die beiden wichtigsten anderen Kategorien, die je rund 10% der Verwaltungskosten ausmachen, sind IT und Telekommunikation sowie Gebäude und Geschäftsausstattung. Die Investitionsausgaben betreffen vor allem die Gebäude und die IT-Ausstattung; sie können von Jahr zu Jahr erheblich schwanken. Die Verwaltungskosten und die Investitionsausgaben der Bank fallen vorwiegend in Schweizer Franken an.

Im Geschäftsjahr 2006/07 betragen die Verwaltungskosten vor Abschreibungen CHF 227,3 Mio. und lagen damit um 2,0% unter dem Budgetbetrag von CHF 232,0 Mio.;² die Investitionsausgaben beliefen sich auf CHF 21,3 Mio. und unterschritten das Budget um 4,9 Mio. Die Unterschreitung des Budgets bei den Verwaltungskosten war hauptsächlich einem Rückgang bei den Auslandszulagen, anderen Personalausgaben sowie IT- und Telekommunikationsausgaben zuzuschreiben.

In den Verwaltungskosten und Investitionsausgaben schlugen sich auch die Prioritäten des Budgets 2006/07 nieder, nämlich:

- Die Beziehungen zu Aktionärszentralbanken im Asien-Pazifik-Raum zu vertiefen und die Dienstleistungen der BIZ entsprechend auszubauen. Dieses Projekt umfasst ein 3-jähriges, strategisch orientiertes Forschungsprogramm über Themen der Geldpolitik und des Finanzsektors in Asien, das im Herbst 2006 begann
- Die Ergebnisse der Tätigkeitsüberprüfung des Geschäftsjahres 2005/06 umzusetzen. Bei dieser Überprüfung wurden mehrere Bereiche ausgemacht, in denen Effizienzsteigerungen möglich sind. Die Umsetzung der Tätigkeitsüberprüfung wird in den nächsten Jahren dank solcher Effizienzsteigerungen dazu führen, dass bestehende Personalstellen prioritären Tätigkeitsbereichen zugeteilt werden können, insbesondere mit Blick auf den Ausbau der Dienstleistungen für Zentralbanken
- Die Gebäudesicherheit zu verbessern, die Sitzungseinrichtungen im Turm-Gebäude in Basel zu erneuern und die BIZ-Sportclubräumlichkeiten zu renovieren

Im März 2007 genehmigte der Verwaltungsrat eine Erhöhung des Verwaltungsbudgets für das Geschäftsjahr 2007/08 um 2,9% auf CHF 238,8 Mio.

² Das Budget der Bank beruht auf Kassenbeständen; bestimmte Berichtigungen in der Finanzbuchhaltung – hauptsächlich im Zusammenhang mit Vorsorgeverpflichtungen, bei denen Finanzmarkt- und versicherungsmathematische Entwicklungen berücksichtigt werden – sind ausgeklammert. Diese zusätzlichen Faktoren gehen in den Posten „Geschäftsaufwand“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein (s. „Der Reingewinn und seine Verwendung“).

Das Investitionsbudget wurde um CHF 1,2 Mio. auf CHF 24,7 Mio. herabgesetzt. Der wichtigste Schwerpunkt des Budgets 2007/08 ist die weitere Stärkung der bestehenden Tätigkeitsbereiche. Neben der Fortführung der schon erwähnten Prioritäten des Budgets 2006/07 sind die beiden zusätzlichen Ziele der Bank für das Geschäftsjahr 2007/08:

- Stärkung der Rechnungslegung und des Controlling, hauptsächlich im Generalsekretariat sowie im Backoffice und in den Supportfunktionen der Bankabteilung. Dieses Projekt ergänzt die Verbesserungen, die in den letzten Jahren im Risikomanagement, in der internen Revision und in der Compliance der Bank vorgenommen wurden
- Planung besserer Einrichtungen und Vorkehrungen für die Fortführung der Geschäfte in einem Notfall, die im Geschäftsjahr 2008/09 an einem Standort in Europa, aber entfernt von Basel, umgesetzt werden soll

Vergütungspolitik

Die Stellen der BIZ-Personalmitglieder werden anhand einer Reihe objektiver Kriterien – z.B. der erforderlichen Qualifikationen und Erfahrung sowie der Verantwortlichkeiten – klar definierten Kategorien zugeordnet. Die Stellenkategorien sind mit Gehaltsbändern verknüpft. Die Gehaltsstruktur wird – unter Berücksichtigung von Besteuerungsunterschieden – regelmäßig den Gehaltsstrukturen in vergleichbaren Institutionen oder Marktsegmenten gegenübergestellt. Bei diesem Vergleich konzentriert sich die Bank auf die obere Hälfte der Marktbandbreite, um für hochqualifiziertes Personal attraktiv zu sein.

In den Jahren, in denen keine umfassende Gehaltserhebung stattfindet, wird die Gehaltsstruktur der Teuerung in der Schweiz und dem durchschnittlichen Anstieg der Reallöhne im Unternehmenssektor der wichtigsten Industrieländer angepasst. Im Juli 2006 wurde die Gehaltsstruktur um nominal 1,5% angehoben. Die Entwicklung des Gehalts der einzelnen Personalmitglieder in dem jeweiligen Gehaltsband richtet sich nach ihrer Leistung; diese wird regelmäßig beurteilt. 2006 wurde das Verfahren der Leistungsbeurteilung überarbeitet; im Februar 2007 wurde ein neues elektronisches System eingeführt.

Nicht schweizerische und vor ihrer Anstellung bei der Bank nicht am Ort ansässige Personalmitglieder (einschl. Management) haben Anspruch auf eine Auslandszulage. Diese beträgt derzeit – abhängig vom Familienstand – 14% bzw. 18% des Jahresgehalts bis zu einer bestimmten Höchstgrenze. Expatrierte Personalmitglieder haben außerdem Anspruch auf eine Ausbildungszulage.³ Darüber hinaus haben die Personalmitglieder über die BIZ Zugang zu einer beitragspflichtigen Kranken- und Unfallversicherung sowie zu einem Pensionsystem mit Leistungsprimat. Gehalt und Nebenleistungen von Personalmitgliedern, die vom Hauptsitz zu den Repräsentanzen oder umgekehrt bzw. von einer Repräsentanz zu einer anderen entsandt werden, werden gemäß der Politik der Bank für internationale Entsendungen festgelegt.

Anfang 2005 wurde beschlossen, die Gehälter der Mitglieder der obersten Führungsebene regelmäßig denjenigen in vergleichbaren Institutionen gegen-

³ Bestimmte Personalmitglieder, die bereits vor 1997 bei der Bank angestellt waren, erhalten eine Auslandszulage von 25%, haben jedoch keinen Anspruch auf Ausbildungszulagen.

überzustellen und gegebenenfalls anzupassen. In den Jahren zwischen solchen Vergleichen werden ihre Gehälter der Teuerung in der Schweiz angepasst. Per 1. Juli 2006 entsprach für die nachstehenden Mitglieder der Geschäftsleitung die jährliche Vergütung vor Auslandszulagen der folgenden Gehaltsstruktur:

- Generaldirektor⁴ CHF 726 990
- Stellvertretender Generaldirektor CHF 615 140
- Abteilungsleiter CHF 559 220

Die Vergütungen für die Mitglieder des Verwaltungsrats werden von der ordentlichen Generalversammlung genehmigt und alle drei Jahre angepasst. Per 1. April 2007 beträgt die feste jährliche Vergütung für den Verwaltungsrat insgesamt CHF 992 760. 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 921 120.

Der Reingewinn und seine Verwendung

Reingewinn

Der Reingewinn für das 77. Geschäftsjahr, 2006/07, betrug SZR 639,4 Mio., verglichen mit SZR 599,2 Mio. im Vorjahr.

Geschäftsertrag insgesamt

Der Geschäftsertrag insgesamt belief sich im Geschäftsjahr 2006/07 auf SZR 682,3 Mio., verglichen mit SZR 573,4 Mio. im Vorjahr. Drei Hauptfaktoren waren für diese Entwicklung maßgebend:

- Die Zinserträge aus Anlagepapieren profitierten von steigenden Renditen und, in geringerem Maße, vom Wachstum des in Währungen gehaltenen Eigenkapitals der Bank; dieses erhöhte sich infolge von einbehaltenen Gewinnen und Goldverkäufen
- Der Nettoertrag aus dem Einlagengeschäft der Bank profitierte vom anhaltenden Zufluss von Kundeneinlagen, der einen Rückgang der Margen bei den Fremdmitteln mehr als wettmachte
- Im Geschäftsjahr 2006/07 kam es zu einem kleinen Devisengewinn von SZR 0,9 Mio. Dies ist dem Devisenverlust des Geschäftsjahres 2005/06 von SZR 25,2 Mio. gegenüberzustellen, der hauptsächlich den Auswirkungen des steigenden Goldpreises auf den Marktwert von Terminkontrakten über den Verkauf von eigenen Goldbeständen zuzuschreiben gewesen war

Geschäftsaufwand

Der Geschäftsaufwand (Anmerkung 28 zum Jahresabschluss) belief sich auf SZR 149,8 Mio., 2,0% mehr als im Vorjahr (SZR 146,9 Mio.). Die Verwaltungskosten vor Abschreibungen betrugen SZR 137,7 Mio., 3,1% mehr als im

⁴ Der Generaldirektor erhält zusätzlich zum Grundgehalt eine jährliche Repräsentationszulage und hat erhöhte Pensionsansprüche.

Vorjahr (SZR 133,6 Mio.). Der Abschreibungsaufwand sank von SZR 13,3 Mio. auf SZR 12,1 Mio.

Operativer Gewinn und sonstige Gewinnposten

Der operative Gewinn der Bank, der den Gewinn aus ihrem laufenden Geschäft widerspiegelt, betrug SZR 532,5 Mio. Verglichen mit SZR 426,5 Mio. im Geschäftsjahr 2005/06 entspricht dies einem Zuwachs von 24,9%.

Ein Nettoverlust von SZR 27,0 Mio. wurde im Geschäftsjahr mit der Veräußerung von Anlagepapieren verzeichnet. Dahinter standen eine Anpassung des Anlageportfolios der Bank an seine zugrundeliegende Benchmark und der Verkauf von Wertpapieren, die in einem Umfeld tieferer Zinsen erworben worden waren. Im Geschäftsjahr 2005/06 war mit der Veräußerung von Anlagepapieren ein Gewinn von SZR 58,2 Mio. erzielt worden.

Im Geschäftsjahr 2006/07 veräußerte die Bank 15 Tonnen ihrer eigenen Goldanlageaktiva (165 Tonnen am 31. März 2006) und realisierte damit einen Gewinn von SZR 133,9 Mio. Im Geschäftsjahr 2005/06 war mit der Veräußerung von ebenfalls 15 Tonnen eigenen Goldes ein tieferer Gewinn, nämlich SZR 114,5 Mio., erzielt worden.

Dividendenpolitik

Während des Geschäftsjahres 2005/06 überprüfte der Verwaltungsrat die Dividendenpolitik der BIZ. Dabei berücksichtigte er den Eigenkapitalbedarf der Bank sowie das Anliegen der BIZ-Aktionäre, eine angemessene und tragfähige Rendite ihrer Anlagen in BIZ-Aktien zu erzielen. Der Verwaltungsrat kam zu dem Schluss, dass die Praxis, die Dividende jedes Jahr um SZR 10 anzuheben, nach wie vor insgesamt mit diesen Faktoren im Einklang steht. Daraus ergab sich eine Erhöhung der Dividende von SZR 235 je Aktie im Geschäftsjahr 2004/05 auf SZR 245 im Geschäftsjahr 2005/06. Der Verwaltungsrat beschloss außerdem, die Dividendenpolitik künftig alle zwei bis drei Jahre zu überprüfen und veränderte Umstände gegebenenfalls zu berücksichtigen.

Der Verwaltungsrat schlägt vor, die Dividende für 2006/07 erneut um SZR 10 auf SZR 255 je Aktie zu erhöhen. Die nächste Überprüfung der Höhe der Dividende durch den Verwaltungsrat wird im Geschäftsjahr 2007/08 stattfinden.

Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von SZR 639,4 Mio. für das Geschäftsjahr 2006/07 wie folgt zu verwenden:

1. SZR 139,3 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 255 je Aktie
2. SZR 50,0 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds⁵

⁵ Der Allgemeine Reservefonds betrug am 31. März 2006 das Vierfache des eingezahlten Kapitals der Bank. Gemäß Artikel 51 der Statuten müssen 10% des Gewinns nach Zahlung der Dividende diesem Fonds zugewiesen werden, bis er das Fünffache des eingezahlten Kapitals erreicht hat.

3. SZR 6,0 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds
4. SZR 444,1 Mio., den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden

Wird dies von der Generalversammlung genehmigt, wird die Dividende am 2. Juli 2007 entsprechend den Weisungen der einzelnen Aktionäre in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken an die Aktionäre ausgezahlt, die am 31. März 2007 im Aktienregister der Bank eingetragen waren. Die vorgeschlagene Dividende von SZR 255 je Aktie für das Geschäftsjahr 2006/07 entspricht einem Anstieg von 4,1% gegenüber der Vorjahresdividende.

Die volle Dividende wird für 546 125 Aktien gezahlt. Insgesamt sind 547 125 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Am 31. März 2007 wurden davon 1 000 als eigene Aktien gehalten, nämlich die suspendierten Aktien der albanischen Ausgabe. Auf diese eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt.

Bericht der Buchprüfer

Der Jahresabschluss wurde von der Deloitte AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, dass er für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermittelt. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Jahresabschluss.

Verwaltungsrat

Jean-Pierre Roth, Zürich
Vorsitzender des Verwaltungsrats

Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main
Stellvertretender Vorsitzender

Ben S. Bernanke, Washington
David Dodge, Ottawa
Mario Draghi, Rom
Toshihiko Fukui, Tokio
Timothy F. Geithner, New York
Lord George, London
Stefan Ingves, Stockholm
Mervyn King, London
Christian Noyer, Paris
Guillermo Ortiz, Mexiko-Stadt
Guy Quaden, Brüssel
Fabrizio Saccomanni, Rom
Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main
Alfons Vicomte Verplaetse, Brüssel
Axel A. Weber, Frankfurt am Main
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam
Zhou Xiaochuan, Beijing

Stellvertreter

Giovanni Carosio oder Ignazio Visco, Rom
Donald L. Kohn oder Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet oder Jan Smets, Brüssel
Hermann Remsperger oder Wolfgang Mörke, Frankfurt am Main
Marc-Olivier Strauss-Kahn oder Michel Cardona, Paris
Paul Tucker oder Paul Fisher, London

Verwaltungsratskomitees

Konsultativkomitee
Revisionskomitee

unter dem Vorsitz von Hans Tietmeyer

Oberste Führungsebene

Malcolm D. Knight	Generaldirektor
Hervé Hannoun	Stellvertretender Generaldirektor
Peter Dittus	Generalsekretär, Leiter des Generalsekretariats
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Günter Pleines	Leiter der Bankabteilung
Daniel Lefort	Direktor des Rechtsdienstes
Már Gudmundsson	Stellvertretender Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jim Etherington	Stellvertretender Generalsekretär
Louis de Montpellier	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
Josef Tošovský	Vorsitzender, Institut für Finanzstabilität

Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene

Wie weiter oben erwähnt, wählte der Verwaltungsrat in seiner Sitzung vom Juni 2006 drei neue Mitglieder für eine Amtszeit von 3 Jahren, beginnend am 1. Juli 2006: Guillermo Ortiz, Gouverneur des Banco de México, Jean-Claude Trichet, Präsident der Europäischen Zentralbank, und Zhou Xiaochuan, Gouverneur der People's Bank of China.

In derselben Sitzung wurde Nout Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 30. Juni 2009 als Verwaltungsratsmitglied bestätigt.

In der Sitzung vom September 2006 wurden David Dodge, Gouverneur der Bank of Canada, und Toshihiko Fukui, Gouverneur der Bank of Japan, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 12. September 2009 als Verwaltungsratsmitglieder wiedergewählt.

Am 20. Juli 2006 erneuerte Ben Bernanke, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, das Mandat von Timothy Geithner, Präsident der Federal Reserve Bank of New York, als Mitglied des Verwaltungsrats für 3 Jahre bis zum 12. September 2009.

Im November 2006 trat Pierluigi Ciocca von seinem Amt als Stellvertretender Generaldirektor der Banca d'Italia zurück und schied aus dem

Verwaltungsrat aus. Am 7. November 2006 berief Mario Draghi, Gouverneur der Banca d'Italia, Fabrizio Saccomanni, Generaldirektor der Banca d'Italia, als Nachfolger von Pierluigi Ciocca für den Rest von dessen Amtsdauer, d.h. bis zum 22. Dezember 2008, in den Verwaltungsrat. Jean-Pierre Landau, Zweiter Stellvertretender Gouverneur der Banque de France, schied am Ende seiner Amtsdauer, am 27. November 2006, aus dem Verwaltungsrat aus.

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom März 2007 wurde Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 31. März 2010 als Mitglied des Verwaltungsrats bestätigt. Der guten Ordnung halber wurde die Amtszeit, für die Jean-Pierre Roth zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats gewählt worden war, d.h. vom 1. März 2006 bis zum 28. Februar 2009, in derselben Sitzung bestätigt.

Axel Weber, Präsident der Deutschen Bundesbank, ernannte mit Wirkung vom Juni 2006 Hermann Remsperger anstelle von Jürgen Stark zu seinem ersten Stellvertreter. Ben Bernanke, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, ernannte mit Wirkung vom Juli 2006 Donald Kohn anstelle von Roger Ferguson zu seinem ersten Stellvertreter.

In der obersten Führungsebene der BIZ gab es keine Änderungen.

Mitgliedszentralbanken der BIZ⁶

Banque d'Algérie	Lietuvos Bankas (Litauen)
Banco Central de la República Argentina	Bank Negara Malaysia
Reserve Bank of Australia	Narodna Banka na Republika Makedonija
Banque Nationale de Belgique	Banco de México
Centralna banka Bosne i Hercegovine	De Nederlandsche Bank
Banco Central do Brasil	Reserve Bank of New Zealand
Bulgarian National Bank	Norges Bank (Norwegen)
Banco Central de Chile	Oesterreichische Nationalbank
People's Bank of China	Bangko Sentral ng Pilipinas (Philippinen)
Danmarks Nationalbank	Narodowy Bank Polski (Polen)
Deutsche Bundesbank	Banco de Portugal
Eesti Pank (Estland)	Banca Natională 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)
Bank Indonesia	Banka Slovenije (Slowenien)
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Banco de España
Sedlabanki Islands	South African Reserve Bank (Südafrika)
Bank of Israel	Bank of Thailand
Banca d'Italia	Ceská národní banka (Tschechische Republik)
Bank of Japan	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi
Bank of Canada	Magyar Nemzeti Bank (Ungarn)
Bank of Korea	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
Hrvatska narodna banka (Kroatien)	Bank of England
Latvijas Banka (Lettland)	

⁶ Gemäß Artikel 15 der Statuten können sich nur Zentralbanken am Kapital der Bank beteiligen. Die Rechtslage der jugoslawischen Ausgabe des Aktienkapitals der BIZ wird derzeit überprüft, nachdem die Bundesrepublik Jugoslawien durch die Verfassungsänderungen vom Februar 2003 in die Union Serbien und Montenegro mit zwei getrennten Zentralbanken umgewandelt wurde und die Republik Montenegro im Mai 2006 ihre Unabhängigkeit von der Union erklärt hat.

Jahresabschluss

vom 31. März 2007

Der Jahresabschluss für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr auf den Seiten 218 bis 250 wurde am 7. Mai 2007 verabschiedet. Er wird in einer Form vorgelegt, die gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank vom Verwaltungsrat vorgegeben wurde, und steht unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch die Aktionäre bei der ordentlichen Generalversammlung vom 24. Juni 2007.

Der Jahresabschluss einschließlich der dazugehörigen Anmerkungen wurde in englischer Sprache erstellt. In Zweifelsfällen wird auf die englische Fassung verwiesen.

Jean-Pierre Roth
Vorsitzender

Malcolm D. Knight
Generaldirektor

Bilanz

vom 31. März 2007

Mio. SZR	Anmerkung	2007	2006
Aktiva			
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	5	92,4	33,0
Gold und Goldeinlagen	6	15 457,6	11 348,0
Schatzwechsel	7	43 159,3	47 311,9
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	7	61 193,5	19 519,2
Terminguthaben und Kredite an Banken	8	91 266,0	87 898,5
Staats- und andere Wertpapiere	7	52 244,0	44 436,4
Derivative Finanzinstrumente	9	1 850,8	1 956,0
Kurzfristige Forderungen	10	5 473,6	7 444,7
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	11	188,0	188,4
Aktiva insgesamt		270 925,2	220 136,1
Passiva			
Währungseinlagen	12	221 790,1	185 991,5
Goldeinlagen	13	13 134,9	9 235,6
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	14	1 062,5	1 222,4
Derivative Finanzinstrumente	9	2 816,2	2 674,9
Kurzfristige Verbindlichkeiten	15	19 584,1	9 251,3
Sonstige Verbindlichkeiten	16	373,8	169,4
Passiva insgesamt		258 761,6	208 545,1
Eigenkapital			
Aktienkapital	17	683,9	683,9
Statutarische Reserven	18	9 538,5	9 071,7
Gewinn- und Verlustrechnung		639,4	599,2
Abzüglich: Eigene Aktien	20	(1,7)	(1,7)
Sonstige Eigenkapitalposten	21	1 303,5	1 237,9
Eigenkapital insgesamt		12 163,6	11 591,0
Passiva und Eigenkapital insgesamt		270 925,2	220 136,1

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr

Mio. SZR	Anmerkung	2007	2006
Zinsertrag	23	8 858,0	6 239,1
Zinsaufwand	24	(8 241,2)	(5 569,1)
Bewertungsänderungen netto	25	63,3	(74,1)
Nettozinsertrag		680,1	595,9
Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen	26	1,3	2,7
Nettodevisengewinn/(-verlust)	27	0,9	(25,2)
Geschäftsertrag insgesamt		682,3	573,4
Geschäftsaufwand	28	(149,8)	(146,9)
Operativer Gewinn		532,5	426,5
Netto(verlust)/-gewinn aus Veräußerung von zur Veräußerung verfügbaren Wertpapieren	29	(27,0)	58,2
Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva	30	133,9	114,5
Reingewinn für das Geschäftsjahr		639,4	599,2
Unverwässertes und verwässertes Ergebnis je Aktie (SZR je Aktie)	31	1 170,8	1 108,5

Mittelflussrechnung

für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr

Mio. SZR	Anmerkung	2007	2006
Mittelfluss aus/(eingesetzt in) der operativen Tätigkeit			
Operativer Gewinn		532,5	426,5
Nicht zahlungswirksame Positionen im operativen Gewinn			
Abschreibungen auf Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	11	12,0	13,3
Nettoveränderung der operativen Aktiva und Passiva			
Ergebniswirksame Währungseinlagen (Passiva)		36 225,6	23 216,8
Bankgeschäftsaktiva in Währungen		(39 242,3)	(30 719,4)
Sicht- und Kündigungseinlagekonten (Passiva)		2 106,3	8 515,2
Goldeinlagen (Passiva)		3 899,3	2 124,8
Gold und Goldeinlagen – Bankgeschäftsaktiva		(4 063,0)	(2 118,0)
Kurzfristige Forderungen		(15,8)	0,3
Sonstige Passiva/kurzfristige Verbindlichkeiten		205,6	19,6
Derivative Finanzinstrumente netto		246,4	(533,7)
Nettomittelfluss aus/(eingesetzt in) der operativen Tätigkeit		(93,4)	945,4
Mittelfluss aus/(eingesetzt in) der Anlagetätigkeit			
Nettoveränderung der zur Veräußerung verfügbaren Anlageaktiva in Währungen	7B	105,5	(1 676,9)
Nettoveränderung der ergebniswirksamen Anlageaktiva in Währungen		(548,9)	–
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		(159,9)	63,0
Nettoveränderung der Goldanlageaktiva	6B	208,4	187,9
Nettokäufe von Grundstücken, Gebäuden und Geschäftsausstattung	11	(11,6)	(12,6)
Nettomittelfluss aus/(eingesetzt in) der Anlagetätigkeit		(406,5)	(1 438,6)
Mittelfluss aus/(eingesetzt in) der Finanzierungstätigkeit			
Gezahlte Dividenden		(132,4)	(114,4)
Wiederveräußerung eigener Aktien		–	468,2
Im Jahr 2001 zurückgenommene Aktien – Zahlungen an ehemalige Aktionäre	16	(1,3)	(1,5)
Nettomittelfluss aus/(eingesetzt in) der Finanzierungstätigkeit		(133,7)	352,3
Nettomittelfluss insgesamt		(633,6)	(140,9)
Nettoeffekte von Wechselkursveränderungen auf Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente			
		(85,8)	108,0
Nettoveränderung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente			
		(547,8)	(248,9)
Nettozunahme/(-abnahme) der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		(633,6)	(140,9)
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zu Beginn des Geschäftsjahres		2 864,6	3 005,5
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente am Ende des Geschäftsjahres		2 231,0	2 864,6

Vorgeschlagene Gewinnverwendung

für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	2007
Reingewinn für das Geschäftsjahr		639,4
Zuweisung an den Gesetzlichen Reservefonds	18	–
Vorgeschlagene Dividende		
SZR 255 je Aktie für 546 125 Aktien		139,3
Vorgeschlagene Zuweisungen an die Reserven		
Allgemeiner Reservefonds	18	50,0
Besonderer Dividenden-Reservefonds	18	6,0
Freier Reservefonds	18	444,1
Saldo nach Zuweisungen an die Reserven		–

Die vorgeschlagene Gewinnverwendung entspricht Artikel 51 der Statuten der Bank.

Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank

für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung					2007
		Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	Statutarische Reserven insgesamt
Stand am 31. März 2006		68,3	2 913,1	136,0	5 954,3	9 071,7
Verwendung des Gewinns 2005/06	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
Stand am 31. März 2007 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung		68,3	2 959,8	142,0	6 368,4	9 538,5
Vorgeschlagene Zuweisungen an die Reserven	18	–	50,0	6,0	444,1	500,1
Stand am 31. März 2007 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung		68,3	3 009,8	148,0	6 812,5	10 038,6

Veränderungen des Eigenkapitals der Bank

für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	Aktien- kapital	Statuta- rische Reserven	Gewinn und Verlust	Eigene Aktien	Sonstige Eigen- kapital- posten	Eigen- kapital insgesamt
Eigenkapital am 31. März 2005		683,9	8 743,2	370,9	(396,2)	851,5	10 253,3
Ertrag							
Reingewinn 2005/06		–	–	599,2	–	–	599,2
Bewertungsänderungen bei Goldanlageaktiva netto	21B	–	–	–	–	582,9	582,9
Bewertungsänderungen bei zur Veräußerung verfügbaren Wertpapieren netto	21A	–	–	–	–	(196,5)	(196,5)
Erfasster Ertrag insgesamt		–	–	599,2	–	386,4	985,6
Zahlung der Dividende 2004/05		–	–	(114,4)	–	–	(114,4)
Verwendung des Gewinns 2004/05		–	256,5	(256,5)	–	–	–
Wiederveräußerung eigener Aktien	20	–	72,0	–	396,2	–	468,2
Umbuchung eines Kredits an ein Konsortium von Zentralbanken	20	–	–	–	(1,7)	–	(1,7)
Eigenkapital am 31. März 2006		683,9	9 071,7	599,2	(1,7)	1 237,9	11 591,0
Ertrag							
Reingewinn 2006/07		–	–	639,4	–	–	639,4
Bewertungsänderungen bei Goldanlageaktiva netto	21B	–	–	–	–	41,8	41,8
Bewertungsänderungen bei zur Veräußerung verfügbaren Wertpapieren netto	21A	–	–	–	–	23,8	23,8
Erfasster Ertrag insgesamt		–	–	639,4	–	65,6	705,0
Zahlung der Dividende 2005/06		–	–	(132,4)	–	–	(132,4)
Verwendung des Gewinns 2005/06		–	466,8	(466,8)	–	–	–
Eigenkapital am 31. März 2007 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung		683,9	9 538,5	639,4	(1,7)	1 303,5	12 163,6
Vorgeschlagene Dividende		–	–	(139,3)	–	–	(139,3)
Vorgeschlagene Zuweisungen an die Reserven		–	500,1	(500,1)	–	–	–
Eigenkapital am 31. März 2007 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung		683,9	10 038,6	–	(1,7)	1 303,5	12 024,3

Per 31. März 2007 sind in den statutarischen Reserven Aktienagios in Höhe von SZR 811,7 Mio. enthalten (31. März 2006: SZR 811,7 Mio.).

Anmerkungen zum Jahresabschluss

1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, „die Bank“) ist eine internationale Finanzorganisation, die entsprechend dem Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 sowie ihrem Grundgesetz und ihren Statuten gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz am Centralbahnplatz 2, 4002 Basel, Schweiz. Die Bank unterhält je eine Repräsentanz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China (für den Asien-Pazifik-Raum) und in Mexiko-Stadt, Mexiko (für den amerikanischen Kontinent).

Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ, die Zusammenarbeit unter den Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 55 Zentralbanken Mitglieder der Bank. Die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung werden im Verhältnis zu der Anzahl der im jeweiligen Land begebenen BIZ-Aktien ausgeübt. Dem Verwaltungsrat der Bank gehören die Präsidenten der Gründerzentralbanken der BIZ an, d.h. derjenigen von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, den USA und dem Vereinigten Königreich, die ihrerseits je ein weiteres Verwaltungsratsmitglied berufen, die Präsidenten der Zentralbanken von China, Japan, Kanada, Mexiko, den Niederlanden, Schweden und der Schweiz sowie der Präsident der Europäischen Zentralbank.

Der vorliegende Jahresabschluss enthält auch die nach Artikel 49 der Statuten der Bank erforderliche Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung.

2. Wesentliche Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden

Die nachfolgend dargelegten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden gelten, wenn nicht anders angegeben, für beide dargestellten Geschäftsjahre.

A. Umfang des Jahresabschlusses

Dieser Jahresabschluss enthält sämtliche Aktiva und Passiva, die von der Bank kontrolliert werden und bei denen der wirtschaftliche Nutzen sowie Rechte und Pflichten überwiegend bei der Bank liegen.

Aktiva und Passiva im Namen der Bank, die von ihr jedoch nicht kontrolliert werden, sind in diesem Jahresabschluss nicht berücksichtigt. Angaben zu außerbilanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten finden sich in Anmerkung 35.

B. Funktional- und Darstellungswährung

Die Funktional- und Darstellungswährung der Bank ist das Sonderziehungsrecht (SZR), wie es vom Internationalen Währungsfonds (IWF) definiert wird.

Das SZR wird anhand eines Korbs der wichtigsten handelbaren Währungen berechnet; ihm liegt die Regel O-1 zugrunde, wie sie vom Exekutivrat des IWF am 30. Dezem-

ber 2005 verabschiedet wurde und am 1. Januar 2006 in Kraft trat. Nach derzeitiger Berechnung entspricht 1 SZR der Summe von USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 und GBP 0,0903. Vor dem 1. Januar 2006 entsprach 1 SZR der Summe von USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 und GBP 0,0984. Der Wert des SZR per 31. Dezember 2005 war nach dem alten und dem neuen Korb gleich; die geänderte Gewichtung der Währungen hatte keine nennenswerten Gewinne oder Verluste zur Folge. Der IWF überprüft die Zusammensetzung dieses Währungskorbs alle fünf Jahre, das nächste Mal im Dezember 2010.

Sämtliche im vorliegenden Jahresabschluss enthaltenen Zahlen beziehen sich auf Mio. SZR, sofern nicht anders angegeben.

C. Währungsumrechnung

Monetäre Aktiva und Passiva werden zum Wechselkurs des Bilanzstichtags in SZR umgerechnet. Andere Aktiva und Passiva werden zum Wechselkurs des Transaktionstags in SZR umgerechnet. Gewinne und Verluste werden zu einem Durchschnittskurs in SZR umgerechnet. Umrechnungsdifferenzen infolge der wiederholten Umrechnung von monetären Aktiva und Passiva sowie infolge der Abwicklung von Transaktionen werden als Nettodevisengewinne bzw. -verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

D. Klassifizierung von Finanzinstrumenten

Jedes Finanzinstrument wird, wenn es zum ersten Mal ausgewiesen wird, einer der folgenden Kategorien zugeordnet:

- Kredite und Forderungen
- Ergebniswirksam
- Zur Veräußerung verfügbar

Die Zuordnung hängt von Art und Zweck des Finanzinstruments ab, wie in Abschnitt E unten beschrieben.

Die jeweilige Klassifizierung des Finanzinstruments bestimmt die Bilanzierungsart, wie nachstehend beschrieben. Bei Finanzinstrumenten, die als „ergebniswirksam“ klassifiziert werden, ändert die Bank diese Zuordnung später nicht mehr.

E. Struktur der Aktiva und Passiva

Aktiva und Passiva sind in zwei Portfoliogruppen organisiert:

1. Bankgeschäftsportfolios

Diese umfassen Währungs- und Goldeinlagen (Passiva) sowie damit verbundene Bankgeschäftsaktiva und Derivate. Die Bank tätigt im Auftrag von Zentralbankkunden Bankgeschäfte in Devisen und Gold. In diesen Geschäften geht die Bank ein begrenztes Goldpreis-, Zinsänderungs- und Fremdwährungsrisiko ein.

Die Bank klassifiziert alle Finanzinstrumente in Währungen in den Bankgeschäftsportfolios (außer Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken, Kündigungskonten sowie Sicht-

und Kündigungseinlagekonten auf der Passivseite) als „ergebniswirksam“. Die Verwendung von Fair Values in den Währungsbankgeschäftsportfolios wird in Abschnitt I unten beschrieben.

Alle Finanzinstrumente in Gold in diesen Portfolios werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

2. Anlageportfolios

Diese umfassen Aktiva, Passiva und Derivate, die vorwiegend mit als Eigenkapital definierten Anlagen zusammenhängen.

Die Bank hält ihr Eigenkapital größtenteils in Finanzinstrumenten, die auf die Währungen des SZR-Korbs lauten. Sie werden unter Verwendung einer Anleihebenchmark mit fester Duration verwaltet.

Die betreffenden Währungsaktiva (außer Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken sowie Kündigungskonten) werden als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifiziert. Damit verbundene mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

Darüber hinaus hält die Bank einen Teil ihres Eigenkapitals in aktiver verwalteten Portfolios. Die Währungsaktiva in diesen Portfolios sind Handelsbestände, und sie werden daher als „ergebniswirksam“ klassifiziert.

Der Rest wird in Gold gehalten. Die eigenen Goldbestände der Bank werden als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifiziert.

F. Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken

Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken werden in der Bilanz zum Kapitalwert zuzüglich etwaiger aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

G. Kündigungskonten

Kündigungskonten sind kurzfristige monetäre Aktiva. Sie haben meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen und sind im Bilanzposten „Terminguthaben und Kredite an Banken“ enthalten.

Wegen ihres kurzfristigen Charakters werden diese Finanzinstrumente als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert. Sie werden in der Bilanz zum Kapitalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Die Zinsen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsertrag“ verbucht.

H. Sicht- und Kündigungseinlagekonten (Passiva)

Sicht- und Kündigungseinlagekonten sind kurzfristige monetäre Passiva. Sie haben meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen und sind im Bilanzposten „Währungseinlagen“ enthalten.

Wegen ihres kurzfristigen Charakters werden diese Finanzinstrumente als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert. Sie werden in der Bilanz zum Kapitalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Die Zinsen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsaufwand“ verbucht.

I. Verwendung von Fair Values in den Währungsbankgeschäftsportfolios

In ihren Bankgeschäften mit Währungen tritt die Bank für bestimmte Währungseinlageinstrumente als Marktmacher

auf. Aus diesem Grund realisiert sie auf diesen Passiva Gewinne oder Verluste.

Entsprechend den Risikomanagementgrundsätzen der Bank wird das mit diesen Geschäften verbundene Marktrisiko insgesamt auf Basis des Fair Value gesteuert, d.h. alle einschlägigen Aktiva, Passiva und Derivate werden in den Währungsbankgeschäftsportfolios zusammengefasst. Die realisierten und unrealisierten Gewinne bzw. Verluste aus Währungseinlagen der Passivseite werden somit weitgehend durch realisierte und unrealisierte Verluste bzw. Gewinne aus den damit verbundenen Währungsaktiva und Derivaten oder aus anderen Währungseinlagen auf der Passivseite ausgeglichen.

Um die Bilanzierungsunstimmigkeiten zu vermindern, die entstehen würden, wenn realisierte und unrealisierte Gewinne bzw. Verluste auf unterschiedlicher Basis ausgewiesen würden, klassifiziert die Bank die einschlägigen Aktiva, Passiva und Derivate in den Währungsbankgeschäftsportfolios als ergebniswirksame Instrumente.

J. Ergebniswirksame Währungseinlagen (Passiva)

Wie oben beschrieben werden alle Währungseinlagen auf der Passivseite mit Ausnahme der Sicht- und Kündigungseinlagekonten als „ergebniswirksam“ klassifiziert.

Diese Währungseinlagen werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden zahlbaren Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsaufwand“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Währungseinlagen neu zum Fair Value bewertet. Alle dabei entstehenden realisierten und unrealisierten Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

K. Ergebniswirksame Währungsaktiva

Die Währungsaktiva umfassen Schatzwechsel, mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere, Terminguthaben und Kredite an Banken sowie Staats- und andere Wertpapiere.

Wie oben beschrieben klassifiziert die Bank alle einschlägigen Aktiva in ihren Währungsbankgeschäftsportfolios als „ergebniswirksam“. Darüber hinaus hält die Bank bestimmte aktiv verwaltete Anlageportfolios. Die Währungsaktiva in diesen Portfolios sind Handelsbestände, und sie werden daher als „ergebniswirksam“ klassifiziert.

Diese Währungsaktiva werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsertrag“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Währungsaktiva neu zum Fair Value bewertet. Alle dabei entstehenden realisierten und unrealisierten Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

L. Zur Veräußerung verfügbare Währungsaktiva

Die Währungsaktiva umfassen Schatzwechsel, mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere, Termingut-

haben und Kredite an Banken sowie Staats- und andere Wertpapiere.

Wie oben beschrieben klassifiziert die Bank alle einschlägigen Aktiva in ihren Währungsanlageportfolios als „zur Veräußerung verfügbar“, mit Ausnahme der Aktiva, die in den aktiver verwalteten Anlageportfolios der Bank gehalten werden.

Diese Währungsaktiva werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsertrag“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Währungsaktiva neu zum Fair Value bewertet; unrealisierte Gewinne bzw. Verluste werden auf dem Wertpapierbewertungskonto verbucht, das in der Bilanz in „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist. Bei der Veräußerung realisierte Gewinne werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettogewinn aus Veräußerung von zur Veräußerung verfügbaren Wertpapieren“ verbucht.

M. Short-Positionen in Währungsaktiva

Short-Positionen in Währungsaktiva sind im Bilanzposten „Sonstige Verbindlichkeiten“ auf Basis des Handelsdatums zum Marktwert enthalten.

N. Gold

„Gold“ sind Goldbarren, die auf Sichtkonten gehalten werden. Gold wird von der Bank als Finanzinstrument angesehen.

Gold ist zum Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet). Käufe und Verkäufe von Gold werden auf Basis des Abwicklungsdatums bilanziert. Terminkäufe und -verkäufe von Gold werden bis zum Abwicklungsdatum als Derivate behandelt.

Die Behandlung realisierter und unrealisierter Gewinne bzw. Verluste aus Goldgeschäften wird in Abschnitt Q unten beschrieben.

O. Goldeinlagen (Aktiva)

Goldeinlagen auf der Aktivseite umfassen befristete Golddarlehen an Geschäftsbanken. Gold wird von der Bank als Finanzinstrument angesehen.

Diese Goldeinlagen werden auf Basis des Handelsdatums zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet), zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

Die Zinsen auf Goldeinlagen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsertrag“ verbucht. Die Behandlung realisierter und unrealisierter Gewinne bzw. Verluste aus Goldgeschäften wird in Abschnitt Q unten beschrieben.

P. Goldeinlagen (Passiva)

Goldeinlagen auf der Passivseite umfassen Gold-Sicht- und Termineinlagen von Zentralbanken. Gold wird von der Bank als Finanzinstrument angesehen, und die Goldeinlagen auf der Passivseite werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

Diese Goldeinlagen werden auf Basis des Handelsdatums zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet), zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

Die Zinsen auf Goldeinlagen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsaufwand“ verbucht. Die Behandlung realisierter und unrealisierter Gewinne bzw. Verluste aus Goldgeschäften wird in Abschnitt Q unten beschrieben.

Q. Realisierte und unrealisierte Gewinne bzw. Verluste aus Goldgeschäften

Die Behandlung realisierter und unrealisierter Gewinne bzw. Verluste aus Goldgeschäften hängt von ihrer Klassifizierung ab:

1. Bankgeschäftsportfolios mit Goldeinlagen auf der Passivseite und damit verbundenen Gold-Bankgeschäftsaktiva

Die Bank klassifiziert alle Finanzinstrumente in Gold in ihren Bankgeschäftsportfolios als „Kredite und Forderungen“.

Der Nettogewinn bzw. -verlust aus diesen Goldtransaktionen wird in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettodevisengewinn/(-verlust)“ verbucht.

Der Nettogewinn bzw. -verlust aus der erneuten Umrechnung der Goldnettoposition in den Bankgeschäftsportfolios wird in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettodevisengewinn/(-verlust)“ verbucht.

2. Anlageportfolios mit Goldanlageaktiva

Die eigenen Goldbestände der Bank werden als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifiziert und verbucht.

Unrealisierte Gewinne bzw. Verluste der Goldanlageaktiva der Bank gegenüber der neu als Einstandswert erachteten Basis werden auf dem Goldbewertungskonto verbucht, das in der Bilanz in „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist.

Für die Goldanlageaktiva, die am 31. März 2003 bestanden (als die Bank ihre Funktional- und Darstellungswährung von Goldfranken in SZR änderte), beträgt dieser neue Einstandswert rund SZR 151 je Unze. Dies entspricht dem Wert von USD 208, der von 1979 bis 2003 aufgrund eines BIZ-Verwaltungsratsbeschlusses galt, umgerechnet zum Wechselkurs vom 31. März 2003.

Gewinne bzw. Verluste, die bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva realisiert werden, sind in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva“ verbucht.

R. Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere

Soweit diese Passiva mit der Verwaltung von ergebniswirksamen Währungsaktiva zusammenhängen, werden sie als ergebniswirksame Finanzinstrumente klassifiziert. Sind sie mit zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva verbunden, werden sie als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

Sie werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen werden unter „Zinsaufwand“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die als „ergebniswirksam“ klassifizierten Instrumente neu zum Fair Value bewertet. Die dabei entstehenden unrealisierten Gewinne

bzw. Verluste werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Bewertungsänderungen netto“ verbucht.

S. Derivate

Derivate werden entweder zur Steuerung des Marktrisikos der Bank oder für Handelszwecke eingesetzt. Sie werden als ergebniswirksame Finanzinstrumente klassifiziert.

Sie werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsertrag“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Derivate neu zum Fair Value bewertet. Alle dabei entstehenden realisierten und unrealisierten Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

Derivate werden bei für die Bank positivem Fair Value des Kontrakts auf der Aktivseite, bei für die Bank negativem Fair Value auf der Passivseite ausgewiesen.

T. Bewertungsgrundsätze

Wie in diesen Bewertungsgrundsätzen beschrieben weist die Bank ihre Finanzinstrumente in der Bilanz größtenteils zum Fair Value aus; Veränderungen des Fair Value fließen in der Regel in die Gewinn- und Verlustrechnung ein. Der Fair Value eines Finanzinstruments wird definiert als der Betrag, zu dem wohlinformierte, abschlussbereite Parteien es zu marktüblichen Bedingungen übernehmen könnten. Zentral bei diesem Bilanzierungsgrundsatz ist, wie die Bank den Fair Value von Finanzinstrumenten ermittelt.

Bei an aktiven Märkten notierten Finanzinstrumenten verwendet die Bank hierzu Marktnotierungen, die regelmäßig von Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt werden, wie Marktpreise, oder Zinssätze und Volatilitäten, die als Inputfaktoren in allgemein üblichen Bewertungsmethoden verwendet werden. Existiert kein aktiver Markt oder sind verlässliche und regelmäßig notierte Preise aus anderen Gründen nicht verfügbar, bestimmt die Bank den Fair Value anhand von Finanzmodellen mit einer Analyse der abgezinsten Barmittelströme, die sich auf Schätzungen der künftigen Barmittelströme, Zinssätze und Wechselkurse und der künftigen Geschwindigkeit vorzeitiger Tilgungen sowie auf Kredit-, Liquiditäts- und Volatilitätsfaktoren stützt.

Obwohl die Bestimmung des Fair Value in einigen Fällen ein erhebliches Maß an Schätzungen, Annahmen und Ermessen erfordert, sind die in der Bilanz ausgewiesenen Fair Values und die in die Gewinn- und Verlustrechnung eingeflossenen Veränderungen dieser Werte nach Überzeugung der Bank angemessen und entsprechen der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Lage.

U. Kurzfristige Forderungen und Verbindlichkeiten

Bei den kurzfristigen Forderungen und Verbindlichkeiten handelt es sich vorwiegend um sehr kurzfristige Positionen im Zusammenhang mit der Abwicklung von Finanzgeschäften. Sie werden zum Einstandswert bilanziert.

V. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

Die Kosten der Gebäude und der Geschäftsausstattung der

Bank werden kapitalisiert und linear über die geschätzte Nutzungsdauer dieser Aktiva wie folgt abgeschrieben:

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: bis 4 Jahre

Sonstige Sachanlagen: 4–10 Jahre

Die Grundstücke der Bank werden nicht abgeschrieben. Die Bank überprüft Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung jährlich auf Wertminderungen. Ist der Buchwert eines Aktivums höher als der geschätzte Verwertungserlös, wird der Wert auf den geschätzten Verwertungserlös abgeschrieben.

W. Rückstellungen

Rückstellungen werden ausgewiesen, wenn die Bank eine gegenwärtige rechtliche oder faktische Verpflichtung infolge von vor dem Bilanzstichtag eingetretenen Ereignissen hat, zu deren Erfüllung vermutlich ökonomische Ressourcen benötigt werden, sofern der Betrag der Verpflichtung verlässlich geschätzt werden kann. Die Höhe zu bildender Rückstellungen wird anhand von bestmöglichen Schätzungen und von Annahmen festgelegt.

X. Vorsorgeverpflichtungen

Die Bank führt drei Vorsorgeeinrichtungen: ein Pensionsystem für das Personal, einen Pensionsplan für die Verwaltungsratsmitglieder und eine Kranken- und Unfallversicherung für derzeitige und ehemalige Personalmitglieder. Alle Einrichtungen werden jährlich von unabhängigen Aktuarien neu bewertet.

Pensionssystem des Personals

Die Bank betreibt für ihr Personal ein leistungsorientiertes Pensionssystem, dessen Leistungen auf dem zuletzt bezogenen Gehalt basieren. Es beruht auf einem Fonds ohne eigene Rechtspersönlichkeit, aus dem die Leistungen gezahlt werden. Die Aktiva des Fonds werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem System angeschlossen sind. Die Bank trägt die letztliche Haftung für alle gemäß dem System geschuldeten Leistungen.

Die Verbindlichkeit aus dem Pensionssystem des Personals basiert auf dem Barwert der nach dem Leistungsprimat ermittelten Verpflichtung zum Bilanzstichtag, abzüglich des Fair Value des Fondsvermögens zum Bilanzstichtag sowie bereinigt um nicht erfasste versicherungsmathematische Gewinne und Verluste und den nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwand. Der Umfang dieser nach dem Leistungsprimat ermittelten Verpflichtung wird mithilfe der Anwartschaftsbarwertmethode berechnet, der Barwert anhand der geschätzten zukünftigen Mittelabflüsse. Die Mittelflüsse werden zu einem Satz abgezinst, den die Bank anhand der Markttrenditen von Schweizer-Franken-Unternehmensanleihen mit hohem Rating und mit ähnlichen Restlaufzeiten wie die entsprechende Verbindlichkeit bestimmt.

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Betrag entspricht der Summe des laufenden Dienstzeitaufwands der im entsprechenden Jahr angefallenen Leistungen des Systems und der Verzinsung zum Diskontierungssatz der

Verpflichtung nach Leistungsprimat. Außerdem werden die versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste aufgrund von Erfahrungswertanpassungen (wenn das tatsächliche Ergebnis von den vorherigen versicherungsmathematischen Annahmen abweicht), Änderungen der versicherungsmathematischen Annahmen und Änderungen des Pensionsregulativs während der Dienstzeit der betreffenden Personalmitglieder entsprechend dem nachstehend beschriebenen „Korridor“-Konzept in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. Die entsprechende Verbindlichkeit ist im Bilanzposten „Sonstige Verbindlichkeiten“ enthalten.

Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder

Die Bank unterhält für die Verwaltungsratsmitglieder einen Pensionsplan mit Leistungsprimat ohne Fondsvermögen. Die Berechnungsgrundlagen für die Verbindlichkeit, die Verpflichtung nach Leistungsprimat und den in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchten Betrag in Bezug auf den Pensionsplan des Verwaltungsrats sind ähnlich wie diejenigen für das Pensionssystem des Personals.

Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand

Die Bank unterhält für ihre Personalmitglieder im Ruhestand ein Kranken- und Unfallversicherungssystem ohne Fondsvermögen. Die Berechnungsgrundlagen für die Verbindlichkeit, die Leistungsverpflichtung und den in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchten Betrag in Bezug auf das Kranken- und Unfallversicherungssystem sind ähnlich wie diejenigen für das Pensionssystem des Personals.

„Korridor“-Konzept

Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste entstehen durch Erfahrungswertanpassungen (wenn das tatsächliche Ergebnis von den vorherigen versicherungsmathematischen Annahmen abweicht), Änderungen der versicherungsmathematischen Annahmen und Änderungen des Pensionsregulativs. Wenn die kumulierten nicht ausgewiesenen versicherungsmathematischen Gewinne bzw. Verluste die Leistungsverpflichtung oder das entsprechende Deckungsvermögen (je nachdem, welches höher ist) um mehr als 10% überschreiten, wird die über den Korridor von 10% hinausgehende Unterdeckung über die erwartete verbleibende Dienstzeit der betreffenden Personalmitglieder amortisiert.

Y. Mittelflussrechnung

Die Mittelflussrechnung der Bank wird mithilfe einer indirekten Methode erstellt. Sie beruht auf den Bewegungen in der Bilanz der Bank, bereinigt um Veränderungen bei den Finanzgeschäften vor Abwicklung.

Die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente umfassen Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken sowie Kündigungskonten; Letztere sind sehr kurzfristige Finanzaktiva, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben.

3. Verwendung von Schätzungen

Beim Erstellen des Jahresabschlusses muss die Geschäftsleitung der Bank teilweise Schätzungen vornehmen, um zu den ausgewiesenen Beträgen der Aktiva und Passiva, der

Offenlegung von Eventualforderungen und -verbindlichkeiten zum Bilanzstichtag sowie den ausgewiesenen Beträgen von Aufwand und Ertrag im Geschäftsjahr zu gelangen. Sie stützt sich dabei auf verfügbare Informationen, ihr Urteilsvermögen und eigene Annahmen.

Urteilsvermögen ist sowohl bei der Festlegung als auch bei der Anwendung der Bilanzierungsgrundsätze der Bank erforderlich. Wie dieses Urteilsvermögen bei der Klassifizierung und Bewertung von Finanzinstrumenten eingesetzt wird, ist für die Erstellung dieses Jahresabschlusses von wesentlicher Bedeutung.

Zu den Annahmen gehören zukunftsgerichtete Schätzungen, z.B. bei der Bewertung von Aktiva und Passiva sowie bei der Einschätzung der Vorsorgeverpflichtungen und der Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten.

Die späteren tatsächlichen Ergebnisse können erheblich von den Schätzungen abweichen.

4. Eigenkapital und Risikomanagement

A. Risiken, denen die Bank ausgesetzt ist

Die Bank ist folgenden Risiken ausgesetzt:

Kreditrisiko – das Risiko eines finanziellen Verlusts, wenn eine Gegenpartei ihre Schulden nicht termingemäß bedient. Dies ist das größte Risiko, dem die Bank ausgesetzt ist.

Marktrisiko – das Risiko eines Rückgangs des Gesamtwerts von Aktiva und Passiva der Bank infolge von Veränderungen von Marktvariablen wie Zinssätzen, Wechselkursen und Goldpreisen.

Liquiditätsrisiko – das Risiko, Zahlungsverpflichtungen bei Fälligkeit nicht erfüllen zu können, ohne inakzeptable Verluste zu erleiden.

Operationelles Risiko – das Risiko, dass der Bank durch Mitarbeiter, durch versagende oder unzulängliche Abläufe bzw. Systeme oder durch externe Ereignisse finanzielle Verluste und/oder Reputationsschäden entstehen.

B. Risikomanagement der Bank

Organisationsstruktur

Die Bank wird so geführt, dass sie ihre Aufgabe, Dienstleistungen für Zentralbanken zu erbringen, erfüllen kann und gleichzeitig eine angemessene Rendite erzielt, um ihre solide Eigenkapitalbasis zu halten.

Für ihr Risikomanagement hat die Bank ein unabhängiges Risikocontrolling mit regelmäßigen Risikoberichten an die zuständigen Managementausschüsse geschaffen. Risikomanagementverfahren und Risikopolitik der Bank sind in einem ausführlichen „Risk Manual“ dokumentiert, das regelmäßig aktualisiert wird.

Finanzwesen und Rechtsdienst ergänzen das Risikocontrolling. Das Finanzwesen hat die Aufgabe, die Finanzausweise der Bank zu erstellen und ihre Ausgaben durch Aufstellen und Überwachen des Jahresbudgets zu kontrollieren. Der Rechtsdienst gibt bei vielfältigen Fragen im Zusammenhang mit der Tätigkeit der Bank Rat und Unterstützung aus juristischer Perspektive.

Die Compliance-Stelle der Bank hat die Aufgabe, hinreichend sicherzustellen, dass die Tätigkeit der BIZ und

ihres Personals im Einklang steht mit anwendbaren Gesetzen und Verordnungen, den BIZ-Statuten, dem Verhaltenskodex der Bank, sonstigen internen Vorschriften und Grundsätzen sowie einschlägigen Best-Practice-Standards. Die Compliance-Stelle identifiziert und beurteilt Compliance-Risiken und sensibilisiert die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter für Compliance-Fragen. Sie übt ferner eine Überwachungs- und Berichts- sowie – in Zusammenarbeit mit dem Rechtsdienst – eine Beratungsfunktion aus.

Die Interne Revision überprüft die bankinternen Kontrollverfahren und berichtet darüber, inwieweit sie mit internen Standards und Best-Practice-Richtlinien des Finanzsektors im Einklang stehen. Zur Internen Revision gehört auch die Überprüfung der Risikomanagementverfahren, der internen Kontrollsysteme, der Informationssysteme und der Führungsabläufe. Die Interne Revision ist unmittelbar dem Generaldirektor und dem Stellvertretenden Generaldirektor unterstellt.

Der Stellvertretende Generaldirektor ist für das Risikocontrolling und die Compliance der Bank verantwortlich.

Die Leiter der Compliance-Stelle und der Internen Revision erstatten darüber hinaus regelmäßig dem Revisionskomitee des Verwaltungsrats Bericht.

Risikomanagementverfahren

Für die Bewertung ihrer Finanzinstrumente und die Messung des Risikos für ihren Reingewinn und ihr Eigenkapital bedient sich die Bank einer ganzen Reihe quantitativer Verfahren. Diese überprüft sie mit Blick auf das sich wandelnde Risikoumfeld und die Weiterentwicklung der Best-Practice-Richtlinien.

Ein zentrales Element der quantitativen Risikomanagementverfahren der Bank ist das ökonomische Kapital. Es ist eine Messgröße zur Schätzung des Betrags an Eigenkapital, der erforderlich ist, um potenzielle Verluste aus den an jedem beliebigen Tag bestehenden Engagements zu absorbieren. Dabei wird ein statistisches Konfidenzniveau angelegt, das dem Bestreben der Bank Rechnung trägt, ihre Bonität auf höchstem Niveau zu halten. Viele interne Limits und Berichte der Bank beziehen sich auf das eingesetzte ökonomische Kapital. Die Bank berechnet das ökonomische Kapital für das Kreditrisiko, das Marktrisiko und das operationelle Risiko.

Beim Kreditrisiko verwendet die Bank dabei ein internes Modell für den Value-at-Risk (VaR) eines Kreditportfolios, das auf ihren Einschätzungen der folgenden Größen beruht:

- Ausfallwahrscheinlichkeit der einzelnen Gegenparteien
- Verlustkorrelationen für die einzelnen Gegenparteien
- Verlust, den die Bank bei einem Ausfall wahrscheinlich erleiden würde

Die Messgröße des für das Marktrisiko erforderlichen ökonomischen Kapitals wird aus dem VaR-Verfahren der Bank abgeleitet. Näheres hierzu s. Abschnitt E weiter unten. Beim operationellen Risiko beruht die Messgröße für das erforderliche ökonomische Kapital auf einem Modell, das die entsprechenden Verlusterfahrungen der Bank und externe Verlustdaten einbezieht.

Die wesentlichen verwendeten Annahmen bei der Berechnung des ökonomischen Kapitals für das Kredit-, das Markt-

und das operationelle Risiko sind ein Zeithorizont von einem Jahr und ein Konfidenzniveau von 99,995%.

C. Angemessene Eigenkapitalausstattung

Die Bank wahrt eine solide Eigenkapitalausstattung, die mithilfe des Modells für das ökonomische Kapital und des Rahmenkonzepts der Basler Eigenkapitalvereinbarung vom Juli 1988 gemessen wird. Die folgende Tabelle stellt das Eigenkapital der Bank am 31. März 2007 dar.

31. März		
Mio. SZR	2007	2006
Aktienkapital	683,9	683,9
Statutarische Reserven	9 538,5	9 071,7
Abzüglich: Eigene Aktien	(1,7)	(1,7)
Kernkapital	10 220,7	9 753,9
Gewinn- und Verlustrechnung	639,4	599,2
Sonstige Eigenkapitalposten	1 303,5	1 237,9
Eigenkapital insgesamt	12 163,6	11 591,0

Die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung wird nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung anhand von Quoten beurteilt, bei denen das anrechenbare Kapital den risikogewichteten Aktiva gegenübergestellt wird. Die risikogewichteten Aktiva werden durch Anwendung einer Reihe von Risikogewichten (gemäß Basler Eigenkapitalvereinbarung) auf die Aktiva und die Derivate der Bank ermittelt. Wegen des Anteils von Staatspapieren (mit Risikogewicht null) an ihren Aktiva sind die Eigenkapitalquoten der Bank hoch. Die Kernkapitalquote der Bank betrug am 31. März 2007 29,9% (2006: 32,4%).

D. Kreditrisiko

Das Kreditrisiko umfasst folgende Risiken:

Ausfallrisiko – das Risiko, dass eine Gegenpartei ihren Verpflichtungen gemäß den vereinbarten Geschäftsbedingungen nicht nachkommt. Es besteht bei finanziellen Vermögenswerten und Derivaten sowie bei fest zugesagten Fazilitäten, die die Bank für Zentralbanken und internationale Organisationen bereitstellt.

Erfüllungsrisiko – das Risiko eines Scheiterns der Abwicklung oder des Clearing von Finanztransaktionen, wenn der Austausch von Zahlungsmitteln, Wertpapieren oder anderen Vermögenswerten nicht zeitgleich erfolgt.

Transferrisiko – das Risiko, dass eine Gegenpartei wegen eingeschränkter Zugangs zu Fremdwährungen nicht in der Lage ist, ihre Fremdwährungsverpflichtungen zu erfüllen.

Die Bank steuert ihr Kreditrisiko, indem sie Limits für den Umfang des Risikos festlegt, das für einen einzelnen Schuldner oder eine Gruppe von Schuldnern akzeptiert wird. Diese Risiken werden regelmäßig überwacht und mindestens einmal jährlich überprüft; wenn nötig, werden Anpassungen vorgenommen. Das wichtigste Kriterium bei der Überprüfung ist die Fähigkeit der Schuldner bzw. potenziellen Schuldner, ihre Verpflichtungen für Zins- und Tilgungszahlungen zu erfüllen. Die Limits für das Kreditrisiko

werden vom Management der Bank in einem vom Verwaltungsrat vorgegebenen Rahmen genehmigt.

Die Bank schließt Reverse Repos ab und nimmt außerdem Sicherheiten herein, um das Kreditrisiko bei derivativen Finanzinstrumenten zu mindern. Mit einigen Gegenparteien hat sie ferner bilaterale Aufrechnungsvereinbarungen abgeschlossen.

1. Ausfallrisiko

Die Bank kontrolliert ihr Ausfallrisiko auf der Ebene der Gegenpartei und auf Portfolioebene. Die eingegangenen Risiken werden mithilfe einer Reihe von Kreditlimits für die einzelnen Gegenparteien und Länder begrenzt. Die Bank führt eine eigene ausführliche, unabhängige Kreditanalyse durch, auf deren Grundlage sie interne Bonitätseinstufungen vergibt und Kreditlimits festlegt.

Das Ausfallrisiko in den Wertpapierbeständen der Bank wird durch den sehr liquiden Charakter der meisten Aktiva begrenzt. Wenn das Management der Bank zu dem Schluss kommt, dass eine Gegenpartei ein zu hohes Ausfallrisiko aufweist, werden die Wertpapiere abgestoßen.

Das Ausfallrisiko bei außerbörslichen Derivaten wird mithilfe von Besicherungsvereinbarungen gemindert. Am 31. März 2007 hielt die Bank G10-Staatspapiere im Nominalwert von SZR 26,2 Mio. als Sicherheit für außerbörsliche Derivate. Am 31. März 2006 hatte die Bank keine Sicherheiten für außerbörsliche Derivate gehalten.

Die Aktiva der Bank sind überwiegend in G10-Staatspapieren oder bei Finanzinstituten mit einem Rating von mindestens A angelegt. Wegen der begrenzten Zahl verfügbarer Anlagen hat die Bank erhebliche Gegenpartei-konzentrationen innerhalb dieser Sektoren.

In den nachstehenden Tabellen werden die Kreditrisiken nach Sektor und nach Rating dargestellt.

31. März		
Sektor	2007	2006
Prozent		
Staaten	31,3	34,1
Finanzinstitute	65,1	63,1
Sonstige	3,6	2,8
	100,0	100,0

31. März		
Interne Bonitätseinstufung BIZ (ausgedrückt als entsprechendes langfristiges Rating)	2007	2006
Prozent		
AAA	24,1	26,5
AA	53,8	54,7
A	21,8	18,5
BBB+ und tiefer (einschl. Risiken ohne Rating)	0,3	0,3
	100,0	100,0

2. Erfüllungsrisiko

Die Bank minimiert das Erfüllungsrisiko durch:

- Inanspruchnahme etablierter Clearingzentren
- Abwicklung der Transaktionen möglichst erst dann, wenn beide Parteien ihre Verpflichtungen erfüllt haben („Lieferung gegen Zahlung“)
- Nettozahlungsausgleich bei derivativen Finanzinstrumenten, soweit möglich
- Berechnung und Begrenzung des Erfüllungsrisikos für die einzelnen Gegenparteien
- Bei Devisengeschäften nach Möglichkeit Abschluss von Aufrechnungsvereinbarungen für den Fall, dass eine Gegenpartei die Gegenwährung nicht liefert

3. Transferrisiko

Die Bank nimmt die Berechnung des Transferrisikos und die entsprechende Limitfestlegung auf Länderbasis vor.

E. Marktrisiko

Die wichtigsten Komponenten des Marktrisikos der Bank sind das Goldpreisrisiko, das Fremdwährungsrisiko und das Zinsänderungsrisiko. Marktrisiken entstehen der Bank hauptsächlich im Zusammenhang mit der Anlage ihres Eigenkapitals. Die Bank misst das Marktrisiko auf der Basis des VaR-Verfahrens und durch Berechnung der Sensitivität gegenüber bestimmten Marktrisikofaktoren. Der VaR drückt die statistische Schätzung des höchstmöglichen Verlusts – unter Annahme eines vorgegebenen Zeithorizonts und mit einem bestimmten Konfidenzniveau – für das aktuelle Portfolio aus.

Das zur Unterlegung des Marktrisikos erforderliche ökonomische Kapital wird für das gesamte Marktrisiko aggregiert gemessen und gesteuert. Das Management der Bank limitiert das für das Marktrisiko einzusetzende ökonomische Kapital in einem vom Verwaltungsrat vorgegebenen Rahmen.

Alle VaR-Modelle sind zwar zukunftsgerichtet, beruhen aber auf historischen Daten und hängen von der Qualität der verfügbaren Marktdaten ab. Die VaR-Limits werden durch ein System weiterer Limits und Berichtsverfahren ergänzt. Dazu gehören u.a. spezifische Stresstests und eine genaue Überwachung der höchsten Marktrisikopositionen.

1. Goldpreisrisiko

Das Goldpreisrisiko ist der potenzielle Effekt von Veränderungen des SZR-Goldpreises auf den Fair Value von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Goldpreisrisiko hauptsächlich durch ihre eigenen Goldanlageaktiva (150 Tonnen; 2006: 165 Tonnen) ausgesetzt. Dieses Gold wird in Verwahrung gehalten oder als Einlage bei Geschäftsbanken hinterlegt. Am 31. März 2007 betrug die Goldposition der Bank SZR 2 115,2 Mio. (2006: SZR 2 145,6 Mio.), rund 17% ihres Eigenkapitals (2006: 19%). Die Bank kann dem Goldpreisrisiko ferner in geringem Umfang durch ihre Bankgeschäfte mit Zentral- und Geschäftsbanken ausgesetzt sein. Das Goldpreisrisiko wird im Rahmen der Berechnungen des ökonomischen Kapitals für das gesamte Marktrisiko gemessen.

2. Fremdwährungsrisiko

Das Fremdwährungsrisiko ist der potenzielle Effekt von Wechselkursänderungen auf den Fair Value von Aktiva und

Passiva. Die Bank ist dem Fremdwährungsrisiko hauptsächlich im Zusammenhang mit der Anlage ihres Eigenkapitals ausgesetzt. Darüber hinaus geht sie bei der Verwaltung von Kundeneinlagen und in ihrer Funktion als Intermediär in Devisengeschäften zwischen Zentral- und Geschäftsbanken Fremdwährungsrisiken ein. Die Bank verringert ihre Fremdwährungsrisiken, indem sie ihr Eigenkapital in Relation zur Zusammensetzung des SZR-Korbs in die Währungen des Korbs investiert und regelmäßig anpasst und bei der Verwaltung von Kundeneinlagen und bei Devisengeschäften nur geringe Risikopositionen zulässt.

Die Funktionalwährung der Bank, das SZR, ist eine Korbwährung, die sich aus festen Beträgen in USD, EUR, JPY und GBP zusammensetzt. Die nachstehenden Tabellen zeigen die tatsächliche Zusammensetzung der Aktiva und Passiva der Bank in Währungen und Gold. Die in den Tabellen ausgewiesene Nettoposition in Währungen und Gold schließt somit die Goldanlageaktiva der Bank ein. Um das Nettowährungsrisiko der Bank zu ermitteln, muss eine Bereinigung um die Goldpositionen vorgenommen werden. Die SZR-neutrale Position wird danach von der Nettowährungsposition ohne Gold abgezogen, was das Nettowährungsrisiko der Bank auf SZR-neutraler Basis ergibt.

31. März 2007

Mio. SZR	SZR	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Sonstige Gold	Währungen	Insgesamt
Aktiva									
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	–	10,0	56,0	1,1	–	2,5	–	22,8	92,4
Gold und Goldeinlagen	–	–	–	–	–	–	15 434,3	23,3	15 457,6
Schatzwechsel	–	2 658,4	22 479,5	–	18 021,4	–	–	–	43 159,3
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	–	1 087,3	54 239,3	5 594,8	272,1	–	–	–	61 193,5
Terminguthaben und Kredite an Banken	73,4	72 868,7	727,3	15 423,5	2,8	936,6	–	1 233,7	91 266,0
Staats- und andere Wertpapiere	–	18 185,0	23 361,5	3 476,6	1 993,2	61,6	–	5 166,1	52 244,0
Kurzfristige Forderungen	–	4 657,2	213,6	458,7	28,0	115,8	–	0,3	5 473,6
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	188,0	–	–	–	–	–	–	–	188,0
Insgesamt	261,4	99 466,6	101 077,2	24 954,7	20 317,5	1 116,5	15 434,3	6 446,2	269 074,4
Passiva									
Währungseinlagen	(2 006,3)	(138 437,4)	(46 371,0)	(22 780,9)	(3 381,3)	(1 068,0)	–	(7 745,2)	(221 790,1)
Goldeinlagen	–	(12,8)	–	–	–	–	(13 122,1)	–	(13 134,9)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	–	(889,2)	(173,3)	–	–	–	–	–	(1 062,5)
Kurzfristige Verbindlichkeiten	–	(1 118,8)	(17 772,5)	(132,2)	(280,6)	–	(182,7)	(97,3)	(19 584,1)
Sonstige Verbindlichkeiten	–	(145,0)	(48,5)	–	–	(173,2)	–	(7,1)	(373,8)
Insgesamt	(2 006,3)	(140 603,2)	(64 365,3)	(22 913,1)	(3 661,9)	(1 241,2)	(13 304,8)	(7 849,6)	(255 945,4)
Derivative Finanzinstrumente netto	118,5	46 085,7	(32 431,4)	(728,0)	(15 366,2)	(40,5)	(14,3)	1 410,8	(965,4)
Währungs- und Goldposition netto	(1 626,4)	4 949,1	4 280,5	1 313,6	1 289,4	(165,2)	2 115,2	7,4	12 163,6
Bereinigung um Goldanlageaktiva	–	–	–	–	–	–	(2 115,2)	–	(2 115,2)
Währungsposition netto	(1 626,4)	4 949,1	4 280,5	1 313,6	1 289,4	(165,2)	–	7,4	10 048,4
SZR-neutrale Position	1 626,4	(4 870,0)	(4 227,3)	(1 370,6)	(1 206,9)	–	–	–	(10 048,4)
Währungsrisiko netto auf SZR-neutraler Basis	–	79,1	53,2	(57,0)	82,5	(165,2)	–	7,4	–

31. März 2006

<i>Mio. SZR</i>	SZR	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Sonstige Gold Währungen	Insgesamt
Aktiva								
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	–	5,7	7,3	0,3	–	2,7	– 17,0	33,0
Gold und Goldeinlagen	–	22,7	–	–	–	–	11 325,3	11 348,0
Schatzwechsel	–	4 935,2	22 395,7	–	18 311,1	1 669,9	–	47 311,9
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	–	2 113,3	12 897,9	1 517,6	2 990,4	–	–	19 519,2
Terminguthaben und Kredite an Banken	116,1	71 052,9	1 301,7	11 935,9	2,0	822,6	– 2 667,3	87 898,5
Staats- und andere Wertpapiere	–	18 262,0	17 825,8	3 009,6	2 028,8	61,1	– 3 249,1	44 436,4
Kurzfristige Forderungen	2,8	6 214,3	335,6	771,7	–	6,5	– 113,8	7 444,7
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	188,4	–	–	–	–	–	–	188,4
Insgesamt	307,3	102 606,1	54 764,0	17 235,1	23 332,3	2 562,8	11 325,3 6 047,2	218 180,1
Passiva								
Währungseinlagen	(3 417,8)	(121 722,2)	(36 753,8)	(14 027,3)	(2 596,1)	(914,5)	– (6 559,8)	(185 991,5)
Goldeinlagen	–	(10,6)	–	–	–	–	(9 225,0)	(9 235,6)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	–	(1 211,4)	–	(11,0)	–	–	–	(1 222,4)
Kurzfristige Verbindlichkeiten	–	(1 582,5)	(7 334,1)	(60,3)	–	(13,3)	(103,5) (157,6)	(9 251,3)
Sonstige Verbindlichkeiten	–	–	(0,4)	–	–	(157,9)	– (11,1)	(169,4)
Insgesamt	(3 417,8)	(124 526,7)	(44 088,3)	(14 098,6)	(2 596,1)	(1 085,7)	(9 328,5) (6 728,5)	(205 870,2)
Derivative Finanzinstrumente netto	48,7	27 431,5	(6 388,5)	(1 758,2)	(19 360,3)	(1 617,7)	148,8 776,8	(718,9)
Währungs- und Goldposition netto	(3 061,8)	5 510,9	4 287,2	1 378,3	1 375,9	(140,6)	2 145,6 95,5	11 591,0
Bereinigung um Goldanlageaktiva	–	–	–	–	–	–	(2 145,6)	(2 145,6)
Währungsposition netto	(3 061,8)	5 510,9	4 287,2	1 378,3	1 375,9	(140,6)	– 95,5	9 445,4
SZR-neutrale Position	3 061,8	(5 484,2)	(4 307,2)	(1 361,2)	(1 354,6)	–	–	(9 445,4)
Währungsrisiko netto auf SZR-neutraler Basis	–	26,7	(20,0)	17,1	21,3	(140,6)	– 95,5	–

Das Nettoengagement in sonstigen Währungen setzt sich wie folgt zusammen:

Nettoaktiva am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2007	2006
Schwedische Krone	0,9	56,4
Australischer Dollar	2,6	34,7
Sonstige	3,9	4,4
Sonstige Währungen insgesamt	7,4	95,5

Die in den vorstehenden Tabellen ausgewiesene Schweizer-Franken-Position ist hauptsächlich auf die Vorsorgeverpflichtungen der Bank zurückzuführen (Anmerkung 22).

3. Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko ist der potenzielle Effekt von Zinsänderungen auf den Fair Value von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Zinsänderungsrisiko hauptsächlich durch verzinsliche Aktiva im Zusammenhang mit der Anlage ihres Eigenkapitals ausgesetzt. Diese Aktiva werden unter Verwendung einer Anleihebenchmark mit fester Duration verwaltet. Ferner ist die Bank im Zusammenhang mit der

Hereinnahme und Wiederanlage von Kundeneinlagen einem begrenzten Zinsänderungsrisiko ausgesetzt.

Die Bank überwacht das Zinsänderungsrisiko genau und achtet dabei auch auf die Sensitivität der Fair Values gegenüber Zinsänderungen. Das Marktrisiko wird mithilfe von ökonomischem Kapital, VaR und auf Stresstests basierenden Limits eingeschränkt.

In den folgenden Tabellen wird dargestellt, wie sich eine Verschiebung der einschlägigen Renditenstrukturkurve um 1 Prozentpunkt nach oben auf das Eigenkapital der Bank auswirkt.

31. März 2007

<i>Mio. SZR</i>	Bis 6 Monate	6–12 Monate	1–2 Jahre	2–3 Jahre	3–4 Jahre	4–5 Jahre	Über 5 Jahre
Euro	(10,7)	5,8	(24,9)	(23,1)	(18,1)	(19,6)	(52,9)
Yen	(0,3)	0,2	(4,8)	(5,7)	(6,7)	(6,3)	(13,3)
Pfund Sterling	(8,0)	8,3	(5,7)	(5,6)	(7,5)	(8,5)	(17,8)
Schweizer Franken	(0,8)	(0,6)	(0,4)	(0,7)	(0,6)	(0,9)	2,0
US-Dollar	(25,6)	(2,6)	(29,1)	(14,5)	(13,2)	(26,1)	(68,7)
Sonstige Währungen	(0,7)	(6,5)	(13,9)	(10,1)	(2,7)	(13,9)	(0,4)
Insgesamt	(46,1)	4,6	(78,8)	(59,7)	(48,8)	(75,3)	(151,1)

31. März 2006

<i>Mio. SZR</i>	Bis 6 Monate	6–12 Monate	1–2 Jahre	2–3 Jahre	3–4 Jahre	4–5 Jahre	Über 5 Jahre
Euro	(3,7)	(4,7)	(5,9)	(9,2)	(22,3)	(19,7)	(70,3)
Yen	0,4	0,1	(5,4)	(5,0)	(7,1)	(6,5)	(14,1)
Pfund Sterling	–	(5,3)	(3,9)	(4,9)	(6,4)	(9,5)	(12,3)
Schweizer Franken	(0,5)	(0,9)	(1,3)	–	(0,4)	(0,1)	–
US-Dollar	(4,7)	(23,9)	(32,3)	(18,4)	(17,8)	(26,2)	(78,3)
Sonstige Währungen	(1,8)	7,8	(15,1)	(22,4)	(0,3)	(6,6)	(0,2)
Insgesamt	(10,3)	(26,9)	(63,9)	(59,9)	(54,3)	(68,6)	(175,2)

F. Liquiditätsrisiko

Die Nettoveränderungen der Währungs- und Goldeinlagen von Zentralbanken, internationalen Organisationen und sonstigen öffentlichen Institutionen sind die wichtigsten Bestimmungsgrößen für die Bilanzsumme der Bank. Die Bank hat sich verpflichtet, bestimmte Währungseinlageninstrumente mit einer Kündigungsfrist von einem oder zwei Geschäftstagen zum Fair Value zurückzunehmen. Die Bank wird so geführt, dass ein hoher Grad an Liquidität gewahrt wird, damit sie jederzeit den Bedürfnissen ihrer Kunden entsprechen kann.

Die Bank hat ein Rahmenkonzept für die Liquiditätssteuerung entwickelt, das auf einem statistischen Modell mit konservativen Annahmen hinsichtlich Mittelzuflüssen und Liquidität der Passiva beruht. Innerhalb dieses

Rahmens hat der Verwaltungsrat ein Limit für die Liquiditätsquote der Bank festgelegt; danach müssen die liquiden Aktiva mindestens 100% des potenziellen Liquiditätsbedarfs der Bank betragen. Darüber hinaus werden Liquiditätsstresstests durchgeführt, bei denen extreme Abzugsszenarien angenommen werden, die weit über den geschätzten potenziellen Liquiditätsbedarf hinausgehen. Diese Stresstests definieren zusätzliche Liquiditätsanforderungen, die ebenfalls erfüllt werden müssen. Die Liquidität der Bank liegt stets deutlich über der Mindestliquiditätsquote.

Die folgenden Tabellen zeigen Aktiva und Passiva (sowie Derivate auf Nettobasis) zu Buchwerten, gegliedert nach vertraglicher Restlaufzeit zum Bilanzstichtag.

31. März 2007

Mio. SZR	Bis 1 Monat	1–3 Monate	3–6 Monate	6–9 Monate	9–12 Monate	1–5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbestimmte Laufzeit	Insgesamt
Aktiva									
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	92,4	–	–	–	–	–	–	–	92,4
Gold und Goldeinlagen	12 137,6	170,0	56,7	–	199,8	2 596,5	297,0	–	15 457,6
Schatzwechsel	14 176,3	16 102,3	7 503,2	4 689,8	687,7	–	–	–	43 159,3
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	50 007,6	4 525,2	6 660,7	–	–	–	–	–	61 193,5
Terminguthaben und Kredite an Banken	30 290,6	23 129,9	22 147,3	6 718,5	8 471,2	508,5	–	–	91 266,0
Staats- und andere Wertpapiere	3 103,2	5 848,3	3 790,7	3 211,3	3 849,0	20 727,2	11 714,3	–	52 244,0
Kurzfristige Forderungen	5 470,0	–	–	–	–	3,6	–	–	5 473,6
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–	–	–	188,0	188,0
Insgesamt	115 277,7	49 775,7	40 158,6	14 619,6	13 207,7	23 835,8	12 011,3	188,0	269 074,4
Passiva									
Währungseinlagen									
Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente	(13 052,0)	(10 881,0)	(22 729,1)	(14 545,3)	(17 456,0)	(48 927,1)	(6 766,6)	–	(134 357,1)
Sonstige Währungseinlagen	(49 695,0)	(10 994,3)	(9 821,1)	(9 986,2)	(6 931,8)	(4,5)	(0,1)	–	(87 433,0)
Goldeinlagen	(11 965,9)	(28,3)	(56,6)	–	(72,7)	(897,4)	(114,0)	–	(13 134,9)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	(959,4)	(103,1)	–	–	–	–	–	–	(1 062,5)
Kurzfristige Verbindlichkeiten	(19 584,1)	–	–	–	–	–	–	–	(19 584,1)
Sonstige Verbindlichkeiten	(214,6)	–	–	–	–	–	–	(159,2)	(373,8)
Insgesamt	(95 471,0)	(22 006,7)	(32 606,8)	(24 531,5)	(24 460,5)	(49 829,0)	(6 880,7)	(159,2)	(255 945,4)
Derivative Finanzinstrumente netto	(547,3)	(242,5)	(157,2)	(124,3)	(36,6)	1,8	140,7	–	(965,4)
Fälligkeitsinkongruenz	19 259,4	27 526,5	7 394,6	(10 036,2)	(11 289,4)	(25 991,4)	5 271,3	28,8	12 163,6

31. März 2006

<i>Mio. SZR</i>	Bis 1 Monat	1–3 Monate	3–6 Monate	6–9 Monate	9–12 Monate	1–5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbestimmte Laufzeit	Insgesamt
Aktiva									
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	33,0	–	–	–	–	–	–	–	33,0
Gold und Goldeinlagen	7 312,1	329,4	608,0	268,0	156,0	2 569,8	104,7	–	11 348,0
Schatzwechsel	14 215,7	22 411,8	7 614,5	1 801,6	1 268,3	–	–	–	47 311,9
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	19 474,6	44,6	–	–	–	–	–	–	19 519,2
Terminguthaben und Kredite an Banken	38 682,6	16 856,1	13 981,8	9 046,6	9 264,1	67,3	–	–	87 898,5
Staats- und andere Wertpapiere	3 535,1	7 919,3	1 771,7	2 203,0	3 938,7	17 327,6	7 741,0	–	44 436,4
Kurzfristige Forderungen	7 441,1	–	–	–	–	3,6	–	–	7 444,7
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–	–	–	188,4	188,4
Insgesamt	90 694,2	47 561,2	23 976,0	13 319,2	14 627,1	19 968,3	7 845,7	188,4	218 180,1
Passiva									
Währungseinlagen									
Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente									
	(12 646,4)	(15 448,5)	(17 430,3)	(15 872,5)	(8 429,0)	(34 217,9)	(3 970,7)	–	(108 015,3)
Sonstige Währungseinlagen									
	(50 941,0)	(5 048,0)	(6 618,4)	(7 604,0)	(7 601,4)	(163,4)	–	–	(77 976,2)
Goldeinlagen									
	(7 420,9)	(198,7)	(568,1)	(160,5)	(39,3)	(743,5)	(104,6)	–	(9 235,6)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere									
	(1 177,6)	(44,8)	–	–	–	–	–	–	(1 222,4)
Kurzfristige Verbindlichkeiten									
	(9 251,3)	–	–	–	–	–	–	–	(9 251,3)
Sonstige Verbindlichkeiten									
	(27,7)	–	–	–	–	–	–	(141,7)	(169,4)
Insgesamt	(81 464,9)	(20 740,0)	(24 616,8)	(23 637,0)	(16 069,7)	(35 124,8)	(4 075,3)	(141,7)	(205 870,2)
Derivative Finanzinstrumente netto	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	–	(718,9)
Fälligkeitsinkongruenz	9 425,1	26 950,7	(708,2)	(10 515,1)	(1 648,8)	(15 773,0)	3 813,6	46,7	11 591,0

G. Operationelles Risiko

Die Bank definiert das operationelle Risiko als das Risiko, dass ihr durch einen oder mehrere der folgenden Risikofaktoren finanzielle Verluste und/oder Reputationsschäden entstehen: Mitarbeiter, versagende oder unzulängliche Abläufe bzw. Systeme oder externe Ereignisse. Diese Definition schließt Rechtsrisiken ein, aber nicht strategische Risiken.

- Mitarbeiter: zu wenig Personal, Fehlen erforderlicher Kenntnisse, Qualifikationen oder Erfahrung, unzulängliche Schulung, unzulängliche Überwachung, Abgang wichtiger Mitarbeiter, unzulängliche Nachfolgeplanung, Mangel an Integrität oder ethischen Maßstäben
- Versagen oder Unzulänglichkeit von Abläufen: Ein Ablauf ist schlecht konzipiert oder ungeeignet bzw. wird nicht richtig dokumentiert, verstanden, umgesetzt, befolgt oder durchgesetzt

- Versagen oder Unzulänglichkeit von Systemen: Ein System ist schlecht konzipiert, ungeeignet oder nicht verfügbar, oder es funktioniert nicht wie geplant
- Externe Ereignisse: Ereignisse, die sich negativ auf die Bank auswirken, über die sie aber keine Kontrolle hat

Im Januar 2007 genehmigte der Verwaltungsrat ein Rahmenkonzept für die Handhabung operationeller Risiken in der BIZ. Darin wird der Begriff „operationelles Risiko“ definiert, und es werden die Grundsätze festgehalten, nach denen operationelles Risiko zu ermitteln, zu bewerten, zu überwachen, zu mindern und zu melden ist. Die Bank handhabt das operationelle Risiko mittels interner Kontrollen wie Regeln, Verfahren und Organisationsstrukturen, mit deren Hilfe die Wahrscheinlichkeit vermindert werden soll, dass ein Risikoereignis überhaupt eintritt, oder durch die zumindest der Schaden begrenzt werden kann.

Die Bank stellt für das operationelle Risiko ökonomisches Kapital auf der Basis eines statistischen Modells bereit, das die entsprechenden Verlusterfahrungen der Bank und externe Verlustdaten einbezieht.

Die Bank identifiziert und bewertet das operationelle Risiko mithilfe eines bankweiten Programms zur Kontrolle und Selbsteinschätzung („Control Self-Assessment“, CSA) und beurteilt damit auch die Wirksamkeit bestehender Kontrollen. Die Ergebnisse dieses jährlich durchgeführten Verfahrens werden bei der Handhabung der operationellen Risiken berücksichtigt.

5. Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken

Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken bestehen aus liquiden Mitteln bei Zentral- und Geschäftsbanken, über die die Bank jederzeit verfügen kann.

6. Gold und Goldeinlagen (Aktiva)

A. Goldbestände insgesamt

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Goldbarren bei Zentralbanken	11 865,8	7 132,0
Termineinlagen in Gold insgesamt	3 591,8	4 216,0
Gold und Goldeinlagen insgesamt	15 457,6	11 348,0
Davon:		
Goldanlageaktiva	2 306,0	2 259,5
Gold und Goldeinlagen – Bankgeschäftsaktiva	13 151,6	9 088,5

B. Goldanlageaktiva

Die eigenen Goldanlageaktiva der Bank werden zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet), zuzüglich aufgelaufener Zinsen. Der Betrag, um den dieser Wert die neu als Einstandswert erachtete Basis übersteigt, wird auf dem Goldbewertungskonto verbucht (in der Bilanz unter „Sonstige Eigenkapitalposten“), und realisierte Gewinne oder Verluste aus der Veräußerung von Goldanlageaktiva werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

In Anmerkung 21B wird das Goldbewertungskonto näher erläutert. Der Nettogewinn aus der Veräußerung von eigenen Goldanlageaktiva ist in Anmerkung 30 aufgeschlüsselt.

Die Goldanlageaktiva der Bank entwickelten sich wie folgt:

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Stand am Jahresanfang	2 259,5	1 646,5
Nettoveränderung der Goldanlageaktiva		
Platzierte Einlagen	338,7	382,0
Veräußerungen von Gold	(206,7)	(187,2)
Fälligkeiten und andere Nettoveränderungen	(340,4)	(382,7)
	(208,4)	(187,9)
Nettoveränderung der Geschäfte vor Abwicklung	79,2	103,5
Goldpreisveränderung	175,7	697,4
Stand am Jahresende	2 306,0	2 259,5

Am 1. April 2006 beliefen sich die Goldanlageaktiva der Bank auf 165 Tonnen Feingold. In dem am 31. März 2007 abgeschlossenen Geschäftsjahr wurden 15 Tonnen veräußert (Anmerkung 30). Am 31. März 2007 betrug der Bestand 150 Tonnen Feingold.

7. Währungsaktiva

A. Bestände insgesamt

Zu den Währungsaktiva gehören Schatzwechsel, mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere, befristete Kredite sowie Staats- und andere Wertpapiere.

Die ergebniswirksamen Währungsaktiva umfassen die Bankgeschäftsaktiva in Währungen, die durch die Wiederanlage von Kundeneinlagen zustande kommen, sowie die Anlageaktiva in Währungen, die zu den aktiver verwalteten Portfolios gehören. Die zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva umfassen die übrigen Anlageaktiva in Währungen der Bank; sie kommen vorwiegend durch Anlage des Eigenkapitals der Bank zustande.

Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere (Reverse Repos) sind Transaktionen, bei denen die Bank einer Gegenpartei einen befristeten Kredit gewährt, wobei diese eine Sicherheit in Form von Wertpapieren stellt. Der Zinssatz für den Kredit wird zu Beginn der Transaktion festgelegt, und es besteht die unwiderrufliche Verpflichtung, die entsprechenden Wertpapiere gegen Rückzahlung des Kredits zurückzugeben. Während der Laufzeit des Geschäfts wird der Fair Value der Sicherheit überwacht; gegebenenfalls wird als Schutz gegen das Kreditrisiko eine Aufstockung der Sicherheit verlangt.

Befristete Kredite sind hauptsächlich Anlagen bei Geschäftsbanken. Ebenfalls in diese Kategorie fallen Anlagen bei Zentralbanken und internationalen Organisationen, einschließlich Darlehen im Rahmen von Standby-Fazilitäten (mit oder ohne feste Zusage). Der Bilanzposten „Terminguthaben und Kredite an Banken“ umfasst ferner Kündigungskonten (Anmerkung 8).

Staats- und andere Wertpapiere sind von Staaten, internationalen Organisationen, sonstigen Stellen des öffentlichen Sektors, Geschäftsbanken und Unternehmen begebene Schuldtitel, u.a. in Form von fest und variabel verzinslichen Anleihen sowie forderungsunterlegten Wertpapieren.

In den nachstehenden Tabellen werden die Bestände der Bank an Währungsaktiva aufgeschlüsselt.

31. März 2007	Bankgeschäft		Anlageaktiva		Währungsaktiva insgesamt
	Ergebnis-wirksam	Zur Veräußerung verfügbar	Ergebnis-wirksam	Insgesamt	
<i>Mio. SZR</i>					
Schatzwechsel	43 135,1	–	24,2	24,2	43 159,3
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	60 131,0	1 062,5	–	1 062,5	61 193,5
Befristete Kredite und Kredite an Banken	89 127,4	–	–	–	89 127,4
Staats- und andere Wertpapiere					
Staaten	3 397,3	6 717,6	–	6 717,6	10 114,9
Finanzinstitute	27 866,0	953,6	598,4	1 552,0	29 418,0
Sonstige (einschl. öffentlicher Sektor)	11 601,0	1 110,1	–	1 110,1	12 711,1
	42 864,3	8 781,3	598,4	9 379,7	52 244,0
Währungsaktiva insgesamt	235 257,8	9 843,8	622,6	10 466,4	245 724,2

31. März 2006	Bankgeschäft		Anlageaktiva		Währungsaktiva insgesamt
	Ergebnis-wirksam	Zur Veräußerung verfügbar	Ergebnis-wirksam	Insgesamt	
<i>Mio. SZR</i>					
Schatzwechsel	47 311,9	–	–	–	47 311,9
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	18 296,8	1 222,4	–	1 222,4	19 519,2
Befristete Kredite und Kredite an Banken	85 066,9	–	–	–	85 066,9
Staats- und andere Wertpapiere					
Staaten	3 469,0	6 717,5	–	6 717,5	10 186,5
Finanzinstitute	24 617,4	957,5	–	957,5	25 574,9
Sonstige (einschl. öffentlicher Sektor)	7 578,4	1 096,6	–	1 096,6	8 675,0
	35 664,8	8 771,6	–	8 771,6	44 436,4
Währungsaktiva insgesamt	186 340,4	9 994,0	–	9 994,0	196 334,4

B. Zur Veräußerung verfügbare Währungsaktiva

Die zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva der Bank entwickelten sich wie folgt:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Stand am Jahresanfang	9 994,0	8 412,2
Nettoveränderung der zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva		
Zugänge	16 800,7	21 358,5
Abgänge	(2 265,5)	(3 214,1)
Fälligkeiten und andere Nettoveränderungen	(14 640,7)	(16 467,5)
	(105,5)	1 676,9
Nettoveränderung der Geschäfte vor Abwicklung	(41,5)	43,2
Fair-Value- und sonstige Veränderungen	(3,2)	(138,3)
Stand am Jahresende	9 843,8	9 994,0

In Anmerkung 21A wird das Wertpapierbewertungskonto näher erläutert. Der Nettogewinn aus der Veräußerung von Wertpapieren, die als zur Veräußerung verfügbar klassifiziert sind, ist in Anmerkung 29 aufgeschlüsselt.

8. Terminguthaben und Kredite an Banken

Terminguthaben und Kredite an Banken umfassen befristete Kredite und Kündigungskonten.

Befristete Kredite werden als ergebniswirksame Instrumente klassifiziert.

Die Kündigungskonten werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert und sind in den Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten enthalten. Dies sind sehr kurzfristige Finanzaktiva, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben. Sie werden zum fortgeführten Einstandswert bilanziert.

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Befristete Kredite und Kredite an Banken	89 127,4	85 066,9
Kündigungskonten	2 138,6	2 831,6
Terminguthaben und Kredite an Banken insgesamt	91 266,0	87 898,5

9. Derivative Finanzinstrumente

Die Bank verwendet für Sicherungs- und Handelszwecke folgende derivative Instrumente.

Zins- und Anleihefutures sind vertragliche Verpflichtungen, einen Nettobetrag, basierend auf Veränderungen von Zinssätzen oder Anleihekursen, an einem künftigen Datum zu einem festgelegten Preis, der an einem organisierten Markt zustande kam, entgegenzunehmen bzw. zu zahlen. Futureskontrakte werden durch Zahlungsmittel oder marktfähige Wertpapiere besichert, und Wertänderungen des Kontrakts werden täglich mit der Börse abgerechnet.

Devisen- und Anleiheoptionen sind vertragliche Vereinbarungen, in denen der Verkäufer dem Käufer das Recht einräumt, aber ihn nicht verpflichtet, an oder bis zu einem festgelegten Datum in einem bestimmten Umfang eine Währung, eine Anleihe oder Gold zu einem festgelegten Preis zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option). Als Gegenleistung erhält der Verkäufer vom Käufer eine Prämie.

Optionen auf Futures sind vertragliche Vereinbarungen, die dazu berechtigen, aber nicht verpflichten, während eines festgelegten Zeitraums einen Futurekontrakt zu einem festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen.

Devisen- und Goldswaps, Zins-/Währungsswaps und Zinsswaps sind Verpflichtungen zum Austausch einer Art von Zahlungsströmen gegen eine andere. Swappeschäfte beinhalten einen wirtschaftlichen Tausch von Währungen, Gold oder Zinssätzen (z.B. eines variablen Zinses gegen einen festen) oder einer Kombination von Zinssätzen und Währungen (Zins-/Währungsswaps). Außer bei bestimmten Devisen- und Goldswaps und Zins-/Währungsswaps findet kein Austausch von Kapitalbeträgen statt.

Währungs- und Goldterminkontrakte sind Verpflichtungen, zu einem späteren Zeitpunkt Fremdwährungen oder Gold zu kaufen. Darin eingeschlossen sind noch nicht belieferte Kassageschäfte.

Forward-Rate-Agreements sind einzeln ausgehandelte Zinsterminkontrakte, bei denen an einem künftigen Datum die Differenz zwischen einem vertraglich vereinbarten Zinssatz und dem geltenden Marktzinssatz in bar gezahlt wird.

Swaptions sind Optionen, bei denen der Verkäufer dem Käufer das Recht einräumt, aber ihn nicht verpflichtet, an oder bis zu einem bestimmten Datum einen Devisen- oder Zinsswap zu einem festgelegten Preis abzuschließen.

In der nachstehenden Tabelle wird der Fair Value der derivativen Finanzinstrumente aufgeschlüsselt.

31. März	2007			2006		
	Nominalwert	Fair Value		Nominalwert	Fair Value	
		Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva
<i>Mio. SZR</i>						
Anleihefutures	809,5	0,6	(0,4)	381,3	–	(0,4)
Anleiheoptionen	–	–	–	168,0	–	(1,5)
Devisenoptionen	9 180,9	42,4	(60,0)	213,3	–	(0,3)
Devisen- und Goldswaps	62 829,9	210,7	(497,5)	38 674,9	460,5	(142,4)
Forward-Rate-Agreements	48 018,6	6,2	(6,7)	37 290,0	11,9	(7,5)
Optionen auf Futures	396,0	0,5	–	15 228,8	1,2	(0,2)
Swaptions	4 159,1	0,4	(8,3)	1 803,2	–	(20,5)
Währungs- und Goldterminkontrakte	1 830,7	9,9	(13,9)	4 212,5	18,8	(29,4)
Zinsfutures	43 239,3	–	(1,3)	42 923,3	0,1	(0,3)
Zinsswaps	406 871,3	1 480,7	(1 570,3)	250 096,2	1 274,3	(1 668,6)
Zins-/Währungsswaps	5 262,3	99,4	(657,8)	8 058,3	189,2	(803,8)
Derivative Finanzinstrumente insgesamt am Jahresende	582 597,6	1 850,8	(2 816,2)	399 049,8	1 956,0	(2 674,9)
Derivative Finanzinstrumente netto am Jahresende			(965,4)			(718,9)

10. Kurzfristige Forderungen

31. März	2007	2006
<i>Mio. SZR</i>		
Finanzgeschäfte vor Abwicklung	5 449,5	7 436,4
Sonstige Anlagen	24,1	8,3
Kurzfristige Forderungen insgesamt	5 473,6	7 444,7

Bei den „Finanzgeschäften vor Abwicklung“ handelt es sich um kurzfristige Forderungen (Fälligkeit in der Regel höchstens drei Tage), bei denen das Geschäft schon ausgeführt, jedoch noch kein Geld überwiesen wurde. Dazu gehören Vermögenswerte, die verkauft, und Schulden, die begeben wurden.

11. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	2007			2006
	Grundstücke	Gebäude	IT und sonstige Sachanlagen	Insgesamt
<i>Mio. SZR</i>				
Historischer Einstandswert				
Stand am Jahresanfang	41,2	185,1	98,2	324,5
Investitionen	–	1,5	10,1	11,6
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(1,7)	(1,7)
Stand am Jahresende	41,2	186,6	106,6	334,4
Abschreibungen				
Kumulierte Abschreibungen am Jahresanfang	–	76,5	59,6	136,1
Abschreibungen	–	4,0	8,0	12,0
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(1,7)	(1,7)
Stand am Jahresende	–	80,5	65,9	146,4
Nettobuchwert am Jahresende	41,2	106,1	40,7	188,4

Der Abschreibungsbedarf für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr umfasste eine zusätzliche Abschreibung von SZR 0,8 Mio. für IT und sonstige Sachanlagen nach einer Überprüfung auf Wertminderungen (2006: SZR 1,0 Mio.).

12. Währungseinlagen (Passiva)

Währungseinlagen sind Buchforderungen gegenüber der Bank. Bei bestimmten Währungseinlageninstrumenten tritt die Bank als Marktmacher auf, und sie hat sich verpflichtet, diese Finanzinstrumente mit einer Kündigungsfrist von einem oder zwei Geschäftstagen ganz oder teilweise – zum Fair Value – zurückzuzahlen. Die betreffenden Währungseinlageninstrumente sind in der nachstehenden Tabelle aufgeführt.

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente		
Medium-Term Instruments (MTI)	83 843,9	57 688,3
FIXBIS	50 513,2	50 327,0
	134 357,1	108 015,3
Sonstige Währungseinlagen		
FRIBIS	3 465,2	3 247,1
Termineinlagen	59 314,0	52 181,5
Sicht- und Kündigungseinlagekonten	24 653,8	22 547,6
	87 433,0	77 976,2
Währungseinlagen insgesamt	221 790,1	185 991,5
Davon:		
Als „ergebniswirksam“ klassifiziert	197 136,3	163 443,9
Als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert	24 653,8	22 547,6

Medium-Term Instruments (MTI) sind festverzinsliche Anlagen bei der BIZ mit vierteljährlichen Verfallterminen und Laufzeiten bis zu 10 Jahren. Die BIZ bietet außerdem MTI mit einer Kündigungsoption der Bank an, wobei der Ausübungspreis gleich dem Nennwert ist (kündbare MTI); die Kündigungstermine liegen zwischen April 2007 und Mai 2008 (2006: April 2006 und März 2007). Am 31. März 2007 waren in der Bilanz kündbare MTI im Betrag von SZR 7 740,5 Mio. enthalten (2006: SZR 6 262,9 Mio.).

FIXBIS sind festverzinsliche Anlagen bei der BIZ mit beliebiger Laufzeit von 1 Woche bis 1 Jahr.

FRIBIS sind variabel verzinsliche Anlagen bei der BIZ mit Laufzeiten von 1 Jahr oder mehr, bei denen der Zins jeweils entsprechend den Marktbedingungen neu bestimmt wird.

Termineinlagen sind festverzinsliche Anlagen bei der BIZ, meist mit einer Laufzeit von weniger als 1 Jahr. Die Bank nimmt ferner Termineinlagen entgegen, die am Verfalltag nach Wahl der Bank entweder in der ursprünglichen Währung oder in einem festgelegten Betrag einer anderen Währung zurückzuzahlen sind (Doppelwährungseinlagen). Am 31. März 2007 waren in der Bilanz Doppelwährungseinlagen im Betrag von SZR 6 654,9 Mio. enthalten (2006: SZR 231,1 Mio.). Die Verfalltermine dieser Einlagen liegen zwischen April und Juni 2007 (2006: April und Juni 2006).

Sicht- und Kündigungseinlagekonten sind sehr kurzfristige Finanzverbindlichkeiten, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben. Sie sind als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert und werden zum fortgeführten Einstandswert bilanziert.

Die Währungseinlagen (mit Ausnahme der Sicht- und Kündigungseinlagekonten) werden zum Fair Value bilanziert. Dieser Wert weicht von dem Betrag ab, den die Bank dem Inhaber der Einlage gemäß vertraglicher Verpflichtung bei Fälligkeit zahlen muss. Für die Währungseinlagen insgesamt, zuzüglich aufgelaufener Zinsen bis zum 31. März 2007, muss die Bank den Inhabern gemäß vertraglicher Verpflichtung bei Fälligkeit SZR 224 059,0 Mio. zahlen (2006: SZR 187 896,6 Mio.).

Die Bank schätzt den Fair Value ihrer Währungseinlagen aufgrund von Finanzmodellen. Diese Modelle bewerten die erwarteten Zahlungsströme von Finanzinstrumenten mithilfe von Diskontierungsfaktoren, die teils aus notierten Zinssätzen (z.B. LIBOR, Swapsätzen), teils aus Spreadannahmen abgeleitet werden. Die Bank ermittelt diese Spreads auf der Basis jüngst getätigter Marktgeschäfte. In dem am 31. März 2007 abgeschlossenen Geschäftsjahr erhöhte sich der Gewinn der Bank infolge veränderter Spreadannahmen für die Bewertung der Währungseinlagen um SZR 3,2 Mio. (2006: Verringerung um SZR 6,0 Mio.).

13. Goldeinlagen (Passiva)

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Sie werden alle als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

14. Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere

Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere (Repo-Geschäfte) sind Transaktionen, bei denen die Bank eine Termineinlage von einer Gegenpartei entgegennimmt und ihr eine Sicherheit in Form von Wertpapieren stellt. Der Zinssatz für die Einlage wird zu Beginn der Transaktion festgelegt, und es besteht die unwiderrufliche Verpflichtung, die Einlage gegen Rückgabe gleichwertiger Wertpapiere zurückzuzahlen. Diese Einlagen stammen ausschließlich von Geschäftsbanken.

Am 31. März 2007 und 2006 hingen sämtliche Repo-Geschäfte mit der Verwaltung der zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva zusammen. Sie werden daher alle als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert und zum fortgeführten Einstandswert bilanziert.

15. Kurzfristige Verbindlichkeiten

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten umfassen die Finanzgeschäfte vor Abwicklung, d.h. die kurzfristigen Verbindlichkeiten (Fälligkeit in der Regel höchstens drei Tage), bei denen das Geschäft schon ausgeführt, jedoch noch kein Geld überwiesen wurde. Dazu gehören angekaufte Vermögenswerte und zurückgekaufte Schulden.

16. Sonstige Verbindlichkeiten

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Vorsorgeverpflichtungen – Anmerkung 22		
Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder	4,3	4,1
Kranken- und Unfallversicherung	152,1	135,1
Short-Positionen in Währungsaktiva	142,4	–
Sonstige Verbindlichkeiten gegenüber ehemaligen Aktionären	73,9	27,8
	1,1	2,4
Sonstige Verbindlichkeiten insgesamt	373,8	169,4

17. Aktienkapital

Das Aktienkapital der Bank setzte sich wie folgt zusammen:

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Genehmigtes Kapital: 600 000 Aktien im Nominalwert von je SZR 5 000	3 000,0	3 000,0
Begebenes Kapital: 547 125 Aktien	2 735,6	2 735,6
Eingezahltes Kapital (25%)	683,9	683,9

Dividendenberechtigte Aktien:

31. März	2007	2006
Begebene Aktien	547 125	547 125
Abzüglich: Eigene Aktien	(1 000)	(1 000)
Umlaufende dividendenberechtigte Aktien	546 125	546 125
Davon:		
Volle Dividende	546 125	510 192
Anteilige Dividende ab Valutadatum der Aktienzeichnung	–	35 933
Dividende je Aktie (SZR)	255	245

Bei den für 2006 angegebenen Aktien mit anteiliger Dividende ab Valutadatum der Aktienzeichnung handelt es sich um wiederveräußerte eigene Aktien (Anmerkung 19).

18. Statutarische Reserven

Die Statuten der Bank sehen die Zuweisung des jährlichen Reingewinns der Bank durch die Generalversammlung gemäß Vorschlag des Verwaltungsrats an drei bestimmte Reservefonds vor: den Gesetzlichen Reservefonds, den Allgemeinen Reservefonds und den Besonderen Dividenden-Reservefonds. Der nach Ausschüttung der Dividende verbleibende Reingewinn wird in der Regel dem Freien Reservefonds zugewiesen.

Gesetzlicher Reservefonds. Dieser Reservefonds hat derzeit die volle vorgeschriebene Höhe von 10% des eingezahlten Kapitals der Bank.

Allgemeiner Reservefonds. Derzeit sind 10% des nach Zahlung der Dividende verbleibenden jährlichen Rein-

gewinns der Bank dem Allgemeinen Reservefonds zuzuweisen. Wenn dieser Reservefonds das Fünffache des eingezahlten Kapitals der Bank erreicht hat, sinkt die jährliche Zuweisung auf 5% des verbleibenden Reingewinns.

Besonderer Dividenden-Reservefonds. Ein Teil des verbleibenden Reingewinns des Geschäftsjahres kann dem Besonderen Dividenden-Reservefonds zugewiesen werden. Dieser kann bei Bedarf zur Zahlung der gesamten festgelegten Dividende oder eines Teils davon herangezogen werden. In der Regel wird die Dividende aus dem Reingewinn der Bank gezahlt.

Freier Reservefonds. Ein nach den obengenannten Zuweisungen noch verbleibender Betrag des Reingewinns wird in der Regel dem Freien Reservefonds zugewiesen.

Der Erlös aus der Zeichnung von BIZ-Aktien wird dem Gesetzlichen Reservefonds zugewiesen, bis dieser die volle vorgeschriebene Höhe erreicht hat, der Rest dem Allgemeinen Reservefonds.

Der Freie Reservefonds, der Allgemeine Reservefonds und der Gesetzliche Reservefonds stehen – in dieser Reihenfolge – zur Deckung etwaiger Verluste der Bank zur Verfügung. Im Falle der Liquidation der Bank werden die in den Reservefonds verbliebenen Beträge (nach Ablösung der Schulden der Bank und Zahlung der Liquidationskosten) unter den Aktionären verteilt.

19. Rücknahme und Wiederveräußerung von Aktien

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 von Privataktionären (d.h. nicht Zentralbanken) 72 648 Aktien obligatorisch zurückgenommen, deren Stimmrechte bei den Zentralbanken Belgiens, Frankreichs bzw. der USA liegen. Gleichzeitig nahm die Bank 2 304 Aktien dieser drei Ausgaben von anderen Zentralbanken zurück. Dafür wurde eine Entschädigung von insgesamt CHF 23 977,56 je Aktie zuzüglich Zinsen gezahlt.

Die Bank hielt diese Aktien als eigene Aktien. In dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr gab sie die 40 119 Aktien der belgischen und der französischen Ausgabe an die Zentralbanken dieser beiden Länder ab. Die ihr verbliebenen 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe veräußerte die Bank am 31. Mai 2005 an Aktionärszentralbanken (Anmerkung 20).

20. Eigene Aktien

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	2007	2006
Stand am Jahresanfang		
In dem am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahr zurückgenommene Aktien	–	34 833
Sonstige	1 000	2 100
Insgesamt am Jahresanfang	1 000	36 933
Wiederveräußerung an Aktionärszentralbanken	–	(35 933)
Stand am Jahresende	1 000	1 000

Gemäß den Statuten der Bank kann der Verwaltungsrat die Anfang 2001 zurückgenommenen und in der Folge von der Bank selbst gehaltenen Aktien (Anmerkung 19) gegen einen Betrag in Höhe der den ehemaligen Privataktionären gezahlten Entschädigung (CHF 23 977,56 je Aktie) an Aktionärszentralbanken abgeben.

Dementsprechend veräußerte die Bank am 31. Mai 2005 die ihr verbliebenen 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe an Aktionärszentralbanken zum Preis von CHF 23 977,56 je Aktie. Diese Veräußerung erbrachte einen Erlös von CHF 861,6 Mio. oder SZR 468,2 Mio. zum Kurs am Transaktionsdatum.

Diese Beträge wurden dem Eigenkapital der Bank wie folgt gutgeschrieben:

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006
Eigene Aktien	396,2
Allgemeiner Reservefonds – Wechselkursgewinn	72,0
Insgesamt	468,2

Der Betrag von SZR 396,2 Mio. für 2006 entspricht dem SZR-Gegenwert der Entschädigung in Schweizer Franken, die den ehemaligen Privataktionären bei der Aktienrücknahme im Januar 2001 und nach dem endgültigen Urteil des Schiedsgerichts in Den Haag im September 2003 für die Aktien gezahlt wurde. Weitere Angaben zum Verfahren vor dem Schiedsgericht in Den Haag finden sich in Anmerkung 17 zum Jahresabschluss 2004/05. Als der Erlös für die Abgabe dieser Aktien im Verlauf von 2006 einging, wurde ein Wechselkursgewinn von SZR 72,0 Mio. erzielt. Er war darauf zurückzuführen, dass der Schweizer Franken in der Zeit von 2001 bis zum Veräußerungsdatum gegenüber dem SZR aufwertete.

Als eigene Aktien verbleiben nun noch 1 000 suspendierte Aktien der albanischen Ausgabe.

In dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr wurde ein Kredit der Bank an ein Konsortium von Zentralbanken, der mit den suspendierten Aktien der albanischen

Ausgabe zusammenhing, von den kurzfristigen Forderungen zu den eigenen Aktien umgebucht. Der umgebuchte Betrag war SZR 1,7 Mio.

21. Sonstige Eigenkapitalposten

Die sonstigen Eigenkapitalposten entsprechen den Bewertungskonten für die zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva und die Goldanlageaktiva (Anmerkungen 6 und 7).

Sie umfassen:

31. März <i>Mio. SZR</i>	2007	2006
Wertpapierbewertungskonto	(80,5)	(104,3)
Goldbewertungskonto	1 384,0	1 342,2
Sonstige Eigenkapitalposten insgesamt	1 303,5	1 237,9

A. Wertpapierbewertungskonto

Auf diesem Konto wird die Differenz zwischen dem Fair Value und dem fortgeführten Einstandswert der zur Veräußerung verfügbaren Währungsaktiva der Bank verbucht. Folgende Veränderungen ergaben sich während des Geschäftsjahres:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2007	2006
Stand am Jahresanfang	(104,3)	92,2
Bewertungsänderungen netto		
Nettoverlust/(-gewinn) aus Veräußerungen	27,0	(58,2)
Fair-Value- und sonstige Veränderungen	(3,2)	(138,3)
	23,8	(196,5)
Stand am Jahresende	(80,5)	(104,3)

In den nachstehenden Tabellen wird der Stand des Wertpapierbewertungskontos aufgliedert.

31. März 2007	Fair Value der Aktiva	Historischer Einstandswert	Wertpapierbewertungskonto	Bruttogewinne	Bruttoverluste
<i>Mio. SZR</i>					
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	1 062,5	1 062,5	–	–	–
Staats- und andere Wertpapiere	8 781,3	8 861,8	(80,5)	37,2	(117,7)
Insgesamt	9 843,8	9 924,3	(80,5)	37,2	(117,7)

31. März 2006	Fair Value der Aktiva	Historischer Einstandswert	Wertpapierbewertungskonto	Bruttogewinne	Bruttoverluste
<i>Mio. SZR</i>					
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	1 222,4	1 222,5	(0,1)	–	(0,1)
Staats- und andere Wertpapiere	8 771,6	8 875,8	(104,2)	48,6	(152,8)
Insgesamt	9 994,0	10 098,3	(104,3)	48,6	(152,9)

B. Goldbewertungskonto

Auf diesem Konto wird die Differenz zwischen dem Buchwert und der neu als Einstandswert erachteten Basis der Goldanlageaktiva der Bank verbucht. Für die Goldanlageaktiva, die am 31. März 2003 bestanden (als die Bank ihre Funktional- und Darstellungswährung von Goldfranken in SZR änderte), beträgt dieser neue Einstandswert rund SZR 151 je Unze. Dies entspricht dem Wert von USD 208, der von 1979 bis 2003 aufgrund eines BIZ-Verwaltungsratsbeschlusses galt, umgerechnet zum Wechselkurs vom 31. März 2003.

Folgende Veränderungen ergaben sich während des Geschäftsjahres:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Stand am Jahresanfang	1 342,2	759,3
Bewertungsänderungen netto		
Nettogewinn aus Veräußerungen	(133,9)	(114,5)
Goldpreisveränderung	175,7	697,4
	41,8	582,9
Stand am Jahresende	1 384,0	1 342,2

22. Vorsorgeverpflichtungen

Die Bank führt drei Vorsorgeeinrichtungen:

1. Ein leistungsorientiertes Pensionssystem für ihr Personal, dessen Leistungen auf dem zuletzt bezogenen Gehalt basieren. Es beruht auf einem Fonds ohne eigene Rechtspersönlichkeit, aus dem die Leistungen gezahlt werden. Die Aktiva des Fonds werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem System angeschlossen sind. Die Bank trägt die letzte Haftung für alle gemäß dem System geschuldeten Leistungen.

2. Einen leistungsorientierten Pensionsplan ohne Fondsvermögen für ihre Verwaltungsratsmitglieder, die nach einer Amtszeit von mindestens vier Jahren anspruchsberechtigt sind.

3. Ein Kranken- und Unfallversicherungssystem ohne Fondsvermögen für ihre Personalmitglieder im Ruhestand. Die Anspruchsberechtigung beruht grundsätzlich darauf, dass das Personalmitglied bis zum 50. Lebensjahr im Dienst bleibt und mindestens 10 Dienstjahre hat.

Alle Vorsorgeeinrichtungen werden jährlich von unabhängigen Aktuarien neu bewertet.

Darüber hinaus führt die Bank gesperrte Einlagenkonten für bestimmte Personalmitglieder, die früher dem Sparfonds der Bank angehörten; dieser wurde am 1. April 2003 geschlossen. Gemäß den Bestimmungen dieser Sperrkonten können die Personalmitglieder keine weiteren Einzahlungen leisten; wenn sie aus der Bank ausscheiden, wird ihnen das Guthaben ausgezahlt. Den Zinssatz für diese Konten bestimmt die Bank gestützt auf den Satz, den die Schweizerische Nationalbank für ähnliche Personalkonten anbietet. Am 31. März 2007 betragen die Guthaben auf den Sperrkonten insgesamt SZR 18,9 Mio. (2006: SZR 19,4 Mio.). Sie sind im Bilanzposten „Währungseinlagen“ enthalten.

A. In der Bilanz ausgewiesene Beträge

31. März	Pensionssystem des Personals		Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder		Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand	
Mio. SZR	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Barwert der Verpflichtung	(653,7)	(606,4)	(4,6)	(4,5)	(186,3)	(183,8)
Fair Value des Fondsvermögens	648,6	602,2	–	–	–	–
Deckungsstand	(5,1)	(4,2)	(4,6)	(4,5)	(186,3)	(183,8)
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust	47,3	46,8	0,3	0,3	42,0	57,2
Nicht erfasster nachzuerrechnender Dienstzeitaufwand	(42,2)	(42,6)	–	–	(7,8)	(8,6)
Verbindlichkeit am Jahresende	–	–	(4,3)	(4,2)	(152,1)	(135,2)

B. Barwert der Vorsorgeverpflichtung

Der Barwert der Vorsorgeverpflichtung hat sich wie folgt entwickelt:

31. März <i>Mio. SZR</i>	Pensionssystem des Personals		Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder		Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Barwert der Verpflichtung am Jahresanfang	606,4	596,4	4,5	4,3	183,8	179,8
Laufender Dienstzeitaufwand	28,3	26,3	0,2	0,2	7,9	7,5
Arbeitnehmerbeiträge	3,4	3,2	–	–	–	–
Zinskosten	19,8	18,5	0,1	0,1	6,1	5,7
Versicherungsmathematischer Verlust/(Gewinn)	3,5	9,8	–	–	(13,9)	–
Gezahlte Leistungen	(21,8)	(23,3)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(1,8)
Umrechnungsdifferenzen	14,1	(24,5)	0,1	0,2	4,3	(7,4)
Barwert der Verpflichtung am Jahresende	653,7	606,4	4,6	4,5	186,3	183,8

C. Fair Value des Fondsvermögens des Pensionssystems des Personals

Der Fair Value des Fondsvermögens des Pensionssystems des Personals hat sich wie folgt entwickelt:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2007	2006
Fair Value des Fondsvermögens am Jahresanfang	602,2	566,6
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	30,6	27,4
Versicherungsmathematischer Gewinn	4,1	36,8
Arbeitgeberbeiträge	15,9	15,0
Arbeitnehmerbeiträge	3,4	3,2
Gezahlte Leistungen	(21,8)	(23,3)
Umrechnungsdifferenzen	14,2	(23,5)
Fair Value des Fondsvermögens am Jahresende	648,6	602,2

D. In der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Beträge

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März <i>Mio. SZR</i>	Pensionssystem des Personals		Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder		Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Laufender Dienstzeitaufwand	28,3	26,3	0,2	0,2	7,9	7,5
Zinskosten	19,8	18,5	0,1	0,1	6,1	5,7
Abzüglich: Erwartete Rendite des Fondsvermögens	(30,7)	(27,4)	–	–	–	–
Abzüglich: Nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand	(1,5)	(3,4)	–	–	(1,0)	(1,0)
Im Geschäftsjahr erfasster versicherungsmathematischer Verlust netto	–	1,2	–	–	2,6	2,8
Im Geschäftsaufwand enthaltener Gesamtbetrag	15,9	15,2	0,3	0,3	15,6	15,0

Für das Geschäftsjahr 2007/08 rechnet die Bank mit einem Beitrag von SZR 30,8 Mio. an ihre Vorsorgeeinrichtungen.

E. Wichtigste Anlagekategorien des Fondsvermögens, in Prozent des Fondsvermögens insgesamt

31. März		
Prozent	2007	2006
Europäische Aktien	16,4	16,1
Sonstige Aktien	28,4	28,5
Festverzinsliche europäische Anlagen	25,8	26,9
Sonstige festverzinsliche Anlagen	26,6	24,0
Sonstige Anlagen	2,8	4,5
Tatsächliche Rendite des Fondsvermögens	5,4%	10,7%

Das Pensionssystem des Personals investiert nicht in Finanzinstrumente, die von der Bank aufgelegt werden.

F. Wichtigste versicherungsmathematische Annahmen in diesem Jahresabschluss

31. März		
	2007	2006
Alle drei Vorsorgeeinrichtungen		
Diskontierungssatz – Marktzinssatz schweizerischer Unternehmensanleihen mit hohem Rating	3,25%	3,25%
Nur Pensionssystem des Personals und Pensionsplan des Verwaltungsrats		
Angenommene Steigerungsrate der Rentenleistungen	1,50%	1,50%
Nur Pensionssystem des Personals		
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	5,00%	5,00%
Angenommene Steigerungsrate der Gehälter	4,10%	4,10%
Nur Pensionsplan des Verwaltungsrats		
Angenommene Steigerungsrate der pensionsberechtigten Verwaltungsratschhonorare	1,50%	1,50%
Nur Kranken- und Unfallversicherungssystem für Personalmitglieder im Ruhestand		
Angenommene langfristige Kostensteigerung im Gesundheitswesen	5,00%	5,00%

Die Annahmen für die Steigerung der Gehälter der Personalmitglieder, der pensionsberechtigten Verwaltungsratschhonorare und der Rentenleistungen enthalten eine angenommene Inflationsrate von 1,5%.

Die erwartete Rendite des Fondsvermögens basiert auf langfristigen Erwartungen für Inflationsrate, Zinssätze, Risikoprämien und Aufteilung des Anlagevermögens. Diese Schätzung, die die historischen Renditen berücksichtigt, wird gemeinsam mit den unabhängigen Aktuaren des Fonds erstellt.

Die Annahme bezüglich der Kostensteigerung im Gesundheitswesen hat erhebliche Auswirkungen auf die Beträge, die in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht werden. Eine Veränderung dieser Annahme um 1 Prozentpunkt gegenüber der Berechnung für 2006/07 würde sich wie folgt auswirken:

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Anstieg/(Verringerung) der Summe von Dienstzeitaufwand und Zinskosten		
Kostensteigerung im Gesundheitswesen 6%	4,6	4,3
Kostensteigerung im Gesundheitswesen 4%	(3,3)	(3,2)

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Anstieg/(Verringerung) der Leistungsverpflichtung		
Kostensteigerung im Gesundheitswesen 6%	47,0	46,4
Kostensteigerung im Gesundheitswesen 4%	(35,4)	(37,8)

23. Zinsertrag

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Zur Veräußerung verfügbare Währungsaktiva		
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	59,2	39,9
Staats- und andere Wertpapiere	328,9	287,1
	388,1	327,0
Ergebniswirksame Währungsaktiva		
Schatzwechsel	816,0	465,3
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	811,4	104,8
Terminguthaben und Kredite an Banken	4 179,3	3 221,3
Staats- und andere Wertpapiere	1 727,2	1 058,4
	7 533,9	4 849,8
Als „Kredite und Forderungen“ klassifizierte Aktiva		
Kündigungskonten	105,6	96,6
Goldanlageaktiva	15,4	20,4
Gold-Bankgeschäftsaktiva	6,7	7,0
	127,7	124,0
Ergebniswirksame derivative Finanzinstrumente		
	805,6	936,7
Sonstige Zinsen		
	2,7	1,6
Zinsertrag insgesamt		
	8 858,0	6 239,1
Darunter:		
Zinseinkünfte während des Geschäftsjahres	8 260,0	6 392,4

24. Zinsaufwand

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Ergebniswirksame Passiva		
Währungseinlagen	7 596,9	5 064,3
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	–	0,3
	7 596,9	5 064,6
Als „Kredite und Forderungen“ klassifizierte Passiva		
Goldeinlagen	5,2	5,4
Sicht- und Kündigungseinlagekonten	581,6	462,1
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	57,5	37,0
	644,3	504,5
Zinsaufwand insgesamt	8 241,2	5 569,1
Darunter:		
Zinszahlungen während des Geschäftsjahres	7 824,7	5 434,9

25. Bewertungänderungen netto

Die Nettobewertungsänderungen entstehen ausschließlich
bei den ergebniswirksamen Finanzinstrumenten.

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Unrealisierte Wertänderungen von ergebniswirksamen Währungsaktiva	(6,8)	(332,9)
Realisierte Gewinne/(Verluste) aus ergebniswirksamen Währungsaktiva	(30,2)	4,3
Unrealisierte Wertänderungen finanzieller Verbindlichkeiten	(510,6)	498,2
Realisierte Gewinne aus finanziellen Verbindlichkeiten	132,4	63,0
Wertänderungen von derivativen Finanzinstrumenten	478,5	(306,7)
Bewertungsänderungen netto	63,3	(74,1)

26. Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Ertrag aus Gebühren und Provisionen	6,1	5,8
Aufwand für Gebühren und Provisionen	(4,8)	(3,1)
Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen	1,3	2,7

27. Nettodevisengewinn/(-verlust)

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Transaktionsgewinn/(-verlust) netto	6,7	(23,4)
Umrechnungsverlust netto	(5,8)	(1,8)
Nettodevisengewinn/(-verlust)	0,9	(25,2)

Der Nettoverlust in dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr war hauptsächlich dem Anstieg des Goldpreises im Verlauf des Geschäftsjahres gegenüber dem Marktwert von Terminkontrakten bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva der Bank zuzuschreiben. Dem Verlust stand ein entsprechender Anstieg des realisierten Gewinns aus der Veräußerung von Goldanlageaktiva der Bank (Anmerkung 30) bei der Abwicklung dieser Transaktionen gegenüber.

28. Geschäftsaufwand

In der nachfolgenden Tabelle wird der Geschäftsaufwand der Bank in Schweizer Franken (CHF) – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – aufgliedert.

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. CHF	2007	2006
Verwaltungsrat		
Honorare	1,9	1,7
Ruhegehälter ehemaliger Verwaltungsratsmitglieder	0,6	0,6
Reisen, auswärtige Sitzungen und sonstige Ausgaben	1,7	1,1
	4,2	3,4
Geschäftsleitung und Personal		
Vergütung	106,6	102,3
Renten	32,5	31,4
Sonstiger Personalaufwand	45,6	42,6
	184,7	176,3
Sachaufwand	64,6	68,9
Verwaltungskosten in Mio. CHF	253,5	248,6
Verwaltungskosten in Mio. SZR	137,8	133,6
Abschreibungen in Mio. SZR	12,0	13,3
Geschäftsaufwand in Mio. SZR	149,8	146,9

In dem am 31. März 2007 abgeschlossenen Geschäftsjahr hatte die Bank – in Vollzeitstellen umgerechnet – durchschnittlich 530 Beschäftigte (2006: 520).

29. Nettogewinn aus Veräußerung von zur Veräußerung verfügbaren Wertpapieren

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Veräußerungserlöse	2 265,5	3 214,1
Fortgeführte Einstandswerte	(2 292,5)	(3 155,9)
Nettogewinn/(-verlust)	(27,0)	58,2
Davon:		
Realisierte Bruttogewinne	63,0	64,1
Realisierte Bruttoverluste	(90,0)	(5,9)

30. Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva

Bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva wurde in dem am 31. März 2007 abgeschlossenen Geschäftsjahr folgender Gewinn erzielt:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Veräußerungserlöse	206,7	187,2
Neu als Einstandswert erachtete Basis – Anmerkung 21B	(72,8)	(72,7)
Realisierte Bruttogewinne	133,9	114,5

31. Ergebnis je Aktie

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

	2007	2006
Reingewinn für das Geschäftsjahr (Mio. SZR)	639,4	599,2
Gewichteter Durchschnitt der Anzahl dividendenberechtigter Aktien	546 125	540 535
Unverwässertes und verwässertes Ergebnis je Aktie (SZR je Aktie)	1 170,8	1 108,5

Für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr wird eine Dividende von SZR 255 je Aktie vorgeschlagen (2006: SZR 245).

32. Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente

Für die Mittelflussrechnung gelten als Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente:

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	92,4	33,0
Kündigungskonten	2 138,6	2 831,6
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente insgesamt	2 231,0	2 864,6

33. Steuern

Die besondere rechtliche Stellung der Bank in der Schweiz ist im Wesentlichen im Sitzabkommen mit dem schweizerischen Bundesrat geregelt. Danach ist die Bank in der Schweiz von praktisch allen direkten und indirekten Steuern auf Bundes-, Kantons- und Gemeindeebene befreit.

Ähnliche Abkommen bestehen mit der Regierung der Volksrepublik China hinsichtlich der Repräsentanz Asien in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und mit der mexikanischen Regierung hinsichtlich der Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent.

34. Wechselkurse

Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kurse und Preise, die für die Umrechnung von Fremdwährungs- und Goldpositionen in SZR verwendet wurden.

	Kassakurs am 31. März		Durchschnitt im abgeschlossenen Geschäftsjahr	
	2007	2006	2007	2006
USD	0,660	0,694	0,673	0,687
EUR	0,883	0,840	0,863	0,835
JPY	0,00562	0,00589	0,00576	0,00607
GBP	1,300	1,205	1,274	1,225
CHF	0,554	0,532	0,544	0,539
Gold	438,3	404,4	422,8	327,7

35. Außerbilanzielle Geschäfte

Treuhandgeschäfte werden im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt, d.h. ohne Regress auf die Bank.

Sie werden nicht in der Bilanz ausgewiesen. Dazu gehören:

31. März	2007	2006
Mio. SZR		
Nominalwert der Wertpapierbestände		
In Depotverwahrung für Kunden	11 189,6	10 413,8
Gemäß Pfandbestellungsvereinbarung	223,6	2 220,5
Im Rahmen von Portfoliomanagementmandaten	5 535,4	5 012,1
Insgesamt	16 948,6	17 646,4

Die im Rahmen solcher Vereinbarungen gehaltenen Finanzinstrumente sind bei externen Verwahrstellen – Zentralbanken oder kommerziellen Instituten – hinterlegt.

36. Zusagen

Die Bank stellt eine Reihe fest zugesagter Standby-Fazilitäten für die zu ihrem Kundenkreis zählenden Zentralbanken und internationalen Organisationen bereit. Am 31. März 2007 beliefen sich die offenen Zusagen, im Rahmen dieser Standby-Fazilitäten Kredit zu gewähren, auf SZR 7 211,8 Mio. (2006: SZR 7 470,4 Mio.); davon waren SZR 336,0 Mio. nicht besichert (2006: SZR 344,0 Mio.).

37. Effektive Zinssätze

Der effektive Zinssatz ist der Satz, um den die erwarteten künftigen Zahlungsströme eines Finanzinstruments auf den jeweiligen Buchwert abgezinst werden.

Die nachstehenden Tabellen geben einen Überblick über die effektiven Zinssätze der betreffenden Finanzinstrumente in den wichtigsten Währungen.

31. März 2007

Prozent	USD	EUR	GBP	JPY	Sonstige Währungen
Aktiva					
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,85
Schatzwechsel	5,27	3,48	–	0,52	–
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	5,23	3,75	–	–	–
Terminguthaben und Kredite an Banken	5,44	3,92	5,46	0,49	4,14
Staats- und andere Wertpapiere	5,13	3,83	5,36	0,78	6,41
Passiva					
Währungseinlagen	5,04	3,79	5,21	0,36	6,56
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,54
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	5,42	3,88	5,36	0,54	–
Short-Positionen in Währungsaktiva	5,51	–	–	–	–

31. März 2006

Prozent	USD	EUR	GBP	JPY	Sonstige Währungen
Aktiva					
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,61
Schatzwechsel	4,77	2,39	–	0,02	1,06
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	4,78	2,63	4,57	–	–
Terminguthaben und Kredite an Banken	4,75	2,51	4,59	–	4,25
Staats- und andere Wertpapiere	4,76	3,41	4,80	0,60	4,99
Passiva					
Währungseinlagen	4,23	2,55	4,32	–	4,85
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,28
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	4,63	–	4,27	–	–

38. Konzentrationsanalyse

A. Verbindlichkeiten insgesamt

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Afrika	24 526,0	18 260,7
Asien-Pazifik-Raum	99 322,0	84 594,8
Europa	75 225,9	60 380,7
Nord- und Südamerika	51 769,1	41 394,6
Internationale Organisationen	7 918,6	3 914,3
Insgesamt	258 761,6	208 545,1

Die Währungs- und Goldeinlagen bei der Bank, hauptsächlich von Zentralbanken und internationalen Organisationen, bilden 90,8% (2006: 93,6%) ihrer gesamten Verbindlichkeiten. Am 31. März 2007 bestanden Währungs- und Goldeinlagen von 152 Kunden (2006: 154). Diese Einlagen weisen erhebliche Einzelkundenkonzentrationen auf: Auf Basis des Abwicklungsdatums entfallen auf vier Kunden je über 5% des Gesamtbetrags (2006: fünf Kunden). In Anmerkung 4 wird erläutert, wie die Bank das Klumpenrisiko in ihren Verbindlichkeiten handhabt.

B. Kreditzusagen

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Afrika	13,0	–
Asien-Pazifik-Raum	6 817,8	7 166,4
Europa	315,0	304,0
Nord- und Südamerika	66,0	–
Insgesamt	7 211,8	7 470,4

Anmerkung 36 enthält nähere Angaben zu den Kreditzusagen der Bank.

C. Außerbilanzielle Positionen

31. März

Mio. SZR	2007	2006
Afrika	1 573,7	975,2
Asien-Pazifik-Raum	14 325,4	13 410,4
Europa	318,4	560,2
Nord- und Südamerika	731,1	2 700,6
Insgesamt	16 948,6	17 646,4

Anmerkung 35 enthält nähere Angaben zu den außerbilanziellen Geschäften der Bank.

D. Aktiva insgesamt

Die Bank legt ihre Mittel vorwiegend am Interbankmarkt (bei globalen Finanzinstituten mit Sitz in G10-Ländern) sowie in G10-Staatsanleihen an. Auf eine geografische Gliederung der Aktiva der Bank wird hier verzichtet, da die Geschäftsleitung überzeugt ist, dass diese keinen angemessenen Eindruck des wirtschaftlichen Effekts der Anlagen der Bank vermitteln würde.

39. Nahestehende Personen

Die Bank betrachtet als nahestehend:

- Die Mitglieder des Verwaltungsrats
- Die Mitglieder der obersten Führungsebene der Bank
- Nahe Angehörige dieser Personen
- Unternehmen, die einen erheblichen Einfluss auf ein Mitglied des Verwaltungsrats oder der obersten Führungsebene ausüben könnten, sowie Unternehmen, auf die eine dieser Personen erheblichen Einfluss ausüben könnte
- Die Vorsorgeeinrichtungen der Bank
- Zentralbanken, deren Präsident Mitglied des Verwaltungsrats ist, und Institutionen, die mit diesen Zentralbanken verbunden sind

Eine Aufstellung der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Führungsebene findet sich im *Jahresbericht* unter „Verwaltungsrat“ und „Oberste Führungsebene“. Angaben zu den Vorsorgeeinrichtungen der Bank finden sich in Anmerkung 22.

A. Nahestehende natürliche Personen

Die in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchten Vergütungen für Mitglieder der obersten Führungsebene betragen insgesamt:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. CHF	2007	2006
Gehälter, Zulagen sowie Versicherungsdeckung Krankheit/Unfall	6,7	6,4
Vorsorgeleistungen	1,8	1,8
Vergütungen insgesamt in Mio. CHF	8,5	8,2
Gegenwert SZR	4,6	4,4

Anmerkung 28 enthält Einzelheiten zu den Vergütungen für die Mitglieder des Verwaltungsrats.

Die Bank bietet allen Personalmitgliedern und Verwaltungsratsmitgliedern persönliche Einlagenkonten an. Darüber hinaus führt sie gesperrte Einlagenkonten für bestimmte Personalmitglieder, die früher dem Sparfonds der Bank angehörten; dieser wurde 2003 geschlossen. Gemäß den Bestimmungen dieser Sperrkonten können die Personalmitglieder keine weiteren Einzahlungen leisten; wenn sie aus der Bank ausscheiden, wird ihnen das Guthaben ausbezahlt. Den Zinssatz für die persönlichen Einlagenkonten

und die Sperrkonten bestimmt die Bank gestützt auf den Satz, den die Schweizerische Nationalbank für ähnliche Personalkonten anbietet. Auf den persönlichen Einlagenkonten und den Sperrkonten der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Führungsebene der Bank waren folgende Bewegungen und Guthaben zu verzeichnen:

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. CHF	2007	2006
Stand am Jahresanfang	13,3	18,7
Hereingenommene Einlagen einschl. Zinsgutschriften (nach Abzug der Quellensteuer)	3,5	6,6
Abhebungen	(1,2)	(12,0)
Stand am Jahresende in Mio. CHF	15,6	13,3
Gegenwert SZR	8,5	7,1
Zinsaufwand auf Einlagen in Mio. CHF	0,4	0,5
Gegenwert SZR	0,2	0,3

Die Guthaben von Personen, die während des Geschäftsjahres zu Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der obersten Führungsebene der Bank ernannt wurden, sind in der obenstehenden Tabelle in den hereingenommenen Einlagen eingeschlossen. Die Guthaben von Personen, die während des Geschäftsjahres aus dem Verwaltungsrat oder der obersten Führungsebene der Bank ausgeschieden sind, sind in der obenstehenden Tabelle in den Abhebungen eingeschlossen.

B. Nahestehende Zentralbanken und verbundene Institutionen

Die BIZ erbringt Bankdienstleistungen für Zentralbanken, internationale Organisationen und sonstige öffentliche Institutionen. Dabei schließt sie im Rahmen des normalen Geschäftsganges Geschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen ab. Zu diesen Geschäften gehören die Gewährung von Krediten sowie die Hereinnahme von Währungs- und Goldeinlagen.

Die Konditionen sind bei diesen Geschäften grundsätzlich die gleichen wie bei Geschäften mit nicht verbundenen Kunden.

Währungseinlagen von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Stand am Jahresanfang	53 280,0	39 806,9
Hereingenommene Einlagen	184 721,8	175 323,0
Fälligkeiten, Tilgungen und Fair-Value-Änderungen	(182 058,0)	(156 074,1)
Nettoveränderung bei Kündigungskonten	(2 703,7)	(5 775,8)
Stand am Jahresende	53 240,1	53 280,0
Anteil an Währungseinlagen insgesamt am Jahresende	24,0%	28,6%

Goldeinlagen (Passiva) von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Stand am Jahresanfang	6 267,3	4 808,6
Hereingenommene Einlagen	83,3	–
Nettoabzüge und Goldpreisveränderung	3 773,2	1 458,7
Stand am Jahresende	10 123,8	6 267,3
Anteil an Goldeinlagen insgesamt am Jahresende	77,1%	67,9%

Von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere

Geschäftsjahr abgeschlossen
am 31. März

Mio. SZR	2007	2006
Stand am Jahresanfang	3 198,5	4 917,3
Platzierte besicherte Einlagen	680 101,7	1 095 001,1
Fälligkeiten und Fair-Value-Änderungen	(682 830,0)	(1 096 719,9)
Stand am Jahresende	470,2	3 198,5
Anteil an mit Rückgabvereinbarung angekauften Wertpapieren insgesamt am Jahresende	0,8%	16,4%

Sonstige Positionen gegenüber nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Die Bank hält Sichtkonten in Währungen bei nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen. Am 31. März 2007 betrug der Saldo dieser Konten insgesamt SZR 144,7 Mio. (2006: SZR 10,8 Mio.). Die Gold-Sichtkonten bei nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen beliefen sich am 31. März 2007 auf insgesamt SZR 11 837,7 Mio. (2006: SZR 7 132,0 Mio.).

Derivatgeschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Die BIZ schließt mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen Derivatgeschäfte ab, darunter Devisenkontrakte und Zinsswaps. Der gesamte Nominalwert dieser Geschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen in dem am 31. März 2007 abgeschlossenen Geschäftsjahr betrug SZR 17 005,8 Mio. (2006: SZR 10 948,1 Mio.).

40. Eventualverbindlichkeiten

Die Bank ist indirekt in Gerichtsverfahren in Frankreich verwickelt, die in Zusammenhang mit der obligatorischen Rücknahme aller BIZ-Aktien in Händen von Privataktionären im Jahr 2001 angestrengt wurden.

Im September 2004 wurde beim Handelsgericht in Paris eine Schadenersatzklage von einer Gruppe von Klägern eingereicht, die geltend machten, sie hätten im Zeitraum zwischen der Ankündigung der Aktienrücknahme am 11. September 2000 und dem entsprechenden Beschluss der außerordentlichen Generalversammlung vom 8. Januar 2001 ihre BIZ-Aktien am Markt verkauft. Die Klage wurde nicht gegen die BIZ eingereicht, sondern gegen JPMorgan

& Cie SA und Barbier Frinault, die die Bank bezüglich der angemessenen Entschädigung für die Aktienrücknahme beraten hatten. Die Bank könnte aber dennoch indirekt haften, nämlich aufgrund einer Schadloshaltungsklausel im Vertrag mit JPMorgan & Cie SA in Bezug auf etwaige Gerichtsverfahren und Kosten im Zusammenhang mit den erbrachten Beratungsdienstleistungen. Für diese Ansprüche ist keine Rückstellung gebildet worden.

In seinem Urteil vom 9. Oktober 2006 wies das Pariser Handelsgericht die Klage ab. Einige der Kläger haben das Urteil jedoch an das Pariser Appellationsgericht weitergezogen.

Die BIZ ist derzeit an keinem anderen nennenswerten Gerichtsverfahren beteiligt.

Bericht der Buchprüfer

Bericht der Buchprüfer
an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Wir haben den beiliegenden Jahresabschluss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (S. 218 bis 250) geprüft. Der Jahresabschluss setzt sich aus der Bilanz vom 31. März 2007 und der Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2006/07 zusammen, wie dies in den Statuten der Bank bestimmt wird, sowie aus den dazugehörigen Anmerkungen. Der Jahresabschluss ist von der Geschäftsleitung der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden“ wiedergegebenen Grundsätzen erstellt worden. Die Geschäftsleitung der Bank ist verantwortlich erstens für die Gestaltung, Umsetzung und Pflege des internen Kontrollsystems, das für die Erstellung und eine den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Darstellung des Jahresabschlusses erforderlich ist, der frei von wesentlichen Fehlaussagen aufgrund von Betrug oder Fehlern ist, zweitens für die Auswahl und Anwendung geeigneter Rechnungslegungsgrundsätze und drittens für die Ermittlung von Schätzwerten, die unter den gegebenen Umständen angemessen sind. 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.

Wir haben unsere Prüfung nach den International Standards on Auditing durchgeführt. Danach müssen wir ethische Anforderungen einhalten und die Prüfung so planen und durchführen, dass wir mit angemessener Gewissheit feststellen können, ob die Jahresrechnung frei von wesentlichen Fehlern ist. Eine Abschlussprüfung umfasst Verfahren, die Aufschluss über die Posten und Angaben in der Jahresrechnung geben. Die gewählten Verfahren hängen vom Ermessen der Buchprüfer ab, einschließlich der Einschätzung des Risikos von wesentlichen Fehlaussagen aufgrund von Betrug oder Fehlern in der Jahresrechnung. Bei dieser Risikoeinschätzung berücksichtigt der Revisor die internen Kontrollen, die für die Erstellung und angemessene Darstellung des Jahresabschlusses von Bedeutung sind, um Prüfverfahren festzulegen, die den Umständen angemessen sind, jedoch nicht, um sich zur Wirksamkeit der internen Kontrollen zu äußern. Ferner umfasst die Revision die Beurteilung der Angemessenheit der angewandten Rechnungslegungsgrundsätze und der Vertretbarkeit der von der Geschäftsleitung ermittelten Schätzwerte sowie eine Bewertung der Darstellung der Jahresrechnung als Ganzes. 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, und wir sind überzeugt, dass die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Gemäß unserer Beurteilung ist der Jahresabschluss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermittelt für das am 31. März 2007 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage entsprechend den in den Anmerkungen zum Jahresabschluss dargelegten Rechnungslegungsgrundsätzen und den Statuten der Bank.

Deloitte AG

Dr. Philip Göth

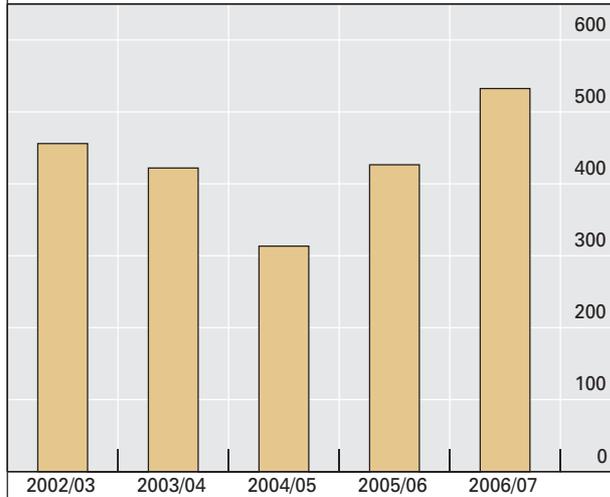
Pavel Nemecek

Zürich, 7. Mai 2007

5-Jahres-Überblick

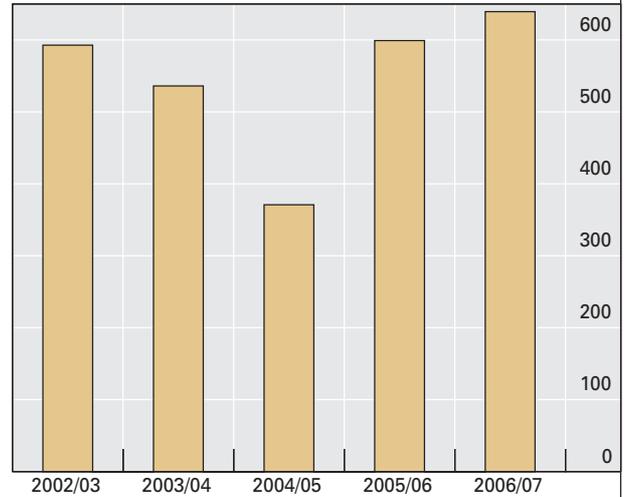
Operativer Gewinn

Mio. SZR



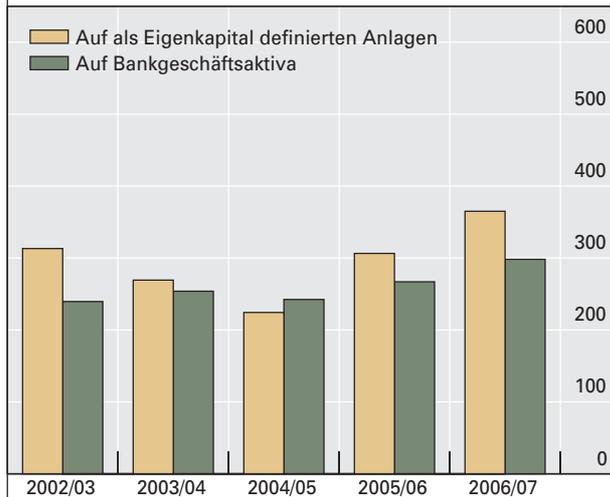
Reingewinn

Mio. SZR



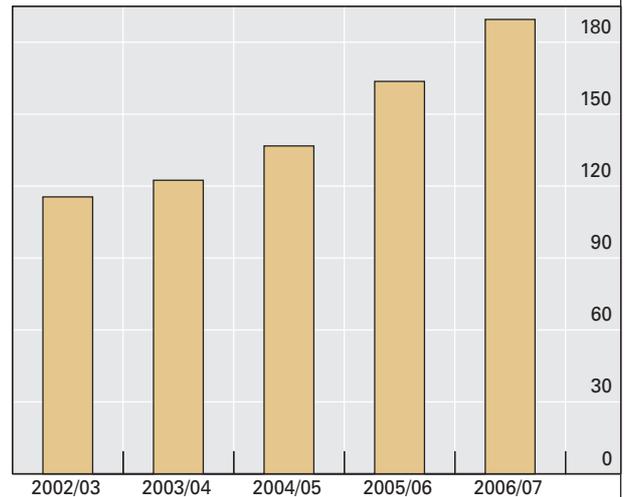
Nettozinsertrag auf Währungsanlagen

Mio. SZR



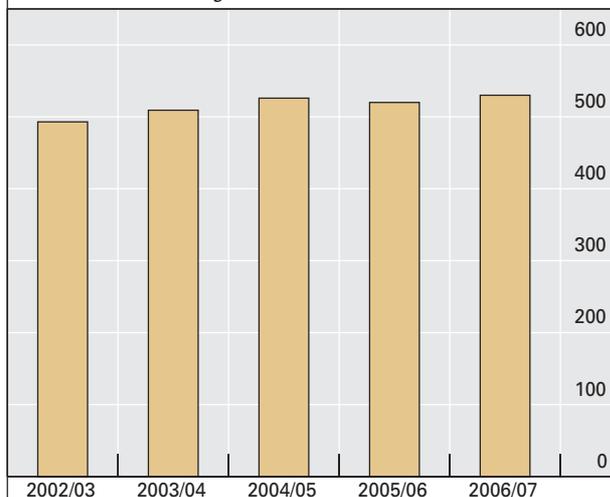
Durchschnittliche Währungseinlagen (Basis Valutadatum, periodengerecht abgegrenzt)

Mrd. SZR



Durchschnittliche Anzahl Beschäftigte

In Vollzeitstellen umgerechnet



Geschäftsaufwand

Mio. CHF

