

---

# BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

---

## 68. JAHRESBERICHT

---

1. APRIL 1997–31. MÄRZ 1998

BASEL, 8. JUNI 1998

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 68. Jahresbericht

1. April 1997–31. März 1998

Basel, 8. Juni 1998



© Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 1998  
CH-4002 Basel, Schweiz

Alle Rechte vorbehalten. Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle angegeben wird.

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-398-X

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

Englische Version auch auf der BIZ-Website im Internet verfügbar  
(<http://www.bis.org>).

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
I. Einleitung: Symptome von Ursachen unterscheiden .....	3
Ansteckung und wirtschaftspolitische Reaktionen .....	6
Krisenprävention und Krisenmanagement .....	9
II. Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern .....	11
Schwerpunkte .....	11
Entwicklung in den sieben größten Volkswirtschaften .....	13
Entwicklung in anderen Industrieländern .....	17
Makroökonomischer Policy Mix .....	20
<i>Entwicklung des Finanzvermögens und der Ausgaben</i> .....	23
<i>Arbeitsmärkte</i> .....	25
<i>Einfuhrpreise und Inflation</i> .....	27
Außenhandel, Leistungsbilanzsalden und Direktinvestitionen .....	29
<i>Außenhandel</i> .....	29
<i>Leistungsbilanzsalden in den Industrieländern</i> .....	30
<i>Trendüberblick bei den Direktinvestitionen</i> .....	31
III. Wirtschaftspolitik und -entwicklung in der übrigen Welt .....	37
Schwerpunkte .....	37
Unruhen an den asiatischen Finanzmärkten: Gesamtwirtschaftliche Hintergründe ..	38
Entwicklungen in einzelnen asiatischen Ländern .....	42
<i>Die Krise in Südostasien</i> .....	44
<i>Republik Korea</i> .....	46
<i>Übrige asiatische Volkswirtschaften</i> .....	47
Besondere Aspekte der Krisen in Asien .....	50
<i>Realer Außenwert und BIP</i> .....	50
<i>Wechselkurse und Preisentwicklung</i> .....	52
Entwicklung in Lateinamerika .....	54
Afrika und Naher Osten .....	57
Jüngste Entwicklungen der Wirtschaft und der Finanzmärkte in den	
Volkswirtschaften im Übergang .....	58
<i>Osteuropa</i> .....	59
<i>Rußland</i> .....	60
IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern .....	62
Schwerpunkte .....	62
Geldpolitik in den USA .....	62
Geldpolitik in Japan .....	65

	Seite
Geldpolitik in den WWU-Ländern .....	67
<i>Deutschland, Frankreich, Belgien und Österreich</i> .....	68
<i>Irland, Finnland und Niederlande</i> .....	68
<i>Italien, Spanien und Portugal</i> .....	68
Geldpolitische Fragen im Vorfeld der WWU .....	71
<i>Festlegung der Geldpolitik</i> .....	71
<i>Geldpolitische Strategie</i> .....	73
Länder mit expliziten Inflationszielen .....	74
<i>Institutionelle Rahmenbedingungen</i> .....	74
<i>Gestaltung der Geldpolitik</i> .....	75
Transparenz der Geldpolitik .....	79
 V. Preise von Vermögenswerten und professionelles Portfoliomanagement .....	 85
Schwerpunkte .....	85
Preise von Vermögenswerten .....	85
<i>Aktienmärkte</i> .....	86
<i>Anleihemärkte</i> .....	90
<i>Immobilienmärkte</i> .....	93
Institutionelle Anleger und Finanzmärkte .....	93
<i>Merkmale und Entwicklung der Marktteilnehmer</i> .....	95
<i>Fragen der Portfolioallokation</i> .....	99
<i>Anlegervielfalt und Rückkopplungsmechanismen</i> .....	101
<i>Das Verhalten der institutionellen Anleger während der Ereignisse von 1997</i> .....	103
<i>Ausblick</i> .....	107
 VI. Wechselkurse und Kapitalverkehr .....	 110
Schwerpunkte .....	110
US-Dollar, D-Mark und Yen .....	110
<i>US-Dollar und Konjunkturentwicklung</i> .....	110
<i>Aussichten für den US-Dollar</i> .....	116
Währungsentwicklung in Asien .....	118
Rohstoffpreise und Wechselkurse .....	125
Europäische Wechselkurse und WWU .....	126
 VII. Finanzintermediation und Asien-Krise .....	 131
Schwerpunkte .....	131
Explosionsartige Ausweitung der Inlandskredite und Instabilität des Finanzsystems .....	132
Reichliche weltweite Liquidität .....	136
Management der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten .....	143
Die einzelnen Phasen der Krise .....	146
Reaktion der Wirtschaftspolitik .....	149
<i>Offizieller Liquiditätsbeistand</i> .....	150
<i>Geldpolitik</i> .....	152
 VIII. Internationale Finanzmärkte .....	 159
Schwerpunkte .....	159
Internationales Bankgeschäft .....	161
<i>Geschäft mit Ländern im Berichtsgebiet</i> .....	163
<i>Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i> .....	164

	Seite
Internationale Wertpapiermärkte .....	166
<i>Sektor und Nationalität der Emittenten</i> .....	168
<i>Instrumentkategorien</i> .....	169
<i>Aufgliederung nach Währung</i> .....	170
<i>Auswirkungen der Asien-Krise</i> .....	171
<i>Einfluß der WWU</i> .....	171
Internationale Märkte für derivative Instrumente .....	172
<i>Börsengehandelte Instrumente</i> .....	173
<i>Außerbörsliche Instrumente</i> .....	176
Globalisierung und Finanzgeschäft .....	178
 IX. Schlußbemerkungen: Risiken und Präventivmaßnahmen aufzeigen .....	 181
Gesamtwirtschaftliche Aussichten und Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik .....	183
Liberalisierung im Finanzsektor und struktureller Wandel .....	186
Krisenprävention und Krisenmanagement .....	188
 .....	
Die Tätigkeit der Bank .....	193
Internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich .....	193
<i>Basler Ausschuß für Bankenaufsicht</i> .....	194
<i>Ständiger Ausschuß für Euromarktangelegenheiten</i> .....	196
<i>Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	197
<i>Beiträge der BIZ zur Arbeit der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften</i> .....	199
<i>Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen</i> .....	200
<i>Ausschuß der EDV-Fachleute</i> .....	201
<i>Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken</i> .....	201
<i>Beiträge der BIZ zur Arbeit der Zehnergruppe</i> .....	201
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	202
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	202
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	203
<i>Pfandhalter für brasilianische Anleihen</i> .....	203
<i>Pfandhalter für peruanische Anleihen</i> .....	203
<i>Pfandhalter für Anleihen von Côte d'Ivoire</i> .....	203
Finanzhilfe für Zentralbanken .....	204
Zusammenarbeit mit offiziellen Kommissionen bei der Forschung über die Tätigkeit der BIZ während des Zweiten Weltkriegs – Öffnung des Archivs .....	 204
Die Tätigkeit der Bankabteilung .....	204
<i>Passiva</i> .....	204
<i>Aktiva</i> .....	205
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	205
Erweiterung des Kreises der Aktionärszentralbanken .....	207
Veränderungen im Verwaltungsrat .....	207
 Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1998 .....	 209
 Verwaltungsrat .....	 224
 Oberste Führungsebene der Bank .....	 225

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 13. und dem 20. Mai 1998 abgeschlossen.



## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern</b>	
Inflation, Produktionslücken und Wechselkurse*	12
Arbeitslosigkeit und Veränderung der realen Lohnstückkosten*	14
Die Informatikbranche in der US-Wirtschaft	15
Reales BIP-Wachstum und Verbraucherpreisinflation 1997*	18
Veränderung des Saldos der öffentlichen Haushalte nach Komponenten*	21
Salden der öffentlichen Haushalte und Ersparnis der privaten Haushalte*	22
Inlandsersparnis in ausgewählten Ländern	22
Öffentliche Schulden 1997*	23
Reale Aktienkurse und Verbrauch der privaten Haushalte in ausgewählten Ländern	24
Arbeitslosenquoten 1996 und 1997*	25
Entwicklung der Beschäftigung insgesamt und im verarbeitenden Gewerbe	26
Einfuhrpreise und inländische Inflationsrate	28
Welthandel und -produktion	29
Außenhandelsindikatoren und Leistungsbilanzsaldo	30
Direktinvestitionen im Trendvergleich	32
Direktinvestitionen und Produktionslücke in OECD-Ländern*	32
Direktinvestitionen in ausgewählten Ländern und Regionen*	34
Exporte und Direktinvestitionen nach Regionen	36
<b>Wirtschaftspolitik und -entwicklung in der übrigen Welt</b>	
Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen	38
Makroökonomische Merkmale ausgewählter asiatischer Volkswirtschaften	39
Direktinvestitionen und Exporte*	40
Realer Außenwert der Währungen in Asien*	41
Kurzfristige Auswirkungen der Finanzkrise in Asien	43
Inflation, reale Zinssätze und Wechselkurse in Asien*	45
BIP-Wachstumsprognosen für 1998 und Außenwert der Währungen*	50
Wechselkursentwicklung und Inflation in ausgewählten Ländern	53
Inflation, reale Zinssätze und Wechselkurse in Lateinamerika*	55
BIP-Wachstum und Inflation der Volkswirtschaften im Übergang*	58
Finanzindikatoren in Osteuropa*	59
<b>Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern</b>	
Wirtschaftsindikatoren in den USA*	63
Dynamische Prognosen für den Tagesgeldsatz*	64
Wirtschaftsindikatoren in Japan*	66
Produktionslücken, Inflation und Zinssätze in den Ländern der WWU*	69
Konvergenz in den Ländern der WWU*	70
Zinssätze im WWU-Raum: tatsächliche Werte und hypothetische Werte gemäß der Taylor-Regel*	72
Inflation und Notenbanksätze in ausgewählten Ländern*	76
Veränderungen der Notenbanksätze	77

	Seite
Transparenz der Geldpolitik .....	79
Langfristige Inflationserwartungen, Inflation und Anleiherenditen* .....	81
Reagibilität der Wechselkurse auf unerwartete Inflationsentwicklungen* .....	82

## Preise von Vermögenswerten und professionelles Portfoliomanagement

Aktienmarktindizes* .....	86
Volatilität auf den Aktienmärkten* .....	87
Angestrebte Mindestrenditen auf Aktienkapital* .....	88
Wertkennzahlen von Aktienkursen .....	89
Differenz der Anleiherenditen* .....	90
Geplante Vermögenspositionen der Fondsmanager nach Kategorie* .....	91
Volatilität der Anleiherenditen* .....	91
Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise .....	92
Institutionelle Anleger 1995 weltweit .....	94
Wachstum der Kapitalanlagegesellschaften .....	96
Wachstum der Pensionsfonds .....	97
Wachstum der Versicherungsgesellschaften .....	99
Internationale Diversifizierung institutioneller Portefeuilles 1996 .....	100
Zahlungsströme von Pensionsfonds in aufstrebende Volkswirtschaften* .....	104
Geschätzte Portfoliositionen von Hedge Funds in den aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	105
Zahlungsströme an international operierende US-Aktieninvestmentfonds* .....	106
Zahlungsströme an US-Aktieninvestmentfonds* .....	107
Angebotstrends bei öffentlich verfügbaren Aktien und Staatstiteln* .....	108

## Wechselkurse und Kapitalverkehr

Wechselkurs des Yen und der D-Mark gegenüber dem US-Dollar* .....	111
6-Monats-Zinsterminsätze* .....	111
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen .....	112
Portfolioströme von Japan in die USA* .....	112
Yen-Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversals* .....	113
Wahrscheinlichkeitsverteilungen der D-Mark gegenüber dem US-Dollar* .....	114
Wechselkurse und Aktienmärkte* .....	115
Kaufkraftparität und fundamentaler Gleichgewichtswert des US-Dollars (geschätzt) .....	116
Offizielle Währungsreserven .....	117
Wechselkurse, implizite Volatilität und Rating-Änderungen in Asien* .....	119
Exportkonkurrenz und Wechselkurse in Asien* .....	120
Korrelation der Dollarrenditen an den Geldmärkten aufstrebender Volkswirtschaften .....	122
Korrelation der Dollarrenditen auf dem tschechischen und dem thailändischen Geldmarkt* .....	123
Devisenumsätze und Volatilität der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften ..	124
Rohstoffpreise, Wechselkurse und der Satz für die Goldleihe* .....	125
Wechselkurse europäischer Währungen gegenüber der D-Mark* .....	126
Veränderungen der Terminkurse gegenüber der D-Mark* .....	127
Umsatz an zwei europäischen Devisenmärkten* .....	128
Internationale Bestände an Bankeinlagen Ende 1997 .....	129

## Finanzintermediation und Asien-Krise

Kreditexpansion und Kennzahlen für den Bankensektor .....	133
Liquidität, Aktienkurse und Bankkredite an aufstrebende Volkswirtschaften* .....	136
Internationale Bankkredite und Anleihefinanzierungen in fünf asiatischen Ländern	137
Kurs/Gewinn-Verhältnisse an ausgewählten Märkten Asiens* .....	138

	Seite
Spreads bei Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften*	141
Asien-Krise und Ratings staatlicher Schuldner	142
Kurzfristige Auslandsverschuldung in Prozent der Währungsreserven	144
Kapitalverkehr asiatischer Länder	146
Chronologie der Krise	147
Korrelation mit wöchentlichen Kursbewegungen der thailändischen Aktienbörse	148
Private Nettokapitalströme nach Asien und Lateinamerika	149
Offizielle Finanzierungszusagen	151
Zinssätze und Wechselkurs während der Krise	153
Kurzfristige Realzinsen bei unterschiedlichen Deflatoren	155
Reales Wachstum der Bankkredite*	156
Immobilienpreise	157

## Internationale Finanzmärkte

Geschäft an den internationalen Finanzmärkten*	159
Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt)	160
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts	161
Internationale Bankkredite*	162
Aufgliederung des internationalen Bankkreditgeschäfts nach Währung und Nationalität*	163
Auslandsforderungen der Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	164
Internationale Bankkredite an verschiedene Regionen*	165
Internationale Bankkredit- und Schuldtitelfinanzierungen in Asien und Lateinamerika*	166
Hauptmerkmale der internationalen Schuldtitelemissionen	167
Internationale Zinssätze*	168
Hauptmerkmale der internationalen Anleihe- und Notes-Märkte*	169
Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente	173
Börsengehandelte Derivate	174
Umsatz börsengehandelter Financial Futures und Optionen*	175
Neue Zins- und Währungsswaps*	177



## 68. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 8. Juni 1998 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 68. Geschäftsjahr (1. April 1997–31. März 1998) vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt 259 160 599 Goldfranken, verglichen mit 194 289 449 Goldfranken im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 1997/98 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (s. S. 205f. des vorliegenden Berichts).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 52 549 459 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 300 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden. Anzumerken ist, daß die Dividende für die 40 während des Geschäftsjahres begebenen neuen Aktien entsprechend dem jeweiligen Zeichnungsdatum anteilig gezahlt wird.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 41 322 228 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 162 288 912 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1997/98 den Aktionären am 1. Juli 1998 gezahlt.

Basel, 20. Mai 1998

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor





## I. Einleitung: Symptome von Ursachen unterscheiden

Es ist verständlich, daß die Krise in Asien enorme Aufmerksamkeit erregt hat. Einige Schwierigkeiten waren vorhersehbar gewesen, aber der abrupte Ausbruch der Krise, die unaufhaltsame Ausbreitung auf andere Länder und das Ausmaß des Einbruchs der Wechselkurse und der Preise von Vermögenswerten waren allesamt unerwartet und in jüngerer Zeit ohne Beispiel. Der Schock war um so größer, weil sich ein Konsens herauszubilden begonnen hatte, daß Asien das Vorbild für die Zukunft sei. Auch ist nicht völlig sicher, daß das Schlimmste inzwischen überstanden ist. Zwar haben sich die Finanzmärkte etwas stabilisiert, aber wie stark die inländischen Unternehmen und ihre Kreditgeber tatsächlich in Mitleidenschaft gezogen wurden, bleibt abzuwarten, ebenso wie die wirtschaftlichen und sozialen Kosten noch nicht in vollem Umfang abzusehen sind. Die binnenwirtschaftlichen Ursachen der Krise sind im nachhinein nur allzu offensichtlich. Sie hätten vermieden werden können und müssen. Ein übermäßiges Kreditwachstum und eine damit verbundene übermäßige Ausweitung des Kapitalstocks, unzureichend beaufsichtigte Bankensysteme, Preisblasen bei Vermögenswerten und allzu starre Wechselkursbindungen spielten in allen betroffenen Ländern in unterschiedlichem Maße eine Rolle. Es wäre aber ein Fehler, daraus den Schluß zu ziehen, daß bei einer besseren Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern alle Schwierigkeiten leicht vermeidbar gewesen wären. Internationale makroökonomische Ungleichgewichte haben wesentlich zu den Entwicklungen in Asien beigetragen und werden sich möglicherweise auch noch auf andere Weise manifestieren.

Ein bedeutender außenwirtschaftlicher Einfluß waren die unerwartet hartnäckigen Konjunkturunterschiede zwischen den großen Industrieländern. Die lebhafte Inlandsnachfrage in den USA stand in scharfem Kontrast zur stagnierenden bzw. rückläufigen Inlandsnachfrage in Deutschland und Japan (s. Kapitel II). Die jüngste Stärke des US-Dollars gegenüber der D-Mark und dem Yen könnte weitgehend als natürliche Begleiterscheinung dieser Konjunkturunterschiede interpretiert werden. Die Unterschiede sind jedoch ihrerseits das Ergebnis ungewöhnlicher binnenwirtschaftlicher Entwicklungen. In den USA konnte sich der Aufschwung dank eines überraschend schwachen Preisauftriebs im Inland mit nur minimalem Eingreifen der Geldpolitik fortsetzen. In Japan trugen die anhaltenden konjunkturellen Bremseffekte infolge der Schwierigkeiten im Finanzsektor zu beispiellos niedrigen Zinssätzen und einer starken Ausweitung der Liquidität im Bankensystem bei. Auch in einer Reihe europäischer Länder blieben die Zinssätze nahe historischen Tiefständen.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, daß die Kapitalzuflüsse in andere Teile Asiens answollen, was zu einer entsprechenden realen Aufwertung der Währungen und wachsenden Handelsbilanzdefiziten führte (s. Kapitel III). Die

kräftige Erholung des Dollars gegenüber seinem Tiefstand von 1995 und die Wettbewerbsstärke der wiederauflebenden chinesischen Wirtschaft verschärften diesen Druck noch, da viele asiatische Länder ihre Währung an den Dollar gebunden hatten. Die Märkte reagierten schließlich, indem sie hohe nominale Abwertungen erzwangen, die noch übertroffen wurden, als die binnenwirtschaftlichen Schwächen zunehmend sichtbar wurden. In mancher Hinsicht scheint diese Entwicklung an die Krisen im EWS-Wechselkursmechanismus Anfang der neunziger Jahre zu erinnern, als Konjunkturunterschiede zwischen einer US-Wirtschaft mit Problemen im Finanzsektor und einem gerade wiedervereinigten Deutschland mit stetig aufwertender Währung dazu führten, daß Währungen, die an die D-Mark gebunden waren, nacheinander zur Zielscheibe spekulativer Angriffe wurden.

Während sich die konjunkturelle Lage der großen Industrieländer auseinanderentwickelte, tendierten die Inflationsraten zur Konvergenz auf relativ niedrigem Niveau. Diese Konvergenz ist zum Teil darauf zurückzuführen, daß sich die Nachfrage infolge der Wechselkursentwicklung von Ländern mit stärkerem Preisauftrieb zu Ländern mit größeren Kapazitätsreserven verlagerte. Zum Teil sind aber auch tieferreichende Kräfte am Werk, nämlich insbesondere die entschlossenere Stabilitätsorientierung der Geldpolitik (s. Kapitel IV), die haushaltspolitische Zurückhaltung in Europa und Nordamerika, die höhere Reagibilität der Märkte gegenüber einem verstärkten Wettbewerb angesichts der zunehmenden internationalen Integration und die kumulativen Effekte massiver Investitionen in computergestützte Technologien und damit verbundene Wirtschaftszweige. Die Asien-Krise und ihre Auswirkungen auf die Weltmarktpreise für Elektronikprodukte sowie Öl und andere Rohstoffe werden diese inflationshemmenden Trends verstärken, selbst wenn die Krise nicht weiter um sich greift.

Unabhängig davon, woher der Rückgang des Preisauftriebs stammt, haben die weltweiten Finanzmärkte – von der Asien-Krise einmal abgesehen – äußerst positiv darauf reagiert. Und selbst der Asien-Krise, die Ende 1997 eine verbreitete Flucht in die Qualität auslöste, wurden in jüngerer Zeit inflationsdämpfende Nebeneffekte für einige Industrieländer zugeschrieben. Entsprechend waren die Renditen erstklassiger Anleihen im vergangenen Jahr zumeist rückläufig, und in den ersten Monaten dieses Jahres verringerten sie sich besonders stark. Die Aufschläge für das Kreditrisiko, die sich 1997 ebenfalls vermindert hatten, vergrößerten sich angesichts der Asien-Krise, doch dieser Anstieg hatte sich bis April 1998 zu einem großen Teil wieder umgekehrt. Inzwischen fließt bereits wieder internationales Kapital in eine Reihe von Ländern, denen es zur Zeit der Turbulenzen in Asien gelang, spekulative Angriffe abzuwehren. Auch die Aktienmärkte in den meisten Industrieländern erholten sich nach einem Einbruch im Oktober rasch wieder, und die Kurse erreichten Rekordhöhen (s. Kapitel V), was darauf schließen läßt, daß die Effekte geringerer Inflation und niedrigerer Zinssätze eventuelle Bedenken der Anleger wegen potentieller Risikoengagements oder einer möglichen künftigen Verlangsamung des Ertragswachstums noch immer mehr als aufwogen.

Dieser Optimismus im Finanzbereich gründet sich zum Teil auf bestimmte Einschätzungen, die sich als richtig erweisen mögen oder auch nicht: daß sich in



den jüngsten US-Wirtschaftszahlen bereits eine „neue Ära“ des Produktivitäts- und Gewinnwachstums abzeichnet, daß diese in Europa durch eine Umstrukturierungswelle ebenfalls eingeläutet werden wird und daß die Renditen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin hoch genug sein werden, um die Risiken aufzuwiegen. Die lebhafte Entwicklung der Preise von Finanzaktiva lenkt die Aufmerksamkeit jedoch auch auf einige zugrundeliegende Trends, die möglicherweise beunruhigender sind. Erstens hat sich die weltweite Liquidität erheblich ausgeweitet, was an der jüngsten Beschleunigung der Geldmengenexpansion in vielen Ländern und dem bereits erwähnten ungewöhnlich niedrigen Zinsniveau sichtbar wird. Zweitens hinterläßt der Wandel im internationalen Finanzgeschäft seine Spuren. Der Wettbewerb im Finanzdienstleistungssektor hat sich massiv verschärft, und einige Banken haben sich möglicherweise verleiten lassen, größere Risiken als üblich einzugehen, um die sinkende Rentabilität ihrer Intermediationstätigkeit auszugleichen. In diesem Zusammenhang ist außerdem erwähnenswert, daß die Größe und die internationale Präsenz der institutionellen Nichtbankanleger wie Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentfonds etc. weiter zunehmen. Infolge des Abwärtstrends der nominalen Zinssätze für erstklassige Vermögenswerte dürften sowohl die Anleger selbst als auch die Portfoliomanager in ihrem Streben nach Wahrung ihrer Renditen versucht gewesen sein, die gestiegenen Risiken nicht ausreichend zu beachten.

Nach den Krisen in Mexiko und in den nordischen Ländern hat die Asien-Krise erneut unterstrichen, daß makroökonomische Stabilität und Finanzstabilität miteinander Hand in Hand gehen. Eines allein genügt nicht. Wird eines von beiden vernachlässigt, wächst außerdem die Gefahr beträchtlich, daß auch das andere in Mitleidenschaft gezogen wird, und es drohen erhebliche Multiplikatorwirkungen. Es stimmt, daß die Verpflichtung auf Haushaltsdisziplin und Preisstabilität seit zwei Jahrzehnten zunehmend öffentliche Unterstützung findet. In den meisten Industrieländern sind solche Ziele inzwischen die Norm, und auch die Entwicklungsländer machen sie sich immer mehr zu eigen. Erst seit kürzerer Zeit wird jedoch anerkannt, daß auch das Bankwesen und die Finanzsysteme der Stärkung bedürfen, und in einigen Ländern scheint es hier immer noch beträchtlichen politischen Widerstand zu geben, der sowohl nationalistische Stimmungen als auch tief verwurzelte Eigeninteressen widerspiegelt.

In den letzten Jahren haben die verschiedenen Ausschüsse nationaler Experten, die von der BIZ unterstützt werden, ihre Aufmerksamkeit zunehmend auf Fragen gelenkt, die für die Stabilität des internationalen Finanzsystems von Bedeutung sind. In Anbetracht der Globalisierung der Finanzmärkte spielen Vertreter aufstrebender Volkswirtschaften eine wachsende Rolle in Gremien, in denen Empfehlungen für internationale Standards und Praktiken ausgearbeitet werden. Die Umsetzung solcher Empfehlungen wird sicherlich erleichtert, wenn die Adressaten selbst an ihrer Erarbeitung beteiligt sind, aber man sollte sich keinen Illusionen hingeben, was die Größenordnung der nach wie vor bestehenden Probleme und der möglicherweise noch zu erwartenden Schwierigkeiten betrifft. Wenn die Asien-Krise einen Impuls gegeben hat, um diese notwendigen Initiativen für weltweite Reformen im Finanzsektor zu beschleunigen, dann hat sie bei ihren massiven Kosten zumindest auch einen wesentlichen Nutzen gehabt.

## Ansteckung und wirtschaftspolitische Reaktionen

Nach der ersten Abwertung des thailändischen Baht im Juli 1997 wurde eine ganze Schar von Währungen und Ländern der Region von einer Welle der Spekulation erfaßt. Rückblickend durfte eine solche Dynamik nicht überraschen, nachdem der Prozeß erst einmal durch irgendeinen Auslöser in Gang gebracht worden war. In vielen der betroffenen Länder wiesen die Exporte eine ähnliche Struktur auf wie in anderen Ländern der Region (s. Kapitel III und VI), und die Exportpreise (insbesondere für Elektronikprodukte) hatten sich in letzter Zeit abgeschwächt. Damit waren diese Länder für kompetitive Abwertungen sehr anfällig. Viele hatten in jüngerer Zeit beträchtliche kurzfristige Kapitalzuflüsse verzeichnet, und bei etlichen wurden Schwächen im Finanzsektor vermutet, auch wenn genaue Aussagen wegen der fast überall fehlenden Transparenz nicht möglich waren.

In einem so unsicheren Umfeld war es nur zu verständlich, daß die Anleger das Vertrauen in die asiatische Region insgesamt verloren, und diese Tendenz wurde dadurch verstärkt, daß die Wirtschaftspolitik in den am schwersten betroffenen Ländern unzureichend auf die Krise reagierte (s. Kapitel VII). Ein besonders großes Problem war, daß die Gebietsansässigen – wie nach einem Jahrzehnt der Währungsstabilität vielleicht zu erwarten – umfangreiche kurzfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten hatten und immer verzweifelter nach Absicherung für ihre Positionen suchten, als die sich ausbreitende Krise Verluste zunehmend wahrscheinlich werden ließ. Schließlich, als in manchen Fällen nicht einmal mehr Handelskredite gewährt wurden, nahm die Situation den Charakter einer Liquiditätskrise oder eines „Run“ klassischen Ausmaßes an.

Welchen Schaden die höheren Zinssätze und niedrigeren Wechselkurse bisher angerichtet haben, hängt im wesentlichen von der Stärke bzw. Schwäche der volkswirtschaftlichen Eckdaten und insbesondere von der Verfassung des Bankensystems des betreffenden Landes ab. Indonesien ist am schwersten angeschlagen, während Singapur, Taiwan und Hongkong noch am glimpflichsten davongekommen sind. In Hongkong konnten die Währungsbehörden die Currency-Board-Regelung mit Bindung an den US-Dollar aufrechterhalten, allerdings um den Preis zeitweilig drastisch höherer Zinssätze und niedrigerer Preise von Vermögenswerten. Die Währungsbehörden Hongkongs profitierten – ebenso wie viele andere – erheblich von der wiederholten Erklärung der chinesischen Währungsbehörden, daß der Renminbi nicht abgewertet werden würde. Sonst hätte sich das Problem des Übergreifens der Krise sowohl innerhalb als auch außerhalb der Region noch beträchtlich verschärft.

Auch so waren die Auswirkungen der Krise in anderen Teilen der Welt bereits in unterschiedlichem Maße spürbar, wie beispielsweise in Osteuropa. Um die Zeit der Krise in Thailand mußte die tschechische Krone abgewertet und ein haushaltspolitisches Sparpaket eingeführt werden. Auch der russische Rubel geriet in den Sog der Spekulation und konnte nur mit Hilfe extrem hoher Zinssätze verteidigt werden. In Brasilien standen die Währung und der Aktienmarkt im Herbst 1997 ebenfalls stark unter Druck, erholten sich dann aber, als die Haushalts- und die Geldpolitik massiv gestrafft wurden. Viele andere Länder, darunter Polen, Griechenland, Estland und Südafrika, verzeichneten zu einem früheren oder späteren Zeitpunkt ähnliche Spannungen. Danach schienen sich die Märkte in Asien



wieder etwas zu stabilisieren; die Wechselkurse festigten sich zum Teil, und die Zinssätze gingen daraufhin allgemein etwas zurück. Es ist natürlich noch zu früh, daraus zu schließen, daß die Krise vorüber sei, vor allem in Ländern, deren Finanzsystem Schwächen aufweist oder deren Währung in den letzten Jahren real stark aufgewertet hat.

Die Industrieländer wurden von diesen Ereignissen bisher weniger in Mitleidenschaft gezogen, als anfänglich zum Teil befürchtet worden war. Dies hängt u.a. damit zusammen, daß die Exporte aus Asien noch nicht auf die niedrigeren Wechselkurse reagiert haben; weitere Gründe sind aber sicherlich die gesunkenen Rohstoffpreise und die erhöhte Ausgabenneigung infolge der seit etwa einem Jahr allgemein weniger straffen Konditionen an den weltweiten Finanzmärkten. Eine bedeutende Ausnahme, die Anlaß zur Besorgnis gibt, ist wohl Japan, dessen ohnehin beträchtliche binnenwirtschaftliche Probleme durch die Schwierigkeiten in anderen asiatischen Ländern noch verschärft werden und umgekehrt.

Nach einem vielversprechenden Beginn im Jahr 1997 brach die Inlandsnachfrage in Japan mit der deutlichen Straffung der Haushaltspolitik im April ein. Eine Reihe von Schocks trübten das Konsum- und das Investitionsklima zusätzlich: die wachsende Arbeitslosigkeit und die Furcht vor einer bevorstehenden Umstrukturierung in der Industrie, die Asien-Krise und ein damit verbundener Rückgang der Exporte in die Region sowie die labile Verfassung des japanischen Finanzsystems. Die Kreditrationierung, insbesondere für kleinere Unternehmen, die meist keinen Zugang zu anderen Finanzierungsquellen haben, hemmt die Wirtschaft bereits, und das beträchtliche Engagement der japanischen Banken gegenüber zweifelhaften asiatischen Schuldern kann solche Effekte nur noch vergrößern. Die japanische Wirtschaftspolitik reagierte mit zwei weiteren Konjunkturpaketen, denen bereits viele ähnliche Bemühungen vorangegangen waren. Da aber zuvor ein Konsens bestanden hatte, daß angesichts der demographischen Probleme die gesamtwirtschaftliche Ersparnis gestärkt werden muß, und die bisher erfolgten Steuersenkungen zeitlich befristet sind, bleiben die tatsächlichen Nachfrageeffekte abzuwarten. Die Liquidität im Bankensystem wurde angesichts sich ausweitender Kreditrisikoprämien, insbesondere für japanische Finanzinstitute, ebenfalls beträchtlich gesteigert. Nach vielen Jahren der Verzögerung, weil die Öffentlichkeit der Verwendung staatlicher Mittel zur Unterstützung des Finanzsektors ablehnend gegenüberstand, wird dieses grundlegende Problem endlich angegangen. Im März 1998 wurden ¥ 13 Bio. für die Aufstockung der Eigenkapitalausstattung der Banken und weitere ¥ 17 Bio. für die Stärkung des Einlagensicherungssystems bereitgestellt. Die Wirksamkeit der erstgenannten Maßnahme bleibt zweifelhaft, weil noch nicht bekannt ist, wie zwischen „guten“ und „schlechten“ Banken unterschieden und wie im Falle „schlechter“ Banken letztlich vorgegangen werden soll.

In Kontinentaleuropa sind die Effekte der Asien-Krise erheblich schwerer auszumachen. Zwar entfällt ein beträchtlicher Teil des europäischen Außenhandels auf Asien, doch sind die Exportaufträge noch nicht richtig ins Stocken geraten, und die Auswirkungen im Bereich der Direktinvestitionen (asiatische Investitionen in Europa und umgekehrt) scheinen bisher gering zu sein. Daß das Engagement der europäischen Banken in Asien fast so groß ist wie das der japanischen Banken, könnte Anlaß zu Besorgnis geben; diese wird jedoch dadurch gemildert, daß die

europäischen Banken in einer besseren Verfassung sind als die japanischen. Dennoch kommt dieser Schock zumindest für einige Länder in einem unglücklichen Moment. Frankreich dürfte immer noch eine gewisse Anfälligkeit aufweisen, wenngleich die Inlandsnachfrage vor kurzem begonnen hat, die Exporte als wichtigste Wachstumsquelle abzulösen. In Deutschland gibt es für einen solchen Prozeß noch immer kaum Anzeichen, obwohl die Arbeitslosigkeit in den westdeutschen Bundesländern zuletzt deutlicher als erwartet zurückgegangen ist. Außerdem ist in ganz Europa – u.a. im Hinblick auf die Maastricht-Kriterien – die Haushaltspolitik konsequent und in beträchtlichem Umfang gestrafft worden. Darüber hinaus spielten auch weiterhin Unsicherheiten in bezug auf sonstige wirtschaftspolitische Maßnahmen eine Rolle, so etwa die geplante 35-Stunden-Woche in Frankreich und Italien sowie Sozialversicherungs- und Steuerreformen in Deutschland.

Wie die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums 1997 in Kontinentaleuropa zeigt, sind jedoch auch einige starke Kräfte am Werk, die eine anhaltende Expansion unterstützen. Die längerfristigen Zinssätze sind zurückgegangen, die Aktienkurse sind gestiegen, und vor allem kam es zu Währungsabschwächungen gegenüber den Währungen der im Konjunkturzyklus weiter fortgeschrittenen Länder. Mit der wachsenden Überzeugung der Finanzmärkte, daß der Euro pünktlich und in einer breiten Gruppe von Ländern eingeführt wird, war der Effekt der Konvergenz auf die Preise von Vermögenswerten in den Ländern der Peripherie geradezu überwältigend. In einigen dieser Länder besteht die Hauptsorge jetzt in übermäßig lockeren Finanzierungsbedingungen und der Gefahr eines generelleren Preisauftriebs. Paradoxerweise dürfte die Asien-Krise diese Befürchtungen insofern noch verschärft haben, als die Entscheidung der Deutschen Bundesbank gegen eine weitere geldpolitische Straffung zumindest zum Teil auf Bedenken zurückzuführen war, wie sich die Entwicklungen in Asien auf die immer noch schleppende Wirtschaftsentwicklung in Deutschland auswirken würden.

In den USA wie auch im Vereinigten Königreich könnten die makroökonomischen Implikationen der Asien-Krise insgesamt nicht unwillkommen sein, zumal das Engagement der britischen Banken und der US-Banken in den von der Krise betroffenen Ländern begrenzt ist. In beiden Ländern hat die Produktion infolge der lebhaften Entwicklung der Inlandsnachfrage ein Niveau erreicht und möglicherweise sogar überschritten, das früher als mit einer stabilen Inflationsrate unvereinbar angesehen wurde. Bisher gibt es weniger sichtbare Anzeichen einer Inflation als erwartet, was zum Teil auf Produktivitätssteigerungen zurückzuführen sein könnte, aber ein gewisses Nachgeben der Auslandsnachfrage nach der Asien-Krise könnte als Absicherung gegen einen potentiellen Preisauftrieb betrachtet werden. In beiden Volkswirtschaften hat außerdem der Anstieg des Außenwerts der Währung erheblich dazu beigetragen, die Inflationsrate niedrig zu halten. Die Suche nach sicheren Anlagewährungen im Zusammenhang mit den Entwicklungen in Asien sowie der bevorstehenden Einführung des Euro könnte dieser Tendenz im Währungsbereich einen zusätzlichen Impuls verliehen haben.

Eine Folge der damit verbundenen günstigen Preisentwicklung ist, daß die Zinssätze in den USA und – in geringerem Maße – im Vereinigten Königreich niedriger gehalten werden konnten, als es sonst möglich gewesen wäre. Allerdings dürften sich die wachsenden Außenhandelsdefizite letztlich wieder auf den Wechselkurs auswirken, so daß Erfolge bei der Inflationsbekämpfung, die auf



diesem Wege erzielt wurden, auch wieder verlorengehen würden. Die ersten Anzeichen hierfür dürften bereits dann sichtbar werden, wenn der US-Dollar und das Pfund Sterling nicht mehr aufwerten. Ein weiteres Problem ist, daß die ungewöhnlich niedrigen Zinssätze dazu beitragen könnten, die Preise von Vermögenswerten auf ein Niveau zu treiben, das sich als unhaltbar erweisen könnte, wenn der Inflationsdruck und die Zinssätze schließlich zu steigen beginnen. Wenn die eine oder die andere Entwicklung eintreten sollte, selbst um etliche Zeit verzögert, würde sich das bestätigen, was eigentlich zu erwarten ist: Im Endeffekt wird die Asien-Krise für alle Beteiligten Nachteile bringen, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß. Die auf der Hand liegende Schlußfolgerung ist, daß Bemühungen um Krisenprävention sowohl für den öffentlichen als auch für den privaten Sektor weiterhin hohe Priorität haben müssen.

## Krisenprävention und Krisenmanagement

Daß Finanz- und Währungskrisen immer wieder auftreten und in den neunziger Jahren sogar häufiger geworden sind, weist eindeutig darauf hin, daß die Vorbeugemaßnahmen bisher nicht ausreichend waren. Dennoch hat sich in den letzten Jahren viel getan, und in einigen Bereichen wurden erhebliche Fortschritte erzielt. Die Kommuniqués der G7-Gipfel von Halifax, Lyon und Denver ebenso wie die nach dem Birmingham-Gipfel herausgegebenen Dokumente haben dieser Arbeit wesentliche Impulse verliehen.

Wenn Vorbeugemaßnahmen ergriffen werden sollen, um eine Krise abzuwenden, müssen die Marktteilnehmer und die Aufsichtsbehörden zunächst ausreichenden Zugang zu Informationen haben, die bei der Vorhersage einer solchen Krise von Nutzen sein dürften. Im letzten Jahr haben immer mehr Länder den Special Data Dissemination Standard des IWF übernommen. Bereits beschlossen sind auch etliche nützliche Änderungen der halbjährlichen Statistik der BIZ über die Gliederung der internationalen Bankkredite nach Fälligkeiten, Sektoren und Nationalität der berichtenden Banken (z.B. größerer Länderkreis, Gliederung nach eigentlichem Risiko und vierteljährliches Erscheinen). Allerdings ist eine bessere Information zwar eine notwendige, aber für sich genommen keine hinreichende Voraussetzung für die Verhinderung von Krisen. Ebenso notwendig sind der Weitblick, sich Krisen vorstellen zu können, und die Bereitschaft, vorbeugend zu handeln. Die Erfahrung in Asien führt dies sehr deutlich vor Augen. Aus der BIZ-Statistik ging die wachsende Anfälligkeit einiger dieser Länder gegenüber einem plötzlichen Abzug kurzfristiger internationaler Bankkredite klar hervor, und dennoch stiegen diese Kredite weiter an (s. Kapitel VIII). Andere offensichtliche Probleme, wie z.B. wachsende Leistungsbilanzdefizite und sinkende Kapitalrenditen, wurden gleichermaßen ignoriert. Es kommt also nicht nur darauf an, daß Informationen vorhanden sind, sondern auch darauf, wie sie verwendet werden.

Eine Reihe von Initiativen wurden bereits ergriffen, um durch Stärkung der Finanzsysteme auf nationaler wie auf internationaler Ebene zur Krisenprävention beizutragen. Vertreter der aufstrebenden Volkswirtschaften und der G10-Länder stellten in einem gemeinsamen Bericht über die Schwächen im Finanzsektor der aufstrebenden Volkswirtschaften eine Strategie für die Formulierung



solider Grundsätze und Praktiken in diesem Bereich vor. Darüber hinaus sprach dieser Bericht, der von über fünfzig Ländern in seinen Grundzügen unterstützt wurde, gezielte Empfehlungen aus, wie diese Strategie mit Hilfe der internationalen Finanzorganisationen und anderer Gremien umgesetzt werden könnte. Im Einklang hiermit wurden bei den Tagungen der Weltbank und des IWF in Hongkong die vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht gemeinsam mit Aufsichtsbehörden aus einer Reihe von Nicht-G10-Ländern aufgestellten *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* vorgelegt. Die Grundsätze sind in der internationalen Finanzwelt auf breite Zustimmung gestoßen, und der Basler Ausschuß arbeitet jetzt darauf hin, daß sie mit Hilfe der Weltbank, des IWF und anderer Institutionen wirksam umgesetzt werden. Ebenfalls mit dem Ziel, das internationale Finanzsystem zu stärken, veröffentlichten der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten, die beide bei der BIZ zusammentreten, Analysen und Empfehlungen zu einem breiten Themenbereich, der u.a. das Erfüllungsrisiko bei Devisenhandelstransaktionen, Abwicklungseinrichtungen für Wertpapier- und Derivatengeschäfte, Marktliquidität im Falle von Anspannungen und das Jahr-2000-Problem umfaßt. Die Themenvielfalt dieser Initiativen unterstreicht die Komplexität der behandelten Fragen und zeigt auch, daß große Anstrengungen notwendig sein werden, um die derzeitigen Schwachstellen im internationalen Finanzsystem nennenswert abzubauen.

Die internationale Staatengemeinschaft – mit dem IWF an der Spitze – versuchte die Situation in Asien mit immer größeren Liquiditätspaketen zu stabilisieren. Diese wurden nicht nur mit der traditionellen Konditionalität auf der Nachfrageseite sowie finanziellen Reformen kombiniert, sondern auch mit angebotsseitigen Maßnahmen zur Unterstützung des längerfristigen Wachstums. In einigen Fällen wurden ferner Anstrengungen unternommen, auf die ausländischen Banken einzuwirken, die fälligwerdenden Verbindlichkeiten asiatischer Schuldner zu erneuern oder umzuschulden. Die Angemessenheit einiger dieser Initiativen und die vorgesehenen Modalitäten ihrer Umsetzung sind bisweilen in Frage gestellt worden, aber die Komplexität und auch die Neuheit der vom IWF in Angriff genommenen Aufgabe dürfen nicht unterschätzt werden. Die Fiskalpolitik war in vielen der betroffenen Länder durchaus solide, aber in anderen Bereichen waren die Länder außerordentlich anfällig für eine Verschlechterung des Marktklimas. Darüber hinaus war die Asien-Krise die erste nach dem Zweiten Weltkrieg, bei der die wichtigsten internationalen Gläubiger Banken waren und die wichtigsten Schuldner dem Privatsektor angehörten. Für die Handhabung und die Bewältigung solcher Krisen gab es keine etablierten Lösungen; sie werden noch immer diskutiert. Auch in diesem Bereich wird es – wie bei der Krisenprävention – einige Jahre dauern, bevor alle Lehren aus dieser Erfahrung gezogen sind, und wahrscheinlich noch länger, bevor sie alle akzeptiert sind und umgesetzt werden. Diesen Vorbehalt klar vor Augen, wird in den Schlußbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts dennoch auf einige der denkbaren wirtschaftspolitischen Lösungsansätze eingegangen, die sich aus den zahlreichen überraschenden Ereignissen des Berichtszeitraums ergeben.

## II. Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

Anders als erwartet, verstärkte sich die gespaltene Konjunkturentwicklung, die den derzeitigen Aufschwung zu einem großen Teil prägte, im vergangenen Jahr weiter. In den USA beschleunigte sich das reale Wirtschaftswachstum auf fast 4%, obwohl die meisten Prognosen von einer allmählichen Abschwächung ausgegangen waren. In Japan dagegen stagnierte die Wirtschaftsentwicklung nach einem Wachstumsschub Anfang 1997, der vor allem durch vorgezogene Käufe angesichts einer bevorstehenden Verbrauchsteuererhöhung ausgelöst worden war; die Dynamik der privaten Inlandsnachfrage reichte nicht aus, um den restriktiveren fiskalpolitischen Kurs auszugleichen. In den Ländern der Europäischen Union war das durchschnittliche Wachstum 1997 höher als 1996, blieb aber hinter den meisten Prognosen zurück. Außerdem vergrößerten sich die konjunkturellen Unterschiede innerhalb der Region weiter, wobei das Vereinigte Königreich und einige der kleineren Länder einen beträchtlichen Vorsprung gegenüber den größeren Ländern auf dem Kontinent aufwiesen.

Diese Unterschiede im Wirtschaftswachstum, gepaart mit einer Aufwertung des US-Dollars und des Pfund Sterling gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen, schlugen sich auch in einer Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nieder. Infolge einer erheblichen Zunahme der Importe vergrößerte sich das US-Leistungsbilanzdefizit auf 2% des BIP. Gleichzeitig begann der japanische Leistungsbilanzüberschuß, der sich 1996 deutlich verringert hatte, wieder zu wachsen, als die Wirtschaft ins Stocken kam. Der zusammengefaßte Überschuß der EU-Länder, seit 1996 der wichtigste Gegenposten zum US-Defizit, erhöhte sich im vergangenen Jahr weiter, und einige Länder erreichten einen historischen Höchststand. Die potentiellen Wechselkurseffekte größerer Leistungsbilanzungleichgewichte wurden jedoch durch die Kapitalströme gemildert. Insbesondere die Direktinvestitionen weiteten sich deutlich aus, begünstigt durch grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen sowie das anhaltende Streben nach effizienteren Produktionsstrukturen.

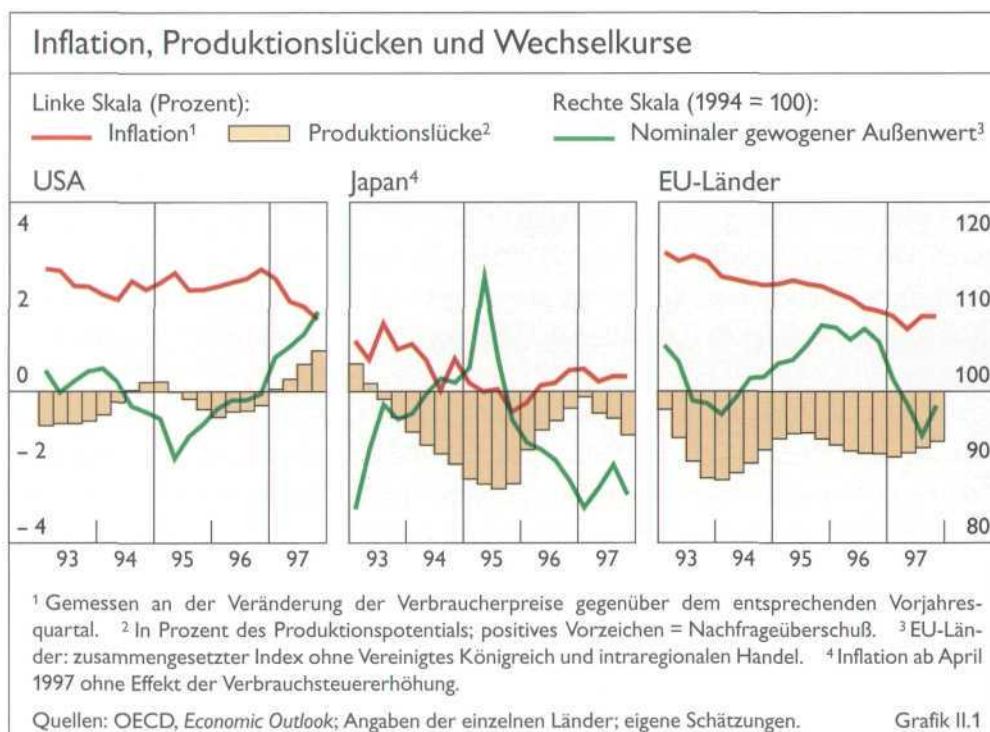
Die Unterschiede im Wirtschaftswachstum und in der konjunkturellen Ausgangslage hatten auch zur Folge, daß sich die Situation an den Arbeits- und Gütermärkten weiter auseinanderentwickelte. In den USA waren die Kapazitätsreserven 1997 bereits zu Jahresbeginn fast oder ganz ausgeschöpft, und die Arbeitslosenquote sank im Jahresverlauf auf 4,7%, den niedrigsten Stand seit 24 Jahren. In Japan erreichte sie dagegen einen neuen Höchststand. In den Ländern Kontinentaleuropas stieg die Unterbeschäftigung weiter an, wobei es jedoch beträchtliche Unterschiede zwischen großen und kleinen Ländern gab. In den meisten Ländern war die Arbeitslosigkeit zum Jahresende allerdings rückläufig.



Infolge der schleppenden Investitionstätigkeit war die Produktionslücke fast überall in Kontinentaleuropa recht klein.

Trotz der konjunkturellen Unterschiede bewegten sich die Inflationsraten sowohl zwischen den bedeutenden Ländern und Regionen als auch innerhalb der EU eher aufeinander zu als auseinander. Nachdem die Standardabweichung der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate in den Industrieländern 1992 noch rund 3¼% betragen hatte, verringerte sie sich im letzten Jahr auf nur 1%; in den kontinentaleuropäischen Ländern fiel sie sogar noch mehr. Ein Grund für diese positive Entwicklung war, daß sich die Währungen der im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Länder gegenüber den noch in der Anfangsphase der Erholung befindlichen Ländern tendenziell aufwerteten (s. Grafik II.1). Trotz der Spätphase des Konjunkturzyklus und entgegen früheren Verläufen beschleunigte sich außerdem das Produktivitätswachstum in der US-Wirtschaft im letzten Jahr, während in Japan die Produktion je Arbeitsstunde sank. Auch in Deutschland nahm die Produktivität schneller zu, aber weil der damit verbundene Rückgang der Lohnstückkosten meist in größere Gewinnspannen statt in niedrigere Preise umgesetzt wurde, war dies der Konvergenz der Inflationsraten innerhalb der EU nicht hinderlich. Schließlich wurde die Konvergenz auch durch den anhaltenden Preisrückgang bei Computern begünstigt, durch den insbesondere die US-Inflation gedämpft wurde.

Diese Kombination divergierender Güter- und Arbeitsmärkte und wachsender außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte mit einer konvergierenden Lohn- und Preisentwicklung wirft eine Reihe von Fragen auf. Einige davon betreffen Meßprobleme, andere dagegen die Angemessenheit und die Koordinierung der Wirtschaftspolitik.



## Entwicklung in den sieben größten Volkswirtschaften

Unter den größten Volkswirtschaften wiesen die im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen drei Länder alle ein deutlich über ihrem Potentialpfad liegendes Wirtschaftswachstum auf. Während sowohl die USA als auch das Vereinigte Königreich ihre Kapazitätsreserven bereits zu Beginn des Jahres 1997 fast oder ganz ausgeschöpft hatten, wurde die Erholung in Kanada durch die Verfügbarkeit brachliegender Ressourcen begünstigt. Anders als in anderen wichtigen Volkswirtschaften gingen die Wachstumsimpulse in den englischsprachigen Ländern außerdem hauptsächlich von der Inlandsnachfrage aus, während der außenwirtschaftliche Sektor die Expansion bremste.

Außergewöhnliche  
Konjunkturstärke  
in den USA ...

In den USA war die Wirtschaftsentwicklung im letzten Jahr sowohl im internationalen Vergleich als auch in historischer Betrachtung außergewöhnlich. Trotz eines starken Wachstums der Produktion und der Kreditvergabe waren die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte (steigende Inflationsrate, Übernachfrage nach Arbeitskräften, nicht aufrechterhaltbare Schuldenquoten etc.) nicht so ausgeprägt wie sonst in dieser Konjunkturphase üblich. Die beträchtlichen Produktivitätsgewinne machten es möglich, daß die Reallöhne im Gleichlauf mit den Gewinnen stiegen. So wurde der geldpolitische Kurs im wesentlichen unverändert beibehalten (s. Kapitel IV). Doch obwohl die Angst vor einem Preisdruck in näherer Zukunft allmählich nachließ, wirkten die Finanzmärkte weiterhin stabilisierend, denn die Nominalzinssätze gingen nicht so deutlich zurück wie die tatsächlichen und die erwarteten Inflationsraten, so daß die Realzinsen tendenziell stiegen. Ebenfalls stabilisierend wirkte die Aufwertung des Dollars, die die Einfuhr- und die Verbraucherpreise offenbar ungewöhnlich stark dämpfte (s. weiter unten). Trotz der realen Aufwertung des Dollars erhöhte sich das Volumen der Warenexporte um fast 16%, wodurch der US-Anteil am Weltexport auf den höchsten Stand seit 20 Jahren stieg. Hierbei spielten zwar auch die geringeren Margen bei Exportgütern eine Rolle, doch scheinen die ausländischen Produzenten die Gewinnspannen bei ihren Exporten in die USA noch mehr gekürzt zu haben. So profitierte das verfügbare Einkommen zusätzlich von Terms-of-Trade-Gewinnen.

... möglicherweise  
Anzeichen für  
Verbesserung der  
Eckdaten ...

Diese Entwicklungen werfen die Frage auf, ob die Produktionsschwelle, bei der sich die Inflation zu beschleunigen beginnt, im historischen Vergleich angestiegen ist. Einige Faktoren, wie etwa die Aufwertung des US-Dollars und der Rückgang der Einfuhrpreise, sind eindeutig nur vorübergehender Natur, auch wenn sie die Inflation auf kurze Sicht weiterhin dämpfen dürften. Auch die Beschleunigung bei der Zunahme des Arbeitskräfteangebots infolge einer Straffung der Sozialleistungen und der langsameren Expansion bei den Lohn- und Lohnnebenkosten wird den Anstieg der Arbeitskosten nur vorübergehend mildern. Andere Faktoren könnten dagegen dauerhaftere Veränderungen zur Folge haben. Erstens blieb der Kapazitätsauslastungsgrad in der Industrie unter bisherigen Höchstständen, was darauf hindeutet, daß der Investitionsboom zu einer erheblichen Ausweitung des Produktionspotentials geführt hat; in anderen Wirtschaftsbereichen, in denen die Produktion schwieriger zu messen ist, dürfte die Situation ähnlich sein. Zweitens gibt es – z.B. im Vereinigten Königreich – Anzeichen für Änderungen im Lohnverhalten, wodurch möglicherweise die für eine



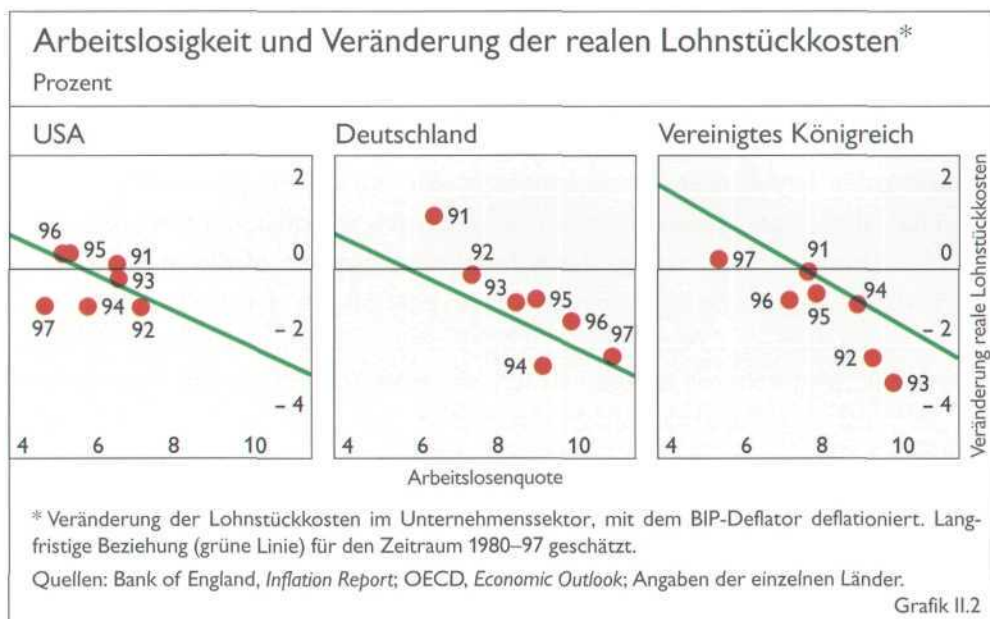
Beschleunigung der Inflation kritische Schwelle der Arbeitslosigkeit gesunken ist (s. Grafik II.2). Drittens hat sich die Nachfrage zugunsten solcher Wirtschaftsbereiche verschoben, bei denen die Unterscheidung zwischen realen und nominalen Veränderungen schwieriger ist, was bedeuten könnte, daß die Inflationsrate überzeichnet und das Produktionswachstum, wenn auch nicht unbedingt die Produktionskapazität, unterzeichnet ist. Viertens dürfte das rasche Investitions- wachstum in der Informationstechnologie das Produktionspotential in die Höhe getrieben und zu den umfangreichen Produktivitätszuwächsen im vergangenen Jahr beigetragen haben. Wie Tabelle II.1 zeigt, hat sich der Bereich der Informations- technologie deutlich und positiv auf das tatsächliche BIP-Wachstum ausgewirkt und in den letzten fünf Jahren auch zu einer Dämpfung des Preisauftriebs beige- tragen.

Die Rentabilität solcher Investitionen sowie ihr Beitrag zum Produktions- potential und zur gesamtwirtschaftlichen Faktorproduktivität bleiben dagegen unsicher. Die Technologieinvestitionen haben zwar enorm zugenommen, aber da diese Güter sehr schnell veralten, ist ihr Anteil am Nettokapitalstock des privaten Sektors und damit der langfristige Wachstumsbeitrag recht niedrig. Angesichts des Tempos, mit dem sich der technologische Wandel vollzieht und sich die Investi- tionen ausweiten, dürften die Unternehmen außerdem noch nicht in der Lage gewesen sein, ihre Organisations- und Produktionsstrukturen so anzupassen, daß sie in vollem Umfang von den neuen Technologien profitieren können. Ferner muß berücksichtigt werden, daß Meßfehler im Zusammenhang mit neuen Technologien und Produktivität das Wachstumspotential nur dann beeinflussen, wenn sie die Endprodukte und nicht nur die Zwischenprodukte betreffen.

Nach einem eher schleppenden Wachstum 1996 zog die Inlandsnachfrage in Kanada im vergangenen Jahr kräftig an, worin sich die Späteffekte niedrigerer Zinssätze sowie eines günstigeren gesamtwirtschaftlichen Klimas infolge sich verbessernder Arbeitsmarktbedingungen widerspiegeln. Als der Saldo des öffentlichen Gesamthaushalts in einen Überschuß umschlug, wurde der restriktive Kurs der Haushaltspolitik ebenfalls gelockert, doch vor allem verschwand als

... aber Größen-  
ordnung nach wie  
vor ungewiß

In Kanada  
kräftige Nachfrage-  
belebung ...



Die Informatikbranche in der US-Wirtschaft <sup>1</sup>			
	1992	1997	1992–97
	in Prozent der Gesamtsumme		Veränderung gegenüber Vorjahr in %
Reale Produktion der Informatikbranche	0,8	4,0	40,6
Reale Investitionen in Informatikausrüstungen	5,6	20,1	38,7
Realer Nettobestand an Informatikausrüstungen <sup>2</sup>	1,7 <sup>3</sup>	2,6 <sup>3</sup>	24,5
Reales BIP ohne Informatikbranche	99,2	96,0	2,2
Reales BIP insgesamt	100,0	100,0	2,9
BIP-Deflator ohne Informatikbranche	–	–	3,0
BIP-Deflator insgesamt	–	–	2,4

<sup>1</sup> Auf der Basis der Preise von 1992. <sup>2</sup> Daten für 1992 und 1995. <sup>3</sup> Nettobestand an Computern und Peripheriegeräten im Verhältnis zum privaten Nettokapitalbestand (ohne Wohnung).  
Quelle: US-Handelsministerium, *Survey of Current Business* (und Sonderbeitrag). Tabelle II.1

Reaktion auf den Konsolidierungserfolg die Risikoprämie auf kanadische Schuldverschreibungen. Daraufhin erhöhten sich die privaten Anlageinvestitionen um fast 15%, und bei einer gleichzeitigen Verbesserung des Konsumklimas und einer Erhöhung der Ausgaben der privaten Haushalte sank deren Sparquote auf den niedrigsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. In der Folge verlangsamte sich das Wachstum des kanadischen Außenbeitrags überraschend deutlich, berücksichtigt man die Dynamik der US-Wirtschaft, die relativ günstige Wettbewerbsposition und die große Produktionslücke. Die realen Einfuhren weiteten sich um 12½% aus, da sich der Schwerpunkt der Inlandsnachfrage zu importintensiven Gütern verlagerte. Außerdem blieb das Exportwachstum im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr weit hinter dem Wachstum der kanadischen Exportmärkte zurück. Ein Grund hierfür dürfte sein, daß die kanadischen Exporteure ihre Gewinnmargen ausgeweitet haben; die relativen Exportpreise sind in der Regel stärker gestiegen als die relativen Lohnstückkosten.

Auch im *Vereinigten Königreich* hat der Verbrauch der privaten Haushalte stark zugenommen. Dies ist zum Teil auf die Dynamik der Arbeitsmärkte zurückzuführen, spiegelt aber auch die beträchtlichen Vermögenszuwächse wider, die durch die Umwandlung der Rechtsform von Building Societies und Versicherungsgesellschaften entstanden. Gestiegene Immobilienpreise, Vermögenszuwächse und höhere verfügbare Einkommen begünstigten auch Investitionen im Wohnbau und im gewerblichen Bau. Wie in den USA erhöhte sich überdies das verfügbare Einkommen dank verbesserter Terms of Trade, was eine inflationsfreie Steigerung der Reallöhne wie auch der Gewinne erleichterte. Es gibt jedoch auch Anzeichen für eine Mäßigung im Lohnverhalten, da die Arbeitslosenquote, bei der die Lohnempfänger keinen Rückgang der Lohnquote mehr hinnehmen, gegenüber den achtziger Jahren zurückgegangen zu sein scheint (s. Grafik II.2). Anders als in Kanada blieb die dämpfende Wirkung des Außenbeitrags das Jahr über zumeist gering, denn angesichts der Aufwertung der Währung verringerten die Exporteure ihre Gewinnmargen, um ihre Marktanteile zu wahren. Gemessen an den relativen Lohnstückkosten hat sich der reale Außenwert der Währung seit 1995 um 26% erhöht, gemessen an den relativen Exportpreisen dagegen nur um 12%.

... wie auch  
im Vereinigten  
Königreich



Betrachtet man die kontinentaleuropäischen Länder, so blieb das Produktionswachstum in *Deutschland* leicht hinter der Prognose für 1997 zurück. Dies war zum Teil auf den unerwartet tiefen Einbruch im Baugewerbe zurückzuführen, dessen Auswirkungen in den ostdeutschen Bundesländern am stärksten ausgeprägt waren. Darüber hinaus haben sich im Osten Deutschlands trotz Haushaltstransfers in Höhe von jährlich 4% des BIP seit der Wiedervereinigung noch keine selbsttragenden Wachstumskräfte herausgebildet. Das Pro-Kopf-Einkommen beträgt weiterhin weniger als 60% des westdeutschen Niveaus, und wegen der hohen realen Lohnstückkosten ist der Dienstleistungssektor in den ostdeutschen Bundesländern nicht wettbewerbsfähig und nicht flexibel genug, um freigewordene Arbeitskräfte aus dem Baugewerbe aufzunehmen. Infolgedessen stieg die Arbeitslosenquote in Ostdeutschland im vergangenen Jahr auf fast 20%.

In Deutschland  
ungleichmäßige  
Erholung ...

Auch in Westdeutschland verschlechterte sich die Lage am Arbeitsmarkt; die Beschäftigung war im dritten Jahr in Folge rückläufig, und die deutschen Unternehmen setzten ihre Bemühungen um Kostensenkung und Effizienzsteigerung fort. So beschleunigte sich das Produktivitätswachstum, und die Lohnstückkosten sanken sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zu den Handelspartnern. Obwohl sich dadurch das Exportwachstum verbesserte und der Gewinnanteil stieg, erholten sich aber die Anlageinvestitionen der Unternehmen nur mäßig, was möglicherweise darauf zurückzuführen war, daß das Vertrauen in die Wirtschaftsentwicklung aufgrund unzureichender Strukturreformen gering, wenngleich im Steigen begriffen war. Auch die privaten Haushalte waren von einem Stimmungstief geprägt, und die erwartete Ausgabenbeschleunigung in diesem Sektor blieb aus.

... bei nach-  
lassender Arbeits-  
kräftenachfrage  
und verhaltenem  
Konsum der  
privaten Haushalte

In *Frankreich* war das schleppende Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte ebenfalls ein wesentlicher Grund für das relativ schwache Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 1997. In der zweiten Jahreshälfte löste jedoch die Inlandsnachfrage den Außenbeitrag als wichtigste konjunkturelle Antriebskraft ab. Angesichts niedrigerer Zinsen gewannen die Wohnbauinvestitionen an Dynamik, und auch der Verbrauch belebte sich. Die gewerblichen Anlageinvestitionen waren jedoch wie in Deutschland trotz einer günstigen Gewinnsituation recht schwach. Ein Grund dafür dürfte eine Verlagerung der Besteuerung von der Arbeit zum Kapital gewesen sein. Investitionshemmend wirkte darüber hinaus wohl auch die Unsicherheit hinsichtlich der Kosteneffekte der 35-Stunden-Woche, die ab dem Jahr 2000 gelten soll.

In Frankreich  
Verlagerung zur  
Inlandsnachfrage ...

In *Italien* gewann die Konjunkturerholung, die Ende 1996 eingesetzt hatte, im letzten Jahr an Fahrt, auch wenn einige bremsende Einflüsse am Werk waren. Erstens wurden – insbesondere im Hinblick auf die Einhaltung des entsprechenden Maastricht-Kriteriums – sowohl das tatsächliche als auch das strukturelle Haushaltsdefizit um nicht weniger als 4% des BIP gesenkt, was fast die Hälfte der seit 1991 erreichten Konsolidierung ausmacht. Zweitens sanken zwar die kurz- und langfristigen Nominalzinssätze angesichts der Haushaltskonsolidierung und der niedrigeren Inflationsrate, doch blieben die Realzinssätze relativ hoch, was den Wohnbau und die Unternehmensinvestitionen gehemmt haben dürfte. Drittens sahen sich die Exporteure trotz eines mäßigen Lohnwachstums einer realen Aufwertung der Lira gegenüber und kürzten offenbar ihre Gewinnspannen, um ihre Marktanteile zu wahren. So waren die Ausgaben der privaten Haushalte im

... und trotz  
bremsender  
Einflüsse auch in  
Italien

Japan hart an der  
Rezession

vergangenen Jahr der wichtigste Wachstumsmotor in Italien. Dies war aber vor allem auf Sonderanreize für den Kauf von Automobilen und einen weiteren Rückgang der Sparquote zurückzuführen.

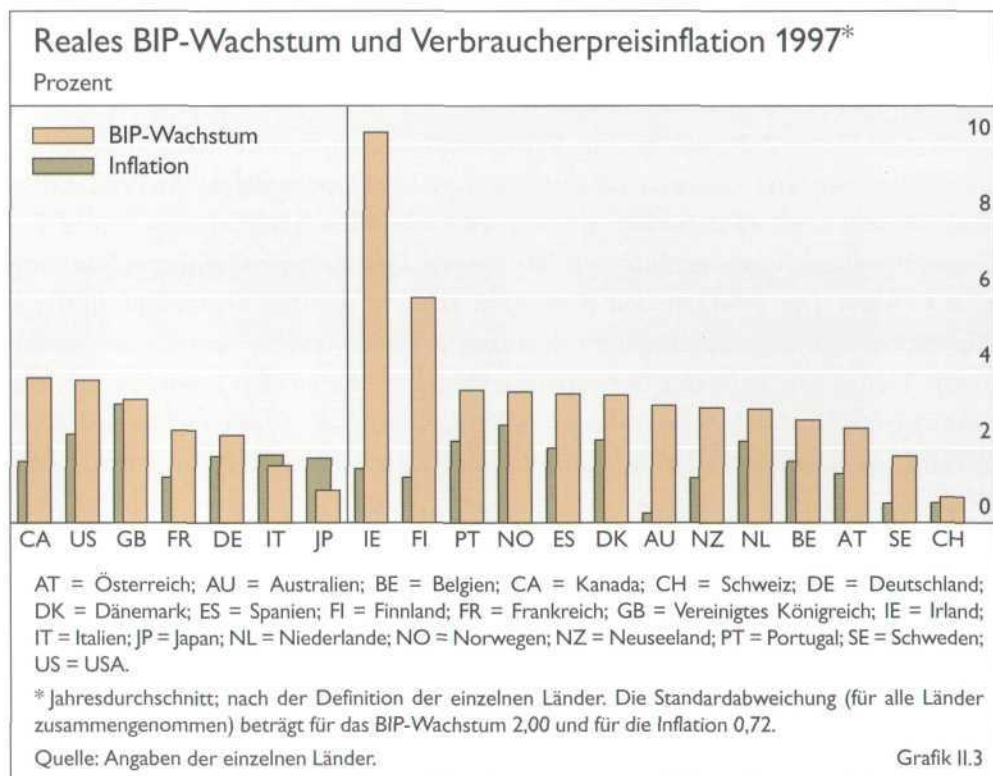
Japan hatte 1996 das größte Wirtschaftswachstum unter den wichtigsten Ländern verzeichnet, und auch im ersten Quartal 1997 expandierte die Produktion noch lebhaft, doch danach stagnierte die Wirtschaft bis zum Ende des Jahres. Ein Grund für diese Abschwächung war die ausgeprägte haushaltspolitische Straffung zum 1. April. Die direkten und indirekten Steuern wurden angehoben und die öffentlichen Infrastrukturausgaben drastisch gesenkt, und so konnte das strukturelle Defizit um 1½% des BIP verringert werden. Außerdem erwiesen sich die selbsttragenden Wachstumskräfte im privaten Sektor als schwächer als zunächst gedacht, was auch vermuten läßt, daß die verschiedenen steuerlichen Anreize, die 1992–95 bestanden hatten, wirksamer waren als bisher angenommen. Mit dem Wegfall der steuerlichen Anreize gingen sowohl die Ausgaben der privaten Haushalte als auch der Wohnbau und die Unternehmensinvestitionen stark zurück, während die Überbestände in den Lagern zunahmen. Als sich die Wirtschaft im weiteren Jahresverlauf an den Rand der Rezession bewegte, wenn nicht sogar darüber hinaus, und die Aktienkurse und Immobilienpreise weiter sanken, waren die Banken infolge der umfangreichen notleidenden Kredite aus der vorangegangenen Phase volatiler Preise von Vermögenswerten immer weniger in der Lage und bereit, Kredite zu vergeben. Insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen, die in stärkerem Maße auf die Binnenwirtschaft angewiesen sind und weniger Möglichkeiten zur Mittelaufnahme am Kapitalmarkt haben als die größeren exportorientierten Unternehmen, litten sehr unter der Verschärfung der Kreditkriterien, und sie standen beim Rückgang der Unternehmensinvestitionen an erster Stelle. Massive Liquiditätsspritzen der Bank of Japan sowie verschiedene Budgetmaßnahmen zur Stärkung des Finanzsystems (s. Kapitel IV) konnten die Situation nur begrenzt mildern. Schließlich verschlechterte sich die Lage am Arbeitsmarkt, und die nachteiligen Auswirkungen der Krise in anderen asiatischen Ländern begannen spürbar zu werden, was das Stimmungsbild bei privaten Haushalten und Unternehmen trübte. Hinzu kam die wachsende Unsicherheit über die Solidität des Finanzsystems, und die deflationären Kräfte in der Wirtschaft wurden weiter verschärft. Insgesamt verringerte sich die Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr um fast 2%, und nur das deutliche Wachstum des Außenbeitrags verhinderte einen entsprechenden Rückgang des realen BIP.

## Entwicklung in anderen Industrieländern

In den kleineren  
europäischen  
Ländern kräftige  
Wirtschafts-  
entwicklung

Besonders auffällig war in den kleineren Industrieländern im vergangenen Jahr, daß die Wirtschaft erheblich schneller wuchs als in den Ländern der Siebenergruppe und die Inflation dennoch niedriger war (s. Grafik II.3). Dies galt vor allem für Europa, wo der reale Außenwert der Währung in mehreren kleinen Ländern Anfang 1997 relativ gering war und diese Länder sowohl ein lebhaftes Wachstum der Inlandsnachfrage als auch eine Zunahme des Außenbeitrags verzeichnen konnten. Insgesamt haben die kleineren Länder außerdem die Deregulierung ihrer Arbeits- und Gütermärkte stärker vorangetrieben als die großen, und in mehreren Ländern trugen einkommenspolitische Maßnahmen und/oder





Wechselkursbindungen dazu bei, die Inflation niedrig zu halten. Darüber hinaus scheinen die kleineren Länder mehr von der Zinskonvergenz profitiert zu haben als manche größere. In einigen Ländern mit außergewöhnlich raschem Nachfragewachstum schien die Konvergenz der Nominalzinssätze jedoch eindeutig im Widerspruch zu stehen zu den geldpolitischen Erfordernissen hinsichtlich der Eindämmung des Inflationsrisikos auf kürzere Sicht (s. Kapitel IV).

Eine lebhafte Angebotsentwicklung war besonders in *Irland* zu beobachten, wo das jährliche Produktionswachstum seit 1994 bei durchschnittlich über 9½% liegt. Darüber hinaus blieben die Nominallohnsteigerungen niedrig, obwohl sich das Produktivitätsgefälle zwischen den exportorientierten „High-Tech“-Wirtschaftszweigen und dem Sektor der nichthandelbaren Güter ausweitete und sich eine Knappheit qualifizierter Arbeitskräfte abzeichnete. Bei einer expansiven Haushaltspolitik und einer raschen Zunahme der Preise von Vermögenswerten und der inländischen Kreditvergabe besteht jedoch die Gefahr einer Überhitzung. Um dieser Gefahr zu begegnen, wurde daher das irische Pfund zu Beginn dieses Jahres im EWS-Wechselkursmechanismus aufgewertet. Ähnlich lebhaft entwickelte sich der Hochtechnologiesektor in *Finnland*, und zusammen mit einer zügigen Erholung der Forstwirtschaft und einem sich festigenden Vertrauen in die Wirtschaftspolitik hatte dies im vergangenen Jahr ein BIP-Wachstum von 6% zur Folge. Eine besondere Dynamik wiesen dabei die Investitionsausgaben und die Exporte auf. Darüber hinaus reduzierten die privaten Haushalte offenbar ihre Spartätigkeit gleichlaufend mit der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und dem Rückgang der Arbeitslosigkeit, der dadurch ausgelöst wurde, daß die Konjunkturerholung auch den arbeitsintensiven Dienstleistungssektor erfaßte. Mit knapp 13% ist die Arbeitslosenquote jedoch nach wie vor weit höher als in den meisten anderen Ländern.

Günstige Angebotsentwicklung in Irland ...

... und in Finnland

Auch in  
Norwegen  
kräftiges  
Wachstum ...

... in Island und  
Dänemark ebenso

In den Nieder-  
landen und Spanien  
breitangelegte  
Erholung ...

... aber in Portugal  
und Griechenland  
Rückgang des  
Außenbeitrags

Gestützt durch den Erdöl- und Erdgassektor sowie ein umfassendes Abkommen zur Einkommenspolitik verzeichnet *Norwegen* seit 1993 ein durchschnittliches Produktionswachstum von jährlich  $4\frac{1}{2}\%$ . Obwohl die kurzfristigen Zinssätze niedrig gehalten wurden, damit die Wettbewerbsfähigkeit der traditionellen Wirtschaftszweige nicht durch einen Aufwärtsdruck auf die Währung beeinträchtigt würde, blieb die durchschnittliche Inflationsrate auf rund  $2\frac{1}{2}\%$  begrenzt. Mit der Lockerung der Haushaltspolitik kommt es jedoch zu Verknappungen am Arbeitsmarkt, und das Lohnwachstum beschleunigt sich. In *Island* waren die Investitionen im Bereich der Stromerzeugung und ein deutlicher Anstieg der Ausgaben der privaten Haushalte im letzten Jahr die wichtigsten Wachstumskräfte. Eine auf Steuern basierende Einkommenspolitik gepaart mit einer gewissen Währungsaufwertung verhinderte, daß die höheren Lohnsteigerungen einen stärkeren Preisauftrieb auslösten. Auch *Dänemark* konnte in den letzten Jahren ein kräftiges Wirtschaftswachstum verzeichnen; dies war jedoch im wesentlichen auf lebhafte Ausgaben der privaten Haushalte infolge gestiegener Immobilienpreise sowie Verbesserungen der Arbeitsmarktlage zurückzuführen. Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte trug dazu bei, das Zinsgefälle gegenüber Deutschland zu verringern, und konnte so die zinsreagiblen Nachfragekomponenten stimulieren. Da diese Nachfragekomponenten in der Regel sehr importintensiv sind, gingen jedoch sowohl der Außenbeitrag als auch der Leistungsbilanzüberschuß zurück.

Die Nachfrageentwicklung in den *Niederlanden* wurde durch Vermögenszuwächse im Zusammenhang mit höheren Preisen für Wohneigentum und einem dank angebotsfördernder Arbeitsmarktmaßnahmen kräftigen Beschäftigungswachstum begünstigt. Darüber hinaus hat die moderate Zunahme der Nominal- und Reallöhne zusammen mit einem gestiegenen Gewinnanteil und niedrigen Zinssätzen offenbar einen Anreiz für Erweiterungsinvestitionen gestiftet, die sich wiederum positiv auf das Produktionspotential auswirken dürften. Ganz ähnliche Faktoren scheinen in *Spanien* am Werk gewesen zu sein, das im vergangenen Jahr die besten Wirtschaftsergebnisse dieses Jahrzehnts verzeichnete. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum beschleunigte sich auf  $3\frac{1}{2}\%$ , während die Inflation unter das von der Zentralbank gesetzte Ziel von  $2\frac{1}{2}\%$  sank, u.a. weil niedrigere Zinskosten dazu beitrugen, den Anstieg der realen Lohnstückkosten wettzumachen, und eine Gewinnkompression verhinderten. Durch Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten unterstützt, weitete sich die Beschäftigung um 3% aus. Da Spanien zu Beginn des Jahres 1997 über eine relativ günstige Wettbewerbsposition verfügte, leisteten die Nettoexporte überdies einen positiven Beitrag zur Produktion wie auch zum Leistungsbilanzsaldo. In *Portugal* sank der Außenbeitrag dagegen auf negative  $2\frac{1}{2}\%$  des BIP, obwohl die Nominallohnsteigerungen u.a. dank einkommenspolitischer Maßnahmen gedämpft werden konnten. Das Wachstum der Inlandsnachfrage hatte seinen Ursprung vor allem in Infrastrukturinvestitionen, aber mit dem Zinsrückgang gewannen auch andere Komponenten der Investitionstätigkeit an Dynamik. *Griechenland* wies ebenfalls einen Rückgang des Außenbeitrags auf, da die auf dem Wechselkurs basierenden Stabilisierungsmaßnahmen durch den Arbeitsmarkt offenbar nur wenig abgestützt wurden und die relativen Lohnstückkosten stiegen. Teilweise als Ergebnis davon geriet die Währung zu Beginn des Jahres 1998 unter starken Abwertungsdruck, der erst nachließ, als



Griechenland dem EWS-Wechselkursmechanismus beitrug und die Drachme gegenüber der ECU um 12,3% abgewertet wurde.

In den vier übrigen westeuropäischen Ländern festigte sich die Wirtschaftstätigkeit im vergangenen Jahr, das Wachstum blieb aber unter dem europäischen Durchschnitt. Ein weiteres gemeinsames Merkmal der Entwicklung in diesen Ländern bestand darin, daß der Außenbeitrag den Aufschwung unterstützte; die Rolle der Inlandsnachfrage war jedoch jeweils recht unterschiedlich. *Belgien* profitierte von lebhaften Anlageinvestitionen der Unternehmen und einer Erholung der Ausgaben der privaten Haushalte; letztere spiegelte die Reallohnsteigerungen wider, die auf das Ende des Einfrierens der Reallohne folgten. In *Österreich* war das rasche Wachstum der Exporte – vor allem nach Osteuropa – ein wichtiger Wachstumsmotor, während sich der Verbrauch infolge höherer Steuern und stagnierender Realeinkommen verhalten entwickelte. In *Schweden* beschleunigte sich dagegen das Wachstum des Konsums. Nachdem die privaten Haushalte wieder Vertrauen in die Wirtschaftsentwicklung gewonnen hatten, reagierten sie auf den anhaltenden Rückgang der Beschäftigung, der zum Teil auf ein relativ hohes Lohnwachstum zurückzuführen war, mit einer Verringerung ihrer Ersparnis. Die Unternehmensinvestitionen entwickelten sich ebenfalls lebhaft, während die Wohnbauinvestitionen nach dem Ablauf vorübergehender Steuererleichterungen einbrachen. In der *Schweiz* scheint die seit 1991 anhaltende Stagnation Mitte 1997 ein Ende gefunden zu haben, als sich die Exporte in Reaktion auf die Währungsabwertung belebten. Obwohl die Arbeitskräftenachfrage und das reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte weiterhin rückläufig waren, nahm der Verbrauch zu, da die privaten Haushalte hier ebenso wie in Schweden ihre Sparaktivität reduzierten. Die Sparquote der privaten Haushalte in der Schweiz hat sich in diesem Jahrzehnt von über 10% auf rund 7% verringert.

In *Australien* hat sich dagegen die Ersparnis der privaten Haushalte in den letzten Jahren deutlich verbessert, was möglicherweise auf einen allmählichen Aufbau der privaten Pensionsfonds zurückzuführen ist. Dennoch gehörten der Verbrauch der privaten Haushalte und der Umschwung bei den Wohnbauinvestitionen 1997 zu den wichtigsten Wachstumsquellen. Die Zinssätze wurden entsprechend der rückläufigen Inflation gesenkt, der Cash-flow der Unternehmen verbesserte sich, und so gewannen auch die gewerblichen Anlageinvestitionen an Dynamik. Unter dem Einfluß der rückläufigen Nachfrage in den asiatischen Ländern und sich abschwächender Rohstoffmärkte wurde jedoch der Außenbeitrag negativ. In *Neuseeland* verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 1997, was auf die Späteffekte einer strafferen Geldpolitik und eine daraus resultierende Aufwertung der Währung zurückzuführen war. Danach wurde die Geldpolitik im Zusammenhang mit der sinkenden Inflationsrate und Besorgnis wegen möglicher stärkerer Auswirkungen der Asien-Krise gelockert.

In Belgien, Österreich und Schweden Festigung der Wirtschaftstätigkeit ...

... und in der Schweiz Erholung nach langer Stagnation

In Australien und Neuseeland Wachstum durch Asien-Krise beeinträchtigt

## Makroökonomischer Policy Mix

Erheblich beeinflußt wurden die bisher erörterten Entwicklungen von einer anhaltenden Verschiebung beim Mix von Fiskal- und Geldpolitik, die im letzten Jahr wesentlich vorangetrieben wurde. Die Haushaltspolitik wurde in praktisch allen

Anhaltende Verschiebung beim Policy Mix

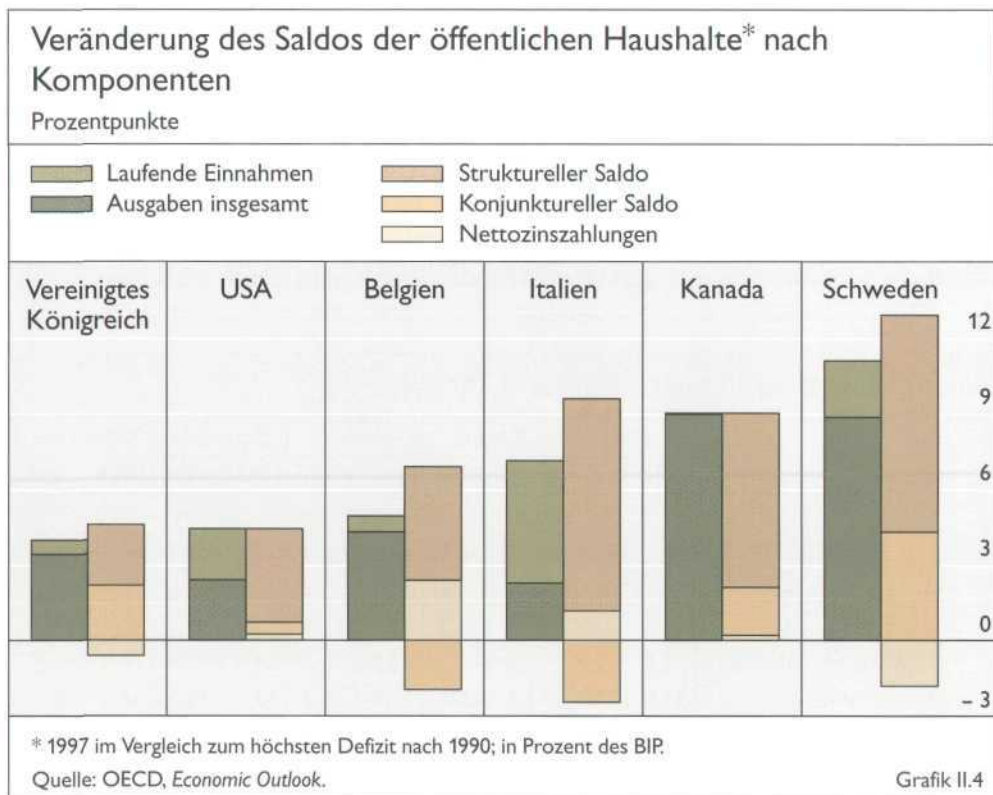
Ländern erheblich gestrafft. In den Industrieländern zusammengekommen wurden die Strukturdefizite um über 1% des BIP verringert. Mit Ausnahme Japans wies der Primärhaushalt in allen Ländern einen Überschuß aus. Vor diesem Hintergrund wurde die Geldpolitik 1997 allgemein gelockert, was in mehreren Ländern durch Währungsabwertungen noch verstärkt wurde.

Deutliche  
Haushalts-  
konsolidierung ...

Blickt man etwas weiter zurück, so wurden die Haushaltsdefizite seit ihrem Höchststand von 1992/93 um über 3% des BIP zurückgeführt, in einigen Ländern sogar deutlich mehr. So wurde der staatliche Finanzierungsbedarf beispielsweise in Schweden um über 11% des BIP reduziert, in Italien, Kanada, Finnland und Griechenland um 7–10%. Auch im Vereinigten Königreich wurde der Haushalts-saldo beträchtlich verbessert. Zur Konsolidierung dieses Erfolgs schlug die britische Regierung kürzlich die Einführung von Grundsätzen fiskalischer Stabilität vor, wonach das Defizit künftig nicht höher sein darf als die staatlichen Investitionen und gleichzeitig die Rechenschaftspflicht verstärkt wird.

... größtenteils  
durch Ausgaben-  
kürzungen

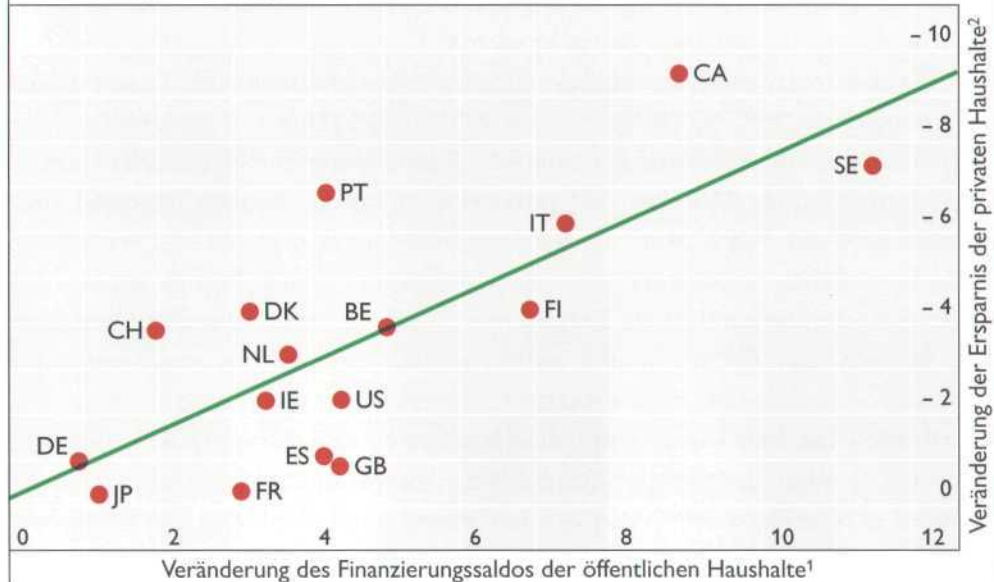
In allen Ländern wurde eine entschlossene Konsolidierungspolitik verfolgt, wobei ein Großteil der Defizitreduzierung auf diskretionäre Maßnahmen zurückzuführen ist. Die Verbesserungen wurden jedoch in unterschiedlichen Bereichen erzielt. Wie Grafik II.4 zeigt, spielten Ausgabenkürzungen in den meisten Fällen eine wichtige Rolle. In Italien ist die Verbesserung aber vor allem auf höhere Steuern zurückzuführen, während sie in den USA gleichmäßig auf höhere Steuern und niedrigere Ausgaben verteilt ist. Außer in Italien und Belgien sind die Nettozinszahlungen nur wenig gesunken oder sogar gestiegen, was darauf schließen läßt, daß Wertpapiere mit fixem Zinssatz einen erheblichen Teil der staatlichen Mittelaufnahme ausmachen, in einigen Ländern spiegelt es aber auch den Einfluß hoher Defizite wider.





## Salden der öffentlichen Haushalte und Ersparnis der privaten Haushalte

Veränderung in Prozentpunkten



Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik II.3.

<sup>1</sup> 1997 gegenüber dem höchsten Defizit nach 1990; in Prozent des BIP. <sup>2</sup> Gegenüber dem entsprechenden Vergleichszeitraum; in Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Grafik II.5

Trotz der Haushaltskonsolidierung war der Anstieg der inländischen Ersparnis insgesamt relativ gering. In einigen Ländern ist die Sparquote der privaten Haushalte sogar entsprechend der Senkung der staatlichen Haushaltsdefizite zurückgegangen (s. Grafik II.5), insbesondere in Kanada und Schweden. Wie weiter unten erörtert, dürften hierfür u.a. der ausgeprägte Anstieg der Aktienkurse der letzten Jahre und die daraus entstandenen Vermögenszuwächse verantwortlich sein. Die Verlagerung der Faktoreinkommen zugunsten der Gewinne dürfte außerdem zur Folge gehabt haben, daß die Unternehmensersparnis auf Kosten der Ersparnis der privaten Haushalte zugenommen hat (s. Tabelle II.2).

Daß die inländische Ersparnis nicht gleichlaufend mit der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte gestiegen ist, dürfte darüber hinaus einen stärkeren Rück-

Verbreiteter Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte ...

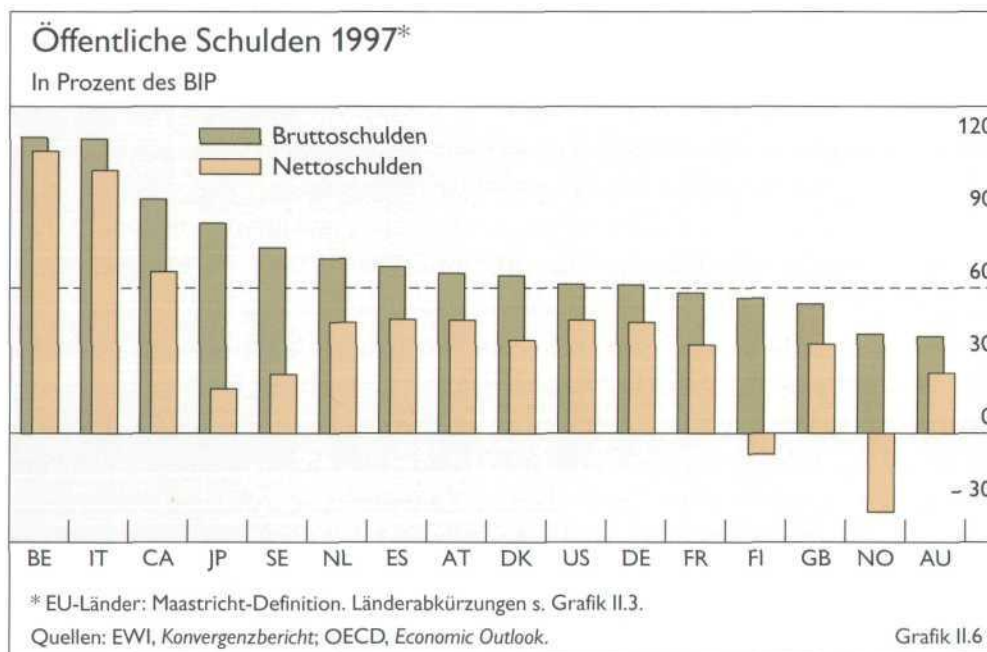
## Inlandersparnis in ausgewählten Ländern

	USA		Kanada		Italien		Schweden		Dänemark	
	1992*	1997	1992*	1997	1991*	1997	1993*	1997	1993*	1997
	in Prozent des BIP									
Inlandersparnis	14,5	17,2	14,3	18,7	18,5	20,7	11,2	17,4	20,0	20,6
Öffentliche Ersparnis	-1,1	2,8	-4,7	2,4	-5,2	0,7	-7,6	0,9	-0,7	2,1
Private Ersparnis	15,6	14,3	19,0	16,3	23,7	19,9	18,8	16,5	20,8	18,4
Private Haushalte	4,6	2,8	7,6	1,1	15,9	10,7	4,9	0,4	4,6	1,8
Unternehmen	11,0	11,5	11,4	15,1	7,8	9,2	13,9	16,1	16,2	16,6

\* Jahr des höchsten Defizits der öffentlichen Haushalte nach 1990.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.2



... weckt Besorgnis über künftige Lasten bei Alters- und Gesundheitsfürsorge

gang der langfristigen Zinssätze verhindert haben. Ein weiterer Grund für die anhaltend hohen Realzinssätze ist wahrscheinlich, daß die Staatsverschuldung in Relation zum BIP hoch geblieben ist (s. Grafik II.6) und in Ländern mit relativ geringem BIP-Wachstum in diesem Jahrzehnt sogar zugenommen hat. Mit dem wachsenden Durchschnittsalter der Bevölkerung in den Industrieländern und dem näherrückenden Ruhestand der geburtenstarken Jahrgänge bringen diese Entwicklungen zusätzliche längerfristige Probleme mit sich. Durch die steigenden Renten- und Krankenversicherungslasten könnten sich die öffentlichen Haushaltssalden in den kommenden Jahrzehnten drastisch verschlechtern. Die Aussicht auf eine solche Verschlechterung bedeutet, kombiniert mit einer hohen Staatsverschuldung, daß die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte noch nicht gesichert ist. Vor allem aber wird – ganz unabhängig von etwaigen Reformen zur Verringerung der entsprechenden Belastung der öffentlichen Haushalte – ein größeres Wachstum der Produktion je Arbeitsstunde notwendig sein, um die Ruhestandsleistungen für die geburtenstarken Jahrgänge zu sichern, ohne den Lebensstandard der künftigen Arbeitnehmergeneration zu beeinträchtigen. Da dies ohne höhere Spar- und Investitionsquoten nicht zu erreichen sein dürfte, gibt die bisher relativ schwache Reaktion der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis auf die Haushaltskonsolidierung Anlaß zur Sorge, zumal einige Länder gleichzeitig Schritte unternehmen, das Arbeitskräfteangebot durch Verringerung der Wochenarbeitszeit zu reduzieren, und es allgemein nicht gelingt, Hemmnisse für ältere Arbeitnehmer, die im Erwerbsleben bleiben wollen, zu beseitigen.

#### Entwicklung des Finanzvermögens und der Ausgaben

Eine denkbare Erklärung für den relativ geringen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in einer Phase deutlicher Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sind möglicherweise die beträchtlichen Vermögenszuwächse der privaten Haushalte in den letzten Jahren, die insbesondere auf höhere Aktienkurse

Vermögenszuwächse durch höhere Aktienkurse ...



zurückzuführen sind. Wenn die Pläne der privaten Haushalte für Ausgaben und Ersparnis zum Teil vom Nettovermögen abhängig sind, dann sinkt bei einem Wertanstieg des Vermögens tendenziell die Sparquote. Wie in Kapitel V erörtert, sind die Aktienkurse in den meisten Industrieländern in den letzten Jahren kräftig gestiegen, da sich der Boom der Aktienmärkte fortsetzte.

Tabelle II.3 zeigt die reale Aktienkursentwicklung und ihren möglichen Einfluß auf das Ausgabenwachstum in vier Ländern im Zeitraum 1995–97. In diesem Zeitraum verzeichneten die USA den stärksten Aktienkursanstieg, und dort war auch der Anteil der Aktien am Finanzvermögen der privaten Haushalte am höchsten. Der geschätzte Einfluß auf das Ausgabenwachstum ist daher beträchtlich. In den letzten drei Jahren dürfte sich der Wachstumsbeitrag stetig von rund ½ Prozentpunkt auf fast 1 Prozentpunkt erhöht haben und macht somit rund ein Viertel des gesamten Ausgabenwachstums in diesem Zeitraum aus. Ähnliche Vermögenszuwächse förderten 1996/97 das Ausgabenwachstum im Vereinigten Königreich erheblich; auf sie dürften rund 10% der gesamten Zunahme der Ausgaben der privaten Haushalte zurückzuführen sein.

In Deutschland wirkten sich die Aktienkurse dagegen nur geringfügig auf das Ausgabenwachstum aus. Dies liegt vor allem darin begründet, daß nur 6% des Finanzvermögens der privaten Haushalte in Aktien gehalten werden. In Japan ist der Aktienanteil zwar ähnlich niedrig, doch die positive Korrelation zwischen der Aktienkursentwicklung und der Entwicklung der Immobilienpreise und des Konsumklimas erklärt möglicherweise, weshalb hier ein relativ großer Einfluß festgestellt wurde. Den Schätzungen zufolge könnte der Rückgang der realen Aktienkurse um 20% im vergangenen Jahr zusammen mit dem außergewöhnlich schlechten Konsumklima für einen beträchtlichen Teil der realen Ausgabenverringering der privaten Haushalte verantwortlich gewesen sein.

Neben den Ausgaben der privaten Haushalte gibt es noch weitere Kanäle, über die die Aktienkurse die realwirtschaftliche Entwicklung beeinflussen dürften. Beispielsweise senken höhere Aktienkurse die Kosten von Unternehmensinvestitionen und fördern so die Investitionsausgaben. Sie können außerdem das Steueraufkommen steigern und auf diese Weise dazu beitragen, Defizite im

... fördern in den USA und im Vereinigten Königreich Ausgaben der privaten Haushalte ...

... haben in anderen Ländern aber nur geringe Auswirkungen

Weitere Effekte der Aktienkursentwicklung

Reale Aktienkurse und Verbrauch der privaten Haushalte in ausgewählten Ländern							
	Reale Aktienkurse			Einfluß auf realen Verbrauch, geschätzt <sup>1</sup>			Nachrichtlich <sup>2</sup>
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1997
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent <sup>3</sup>						Prozent
USA	26,6	17,8	28,4	0,43	0,51	0,84	28,0
Japan	-4,2	5,1	-20,5	-0,51	0,90	-0,65	6,0
Deutschland	0,5	16,9	32,7	-0,13	0,02	-0,13	6,0
Vereinigtes Königreich	12,4	9,0	16,1	-0,19	0,58	0,45	20,0

<sup>1</sup> Auf der Basis einer Regression der vierteljährlichen Veränderung der Wachstumsrate des Konsums auf die eigenen Vorperiodenwerte, die verzögerte Zinsdifferenz und die um 1–4 Perioden verzögerten Veränderungen der Aktienkurse. <sup>2</sup> Anteil der Aktienbestände am Finanzvermögen der privaten Haushalte. <sup>3</sup> Viertes Quartal gegenüber dem vierten Quartal des Vorjahres.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.3

Staatshaushalt zu reduzieren. Dies dürfte in den USA eine Rolle gespielt haben, wo das stark gestiegene Steueraufkommen zu einer deutlichen Verringerung des Defizits im Bundeshaushalt führte. Darüber hinaus erlauben es höhere Aktienkurse Arbeitgebern, die über Pensionspläne mit fest definierten Leistungen verfügen, ihre Rentenbeiträge für die Arbeitnehmer zu verringern und so das Wachstum der Arbeitskosten zu bremsen und die Unternehmensgewinne zu steigern.

#### Arbeitsmärkte

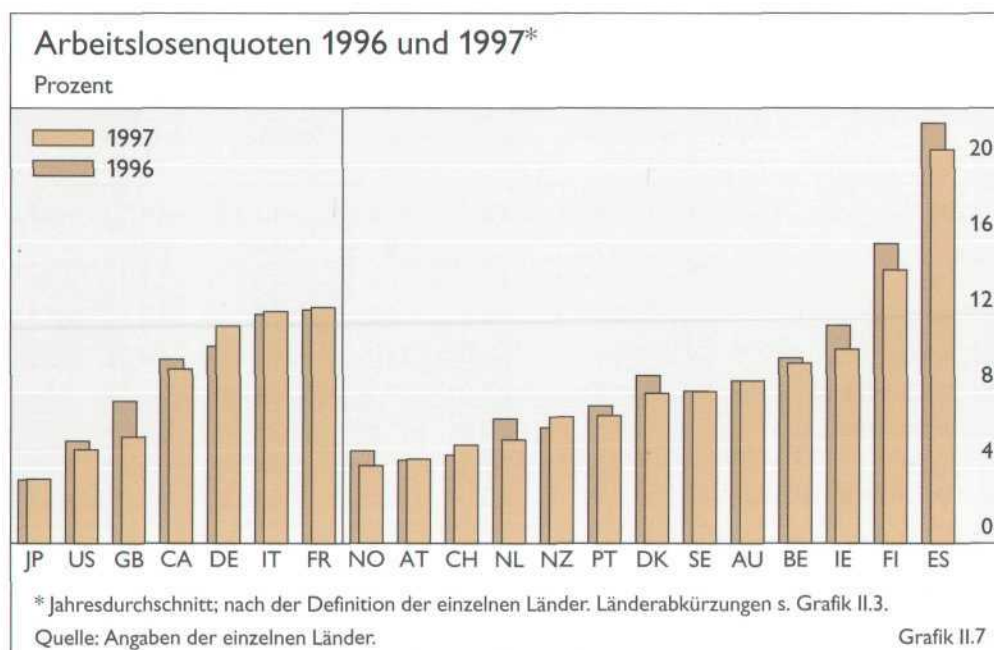
Verstärkung der Divergenzen ...

Die in den Vorjahren erörterten Unterschiede in der Arbeitsmarktlage der einzelnen Länder blieben auch im vergangenen Jahr bestehen und verstärkten sich in einigen Aspekten noch (s. Grafik II.7). In den USA und im Vereinigten Königreich sank die Arbeitslosenquote deutlich unter ein Niveau, bei dem in der Vergangenheit Inflationsdruck ausgelöst wurde. Auch in Dänemark, Finnland, Irland, Kanada, den Niederlanden, Norwegen, Portugal und Spanien ging die Arbeitslosigkeit beträchtlich zurück. In anderen europäischen Ländern stieg sie dagegen auf den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg, bevor sie sich gegen Ende 1997 zu verringern begann, und dieser Trend setzte sich auch in diesem Jahr fort.

... aufgrund konjunktureller Unterschiede ...

Für diese Entwicklung waren im wesentlichen konjunkturelle Unterschiede verantwortlich. Am stärksten ging die Arbeitslosigkeit allgemein in den Ländern zurück, die im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschritten sind oder in denen die Wirtschaftsentwicklung deutlich über dem Potentialwachstum lag. Strukturelle Faktoren und strukturpolitische Maßnahmen waren jedoch ebenfalls von Bedeutung. Beispielsweise verringerte sich die Arbeitslosigkeit im Vereinigten Königreich und in Dänemark weit mehr, als es das Beschäftigungswachstum vermuten ließe, da das Arbeitskräfteangebot durch verschiedene Maßnahmen reduziert wurde. In Frankreich hat die Arbeitslosigkeit dagegen zugenommen, was darauf zurückzuführen ist, daß die Erwerbsquoten durch gezielte Maßnahmen erhöht wurden. Auch in Deutschland stieg die Arbeitslosigkeit an. Gründe dafür sind der bereits

... und strukturpolitischer Maßnahmen





erwähnte Einbruch im Baugewerbe und die Bemühungen der Unternehmen um Kosteneinsparungen. So hat sich die Produktivität der deutschen Wirtschaft in den letzten zwei Jahren durchschnittlich um 3½% erhöht, und die Lohnstückkosten sind zurückgegangen.

Oft wird argumentiert, ein weiterer Grund für die Arbeitsmarktschwäche in den Industrieländern insgesamt sei die „Deindustrialisierung“, hervorgerufen zum Teil durch zunehmenden Wettbewerb und Importe von Fertigwaren aus Niedriglohnländern. Zwar stimmt es, daß der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Gesamtbeschäftigung in den letzten zwei Jahrzehnten deutlich abgenommen hat (Tabelle II.4), doch lassen empirische Untersuchungen darauf schließen, daß dieser Rückgang – bei einem grob vergleichbaren Wachstum der realen Nachfrage nach Industriegütern und Dienstleistungen – vor allem darauf zurückzuführen ist, daß die Produktivität in der Industrie stärker gestiegen ist als im Dienstleistungssektor. Dadurch sind die Industriegüterpreise in relativer Betrachtung gesunken. In manchen Ländern wird der anteilmäßige Rückgang der Beschäftigung in der Industrie durch die Außenhandelsposition gemäßigt (Japan) oder verschärft (USA). Zwar gibt es kaum Anzeichen dafür, daß sich der Handel mit den aufstrebenden Volkswirtschaften direkt auf die Beschäftigung in der Industrie ausgewirkt hat, doch läßt sich nicht ausschließen, daß Wettbewerbsdruck zu dem starken Produktivitätswachstum in diesem Sektor beigetragen hat.

Die eigentlichen Ursachen dieser Trends und der Rückgang des Anteils der Beschäftigung in der Industrie waren in Europa und Nordamerika im wesentlichen ähnlich. Der Rückgang war jedoch in den einzelnen Ländern unterschiedlich verteilt, da auch die allgemeinen Beschäftigungstrends jeweils unterschiedlich sind.

Sinkender Anteil der Beschäftigung in der Industrie infolge ...

... allgemeiner Beschäftigungstrends ...

Entwicklung der Beschäftigung insgesamt und im verarbeitenden Gewerbe						
	Reales BIP	Beschäftigung insgesamt	Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe	Relative Preise <sup>1</sup>	Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe/insgesamt	
	1980–97				1980–90	1990–97
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent				Veränderung insgesamt <sup>2</sup>	
USA	2,6	1,6	–0,5	–1,7	–4,4	–1,7
Japan	3,1	1,0	0,3	–2,0	–0,6	–2,1
Kanada	2,4	1,4	–0,1	–0,9	–2,1	–1,6
Australien	3,0	1,7	–0,5	–0,3	–5,0	–1,4
EU-Länder	2,1	0,2	–1,4	–1,0	–3,4	–2,9
Deutschland	2,1	0,2	–1,7	–0,4	–2,3	–5,4
Frankreich	1,9	0,2	–1,8	–0,4	–4,3	–2,8
Italien	1,8	–0,2	–0,9	–2,8	–3,6	0,5
Vereinigtes Königreich	2,3	0,3	–2,0	–1,4	–6,1	–2,9

<sup>1</sup> Verhältnis der Preise für Industriegüter zu den übrigen Preisen; USA: 1980–93; Kanada: 1980–92; Vereinigtes Königreich: 1980–94; übrige Länder und die meisten EU-Länder: 1980–95. <sup>2</sup> Prozentpunkte.  
 Quellen: OECD, *Economic Outlook*; OECD, *Labour Force Statistics*; OECD, *National Accounts*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.4

... und Rigiditäten  
am Arbeitsmarkt

In Nordamerika war die Beschäftigung in der Industrie weitgehend stabil, und der rückläufige Anteil der Beschäftigung ist vor allem auf die rasche Ausweitung der Beschäftigung im Dienstleistungssektor zurückzuführen. In den EU-Ländern dagegen ist die Beschäftigung in der Industrie stark zurückgegangen, während die Gesamtbeschäftigung stagnierte, was vermuten läßt, daß strukturelle Rigiditäten am Arbeitsmarkt es dem Dienstleistungssektor erschwerten, redundante Arbeitskräfte aus der Industrie zu absorbieren. Insbesondere ist hier, wie in den Vorjahren bereits erörtert, die wenig flexible Lohnstruktur zu nennen, vor allem in Ländern mit hohen Mindestlöhnen und/oder großzügiger Arbeitslosenunterstützung. In einigen Ländern (vor allem in Deutschland) scheinen die Unternehmen überdies Outsourcing oder Investitionen im Ausland einer Kapazitätserweiterung im Inland vorgezogen zu haben.

#### *Einfuhrpreise und Inflation*

Konvergenz der  
Preisentwicklung ...

Trotz der jeweils unterschiedlichen Situation hinsichtlich der ungenutzten Kapazitäten am Arbeitsmarkt war der Inflationstrend in den Industrieländern bemerkenswert ähnlich. Praktisch überall sind die Inflationsraten in den neunziger Jahren gesunken, so daß sich auch die durchschnittliche Inflation und ihre Variabilität in den einzelnen Ländern vermindert haben. Die Lohnstückkosten wiesen einen ähnlichen Trend auf, doch war die Konvergenz hier nicht so ausgeprägt wie bei der Preisentwicklung.

... gestützt durch  
Wechselkurse und  
Einfuhrpreise

Mögliche Erklärungsfaktoren für die Konvergenz der Inflationsraten sind Wechselkursentwicklungen und damit verbundene Veränderungen der Einfuhrpreise sowie deren Effekt auf die Inlandspreise. In den im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Ländern, z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich, wertete die Währung auf, und die Einfuhrpreise sanken. Dies trug zu einer Umverteilung der Nachfrage unter den Industrieländern bei und reduzierte auf diese Weise Ungleichgewichte, die sonst möglicherweise den Inflationsdruck verstärkt hätten. Darüber hinaus wurden die Einfuhrpreise durch weltweite Überkapazitäten in bestimmten Sektoren weiter gedrückt, und das Risiko inflationärer Spannungen in den Industrieländern insgesamt verringerte sich.

In den USA  
deutlicher Einfluß  
der Einfuhrpreise ...

Da Waren leichter handelbar sind als Dienstleistungen, zeigt sich der Einfluß der Einfuhrpreise auf die Inflation im Inland eher an der Entwicklung der Erzeuger- und Konsumgüterpreise als an generellen Verbraucherpreisindizes. Wie Tabelle II.5 veranschaulicht, war der Rückgang der Einfuhrpreise in den USA in den letzten zwei Jahren sehr ausgeprägt. Darüber hinaus scheint die Wirkung auf die Erzeuger- und Konsumgüterpreise in den USA größer zu sein als in anderen Ländern, was mit dem starken Wettbewerb an den US-Märkten zusammenhängen dürfte. Ohne den Rückgang der Einfuhrpreise wäre der jährliche Anstieg bei den Erzeugerpreisen möglicherweise um rund  $1\frac{1}{4}$  Prozentpunkte und bei den Konsumgüterpreisen um knapp 1 Prozentpunkt höher ausgefallen. Somit dürfte der Rückgang der Einfuhrpreise die Verbraucherpreisinflation insgesamt in den beiden letzten Jahren um jeweils rund  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt gedämpft haben.

... im Vereinigten  
Königreich ebenso,  
in Kanada hingegen  
geringerer Einfluß

Das Vereinigte Königreich verzeichnete einen ähnlichen Rückgang der Einfuhrpreise, doch dieser scheint in geringerem Umfang auf die Inlandspreise durchgeschlagen zu haben. Ohne diesen Rückgang wäre aber die Jahresrate des Erzeuger- und Konsumgüterpreisanstiegs dennoch rund  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt höher



Einfuhrpreise und inländische Inflationsrate					
	Einfuhrpreise	Erzeugerpreise		Verbraucherpreise	
	Tatsächlich	Tatsächlich	Einfluß <sup>1</sup>	Tatsächlich	Einfluß <sup>1, 2</sup>
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; 4. Q. 1995–4. Q. 1997				
USA	–4,1	1,1	–1,2	1,8	–0,9
Japan	6,5	1,1	1,2	1,0	0,4
Deutschland	2,2	0,4	0,3	1,1	0,2
Frankreich	1,7	–1,2	0,8	1,4	0,0
Vereinigtes Königreich	–4,2	1,5	–0,3	2,6	–0,3
Kanada	0,8	0,4	0,3	1,6	–0,5 <sup>3</sup>
Belgien	3,1	2,3	2,3	1,9	0,4
Niederlande	4,6	2,1	0,0	2,0	0,0

<sup>1</sup> Einfluß der Einfuhrpreise auf die Erzeugerpreise und Einfluß der Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise geschätzt anhand von Regressionen mit Quartalsdaten für 1988–97. <sup>2</sup> Einfluß geschätzt anhand des Einflusses der Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise multipliziert mit dem Einfluß der Einfuhrpreise auf die Erzeugerpreise. <sup>3</sup> Einfluß geschätzt anhand des Einflusses der US-Konsumgüterpreise auf die kanadischen Konsumgüterpreise bzw. der US-Einfuhrpreise auf die US-Konsumgüterpreise.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.5

gewesen. In Kanada erhöhten sich die Einfuhrpreise dagegen leicht, was den Anstieg der Erzeugerpreise zum größten Teil erklärte, während die kanadischen Verbraucherpreise offenbar stärker durch die US-Verbraucherpreise beeinflusst werden als durch die kanadischen Einfuhrpreise. So dürfte die Abschwächung der Verbraucherpreis-inflation in den USA im Zusammenhang mit dem Rückgang der US-Einfuhrpreise dazu geführt haben, daß die Jahresrate des Anstiegs der kanadischen Konsumgüterpreise um rund  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt und des Verbraucherpreisindex insgesamt um rund  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt niedriger ausfiel.

In anderen Ländern waren die Einfuhrpreise in den letzten beiden Jahren deutlich höher. Am größten war der Anstieg in Japan, und zwar im wesentlichen bedingt durch die Abwertung des Yen. Zwar war der Effekt auf die inländischen Erzeuger- und Konsumgüterpreise relativ gering, doch dürfte die Erzeugerpreis-inflation um  $1\frac{1}{4}$  Prozentpunkt und die Konsumgüterpreis-inflation um knapp  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt nach oben getrieben worden sein.

In Deutschland und Frankreich war der Anstieg der Einfuhrpreise weit geringer als in Japan. Da der Überwälzungseffekt in Deutschland aber relativ groß ist, dürfte er dennoch rund  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt zur Konsumgüterpreis-inflation beigetragen haben, während die französischen Verbraucherpreise vom Anstieg der Einfuhrpreise kaum beeinflusst wurden. In Belgien, wo ein sehr hoher Anteil der Produktionsgüter importiert wird, sind die höheren Einfuhrpreise für den größten Teil des Anstiegs der Erzeugerpreise verantwortlich. Die Auswirkungen auf die Konsumgüterpreise sind jedoch erheblich geringer; sie machen nur rund  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt aus. Noch schwächer sind sie in den Niederlanden; hier scheint der Anstieg der Einfuhrpreise praktisch überhaupt nicht auf die Konsumgüterpreise durchgeschlagen zu haben.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Einfuhrpreise bei der Konvergenz der Inflationsraten in den Industrieländern in den letzten beiden Jahren eine wichtige Rolle gespielt haben. Wären sie unverändert geblieben, hätten sich die

Mäßige Überwälzung in Ländern mit steigenden Einfuhrpreisen

Deutliche allgemeine Konvergenz ...

... wahrscheinlich  
Einflußfaktor für  
künftige Inflations-  
raten

Erzeuger- und die Verbraucherpreisinflation in den USA und im Vereinigten Königreich bei 2–3% bewegt, in Deutschland und Japan bei 0–1%. Der Abstand wäre somit weitaus breiter gewesen. Außerdem haben die Einfuhrpreise in den USA offenbar größeren Einfluß als in anderen, offener erscheinenden Volkswirtschaften. In dem Umfeld, das in den letzten beiden Jahren gegeben war, hat dies die günstige und konvergenzfördernde Verteilung des Preisdrucks verstärkt.

Zwar gibt es viele Unsicherheiten, was die Inflationsaussichten für die nächsten Jahre betrifft, doch die Entwicklung der Einfuhrpreise könnte ein wichtiger Einflußfaktor für die inländischen Inflationsraten bleiben. Langfristig dürfte der Trend zu größerem Wettbewerb in den Industrieländern bedeuten, daß Veränderungen bei den Einfuhrpreisen in stärkerem Maße an die Binnenwirtschaft weitergegeben werden. In den USA, wo die Wettbewerbskräfte offenbar ausgeprägter sind als in anderen Ländern, scheint dies bereits der Fall zu sein. Auf kürzere Sicht ist außerdem zu erwarten, daß die weltweiten Überkapazitäten in einigen Sektoren die Preise importierter Güter nach unten drücken werden. Selbst wenn die Wechselkurse in den Industrieländern unverändert bleiben, dürften daher die Einfuhrpreise zurückgehen. Dies würde dazu beitragen, das Inflationsrisiko in den im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Ländern zu reduzieren.

## Außenhandel, Leistungsbilanzsalden und Direktinvestitionen

### Außenhandel

Beträchtliche  
Ausweitung des  
Welthandels ...

Nach einer Abschwächung im Jahr 1996 hat sich das Wachstum des Welthandels im letzten Jahr auf mehr als das Doppelte des geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums erhöht (s. Tabelle II.6). Besonders ausgeprägt war die Expansion in den aufstrebenden Volkswirtschaften, da die lebhaftere Importnachfrage in Lateinamerika sowie in Osteuropa die Verringerung in Asien mehr als wettmachte. Auch in den Industrieländern beschleunigte sich das Wachstum des Außenhandels, bedingt durch einen besonders starken Anstieg in den USA, aber auch einen größeren Zuwachs in Europa.

Welthandel und -produktion				
	1980–89	1995	1996	1997
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			
Weltproduktion	3,3	3,6	4,1	4,1
Welthandel (Volumen)	4,3	9,5	6,7	9,5
Industrieländer	5,0	8,8	6,1	9,0
Aufstrebende Volkswirtschaften	2,0	11,2	9,6	11,9
Außenhandelspreise (in SZR)	2,6	2,2	3,1	–0,8
Industriegüter	3,3	4,1	1,2	–4,4
Öl	..	1,9	24,3	–0,9
Rohstoffe (ohne Öl)	0,6	2,1	3,1	1,2
Terms of Trade (Industrieländer)	0,3	0,1	–0,1	–0,7
Quelle: IWF, <i>World Economic Outlook</i> .				

Tabelle II.6



Wie oben erörtert, trug der Rückgang der internationalen Güter- und Einfuhrpreise zu den niedrigen Inflationsraten des vergangenen Jahres bei. Die Weltpreise für Industriegüter, gemessen in SZR, sanken um 4½%, was ein Grund für die leichte Verschlechterung der Terms of Trade in den Industrieländern war. Auch die Ölpreise waren rückläufig, insbesondere gegen Ende 1997 und zu Beginn des Jahres 1998, als eine Erhöhung der OPEC-Förderquoten zusammen mit einer schwächeren Nachfrage in Asien sowie einem ungewöhnlich milden Winter in Europa und den USA die realen Ölpreise auf ein Niveau sinken ließ, das nur noch wenig höher war als vor der ersten Ölpreiskrise. Die Rohstoffpreise (ohne Öl) gingen Ende 1997 ebenfalls zurück, stiegen auf das ganze Jahr gerechnet jedoch leicht an.

... bei Rückgang der Güterpreise

#### Leistungsbilanzsalden in den Industrieländern

Wegen konjunktureller Unterschiede und der Aufwertungstendenzen der Währungen der im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Länder vergrößerten sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (absolut gerechnet) im letzten Jahr deutlich. Dies ist im wesentlichen dem wachsenden US-Defizit und den zunehmenden Überschüssen Japans und der EU-Länder zuzuschreiben.

Trotz der Dollaraufwertung stiegen die US-Güterexporte real um fast 16%, und die US-Exporteure konnten im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr Marktanteile gewinnen. Wegen der lebhaften Wirtschaftsentwicklung im Inland und der

In den USA und in Japan divergierende Leistungsbilanzentwicklung ...

Außenhandelsindikatoren und Leistungsbilanzsaldo								
	Außenwert der Währung <sup>1</sup>	Exportentwicklung <sup>2,3</sup>	Importvolumen <sup>3</sup>	Terms of Trade <sup>3</sup>	Handelsbilanzsaldo	Nettokapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	
	1997	1996/97; Veränderung insgesamt					1997	
	Index, 1995 = 100	Prozent			Mrd. US-Dollar		Mrd. US-Dollar	in % des BIP
USA	114	7,9	25,9	0,2	-23,1	-18,8	-166	-2,1
Japan	77	-10,2	5,0	-9,7	-27,7	11,2	97	2,3
Deutschland	90	0,4	11,8	-2,3	10,7	-6,2	-1	0,0
Frankreich	93	1,7	9,2	-1,4	16,9	10,3	40	2,9
Italien	118	-5,7	7,4	1,3	2,3	5,2	37	3,2
Vereinigtes Königreich	130	-3,1	14,4	1,8	-3,0	3,2	7	0,6
Kanada	107	-9,1	23,7	3,7	-6,9	0,5	-12	-2,0
Australien	119	8,6	15,5	0,9	6,0	-0,4	-13	-3,4
Belgien	97	-6,3	10,9	1,3	-1,2	-0,2	13	5,5
Niederlande	92	-2,0	13,6	-0,5	-4,2	1,4	21	6,0
Norwegen	109	5,7	19,3	12,0	3,7	0,7	9	5,5
Schweiz	88	-9,5	9,6	-0,6	-1,2	0,7	21	8,3
EU-Länder	102	-0,7	12,2	-0,9	28,6	10,1	124	1,6

<sup>1</sup> Gemessen an den relativen Lohnstückkosten; EU-Länder: zusammengesetzter Index ohne intra-regionalen Handel. <sup>2</sup> Wachstum der Exportvolumina abzüglich Wachstum der Exportmärkte. <sup>3</sup> Nur Güter.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Tabelle II.7

zunehmenden Importdurchdringung erhöhte sich das Handelsbilanzdefizit dennoch auf rund US-\$ 200 Mrd. Mit der Aufwertung des Dollars und der wachsenden Auslandsverschuldung schlug außerdem die Kapitalertragsbilanz ins Defizit um (s. Tabelle II.7). Der Überschuß der japanischen Kapitalertragsbilanz weitete sich demgegenüber aus, während die Stagnation in der inländischen Wirtschaft, gepaart mit der Yen-Schwäche, zu einer Trendwende in der Handelsbilanz und der Leistungsbilanz führte und zuvor verlorengegangene Marktanteile zum Teil zurückgewonnen werden konnten.

... und in den  
EU-Staaten  
weiterer Anstieg  
der Überschüsse

Ein ähnlicher Trend wie in Japan war in den EU-Ländern zu beobachten, wo der zusammengefaßte Überschuß auf rund US-\$ 125 Mrd. stieg; davon entfielen rund zwei Drittel auf Frankreich und Italien. Insbesondere in Italien, das im vergangenen Jahr international zum Nettogläubiger wurde, kann die Verbesserung in diesem Jahrzehnt vor allem auf eine beträchtliche Haushaltskonsolidierung, eine Abwertung der Währung und den im Vergleich zum übrigen Europa verzögerten Konjunkturzyklus zurückgeführt werden. Unter den übrigen europäischen Ländern ist die Schweiz zu nennen, deren traditioneller Überschuß sich infolge niedrigerer Nettokapitalerträge etwas verminderte, während der auf den Öleinnahmen beruhende Überschuß Norwegens trotz des Ölpreistrückgangs Ende 1997 im wesentlichen unverändert blieb.

In Neuseeland  
und Kanada  
Verschlechterung

Unter den übrigen Industrieländern konnte Australien sein Defizit verringern, obwohl die Rohstoffpreise sowie die Exporte in asiatische Länder zurückgingen. Neuseeland ist zwar nicht so stark von Asien-Exporten abhängig, verzeichnete aber dennoch einen Anstieg des Leistungsbilanzdefizits auf über 7% des BIP. Dahinter verbirgt sich eine beträchtliche Ersparnislücke im privaten Sektor, da der Überschuß im Staatshaushalt nur wenig sank. Die kanadische Leistungsbilanz schwang wieder ins Defizit um; verantwortlich hierfür waren der Anstieg der Importdurchdringung und die bereits erwähnte Exportschwäche. Ebenso wie in Neuseeland stand dem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht ein wachsendes Ersparnisdefizit im privaten Sektor, vor allem bei den privaten Haushalten, gegenüber. Das Leistungsbilanzdefizit der Türkei schließlich betrug nur 1% des BIP, da im Einklang mit dem zunehmenden Inflationsgefälle gegenüber anderen OECD-Ländern eine nominale Abwertung der Währung zugelassen wurde.

#### *Trendüberblick bei den Direktinvestitionen*

Kräftiges, aber  
instabiles Wachst-  
um der Direkt-  
investitionen ...

Die Direktinvestitionen der Industrieländer – aktiv- wie passivseitig – haben seit Anfang der achtziger Jahre massiv zugenommen, weit mehr als der Außenhandel und das reale BIP (s. Tabelle II.8). Das Wachstum war jedoch nicht sehr stabil. Es entfiel größtenteils auf den Zeitraum 1981–89, als die japanischen Direktinvestitionen, motiviert durch die Yen-Stärke und vergleichsweise niedrige ausländische Aktienkurse, der weltweiten Investitionstätigkeit einen kräftigen Schub verliehen. In den darauffolgenden sieben Jahren nahmen die realen Kapitalabflüsse um weniger als 1% pro Jahr zu, und die Kapitalzuflüsse gingen zurück. Vorläufigen Angaben zufolge kehrten sich diese Trends jedoch im vergangenen Jahr ganz deutlich um, da die Aktienhausse und niedrige Zinssätze außergewöhnlich intensive grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmeaktivitäten auslösten. Unter dem Einfluß eines stärkeren Dollars und lebhaften Gewinnwachstums steigerten die USA ihre Direktinvestitionen am meisten, aber die Kapitalzuflüsse in die USA

... mit deutlicher  
Belebung im  
vergangenen Jahr



Direktinvestitionen im Trendvergleich <sup>1</sup>							
	Kapital- abflüsse	Kapital- zuflüsse	Bestände im Ausland	Bestände im Inland	BIP	Exporte	Investi- tionen <sup>2</sup>
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; zu konstanten Preisen <sup>3</sup>						
1981–89	14,1	12,7	11,9	14,2	3,0	4,5	3,4
1989–96	0,6	–1,7	12,5	10,8	1,9	5,5	2,0

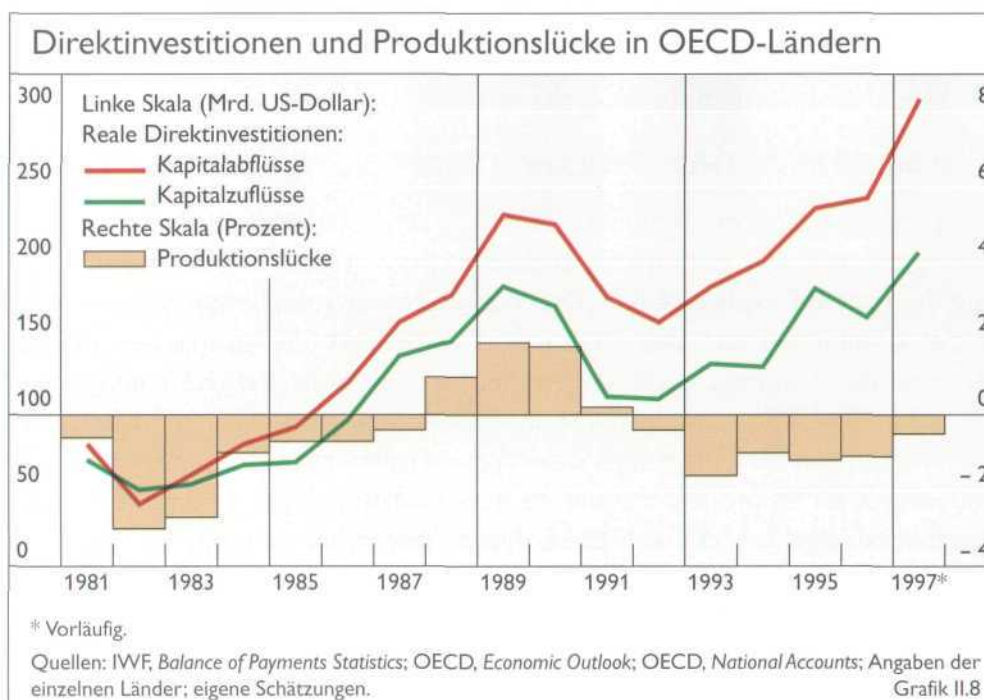
<sup>1</sup> In den Industrieländern. <sup>2</sup> Inländische Bruttoanlageinvestitionen. <sup>3</sup> Bestände an Direktinvestitionen im In- und Ausland: zu jeweiligen Preisen und Wechselkursen.  
 Quellen: IWF, *Balance of Payments Statistics*; OECD, *International Direct Investment Statistics*; OECD, *National Accounts*; UN, *World Investment Report*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.8

erhöhten sich noch mehr, da die Attraktivität einer in raschem Tempo wachsenden Wirtschaft den Effekt einer aufwertenden Währung mehr als ausglich. Die Kapitalabflüsse aus Deutschland erreichten ebenfalls einen historischen Höchststand; die Kapitalzuflüsse nach Deutschland gingen dagegen im zweiten Jahr in Folge zurück. Andere EU-Länder, angeführt von Frankreich und dem Vereinigten Königreich, verzeichneten erhebliche Steigerungen in beiden Richtungen.

Wie Grafik II.8 zeigt, sind die Direktinvestitionsströme auf kurze Sicht sehr prozyklisch, was vor allem auf die Reinvestition einbehaltener Gewinne zurückzuführen ist. Praktisch der gesamte Rückgang der realen Kapitalabflüsse von 1989 bis 1992 läßt sich mit der Ausweitung der Produktionslücke in den OECD-Ländern begründen. Die anschließende schleppende Erholung in Kontinentaleuropa und Japan erklärt überdies weitgehend die anhaltend niedrigen Kapitalzuflüsse. Wechselkursschwankungen können ebenfalls einen erheblichen Einfluß haben, da sie sich auf die relative Kostensituation der einzelnen Länder und auch auf deren „Machtposition“ bei Fusionen und Übernahmen auswirken. Wie bereits erwähnt, spielte die Aufwertung des Yen für den anteilmäßigen Anstieg des Bestands japanischer

Direktinvestitionen beeinflusst durch Konjunktur-entwicklung ...

... Wechselkurse ...



Direktinvestitionen in den achtziger Jahren eine wichtige Rolle, während die jüngste Erholung der US-Direktinvestitionen dem stärkeren US-Dollar und dem fortgeschrittenen Konjunkturzyklus zugeschrieben werden kann.

... und Zins-  
entwicklung

Direktinvestitionen sind im wesentlichen Finanzströme, die mit Realkapitalinvestitionen zusammenhängen können, aber nicht müssen, und die tatsächlichen Kapitalabflüsse werden in der Regel durch die Entwicklung der Zinssätze und der Aktienkurse sowohl im Herkunftsland als auch im Zielland beeinflusst. Ganz deutlich zeigte sich dies bei den US-Direktinvestitionen Anfang der achtziger Jahre, als eine straffere Geldpolitik und höhere Zinssätze US-Unternehmen veranlaßten, ihre Kapazitätserweiterungen im Ausland primär durch Kreditaufnahme im Zielland zu finanzieren und weniger durch Kapitalabflüsse in Form von Direktinvestitionen. Die jüngste Erholung der US-Direktinvestitionen läßt sich wiederum zum Teil mit dem Rückgang der US-Zinssätze erklären sowie mit höheren Aktienkursen, die es den US-Unternehmen erheblich erleichtert haben, ausländische Unternehmen zu übernehmen oder mit ihnen zu fusionieren.

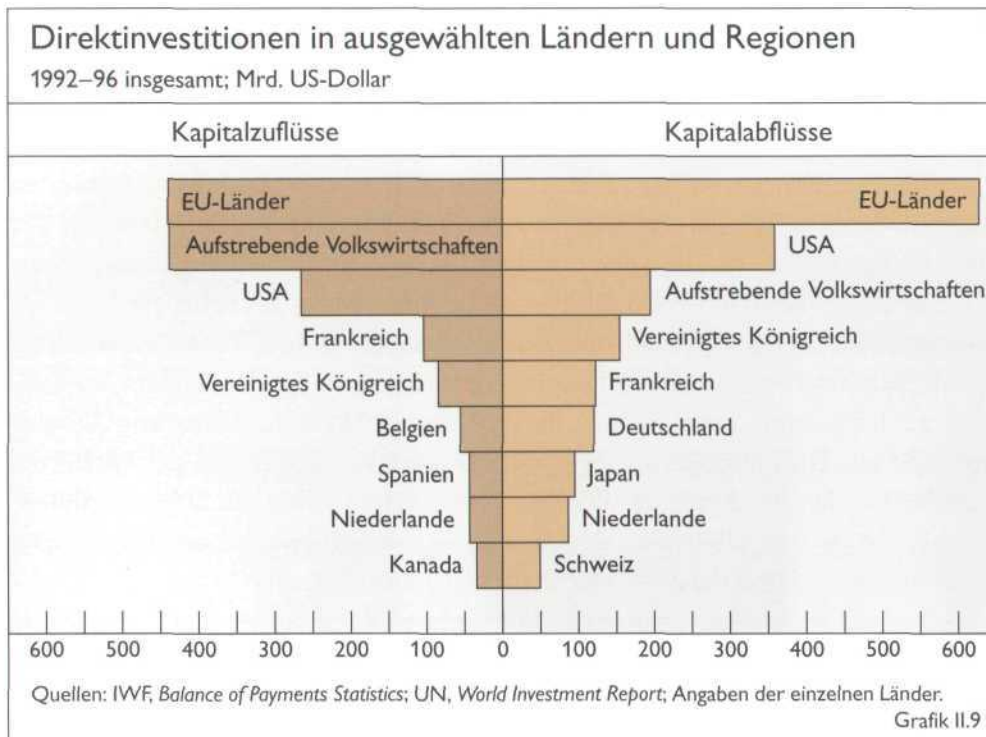
Zunehmende  
Bedeutung der auf-  
strebenden Volks-  
wirtschaften ...

Abgesehen von konjunkturellen und anderen kurzfristigen Einflüssen wurde die Entwicklung der Ströme und Bestände von Direktinvestitionen in den letzten fünfzehn Jahren auch durch die wachsende Zahl der beteiligten Länder, Wirtschaftszweige und Unternehmen geprägt. Zwar dominieren die Industrieländer nach wie vor bei den Direktinvestitionsbeständen – aktiv- wie passivseitig –, doch die aufstrebenden Volkswirtschaften haben stark an Bedeutung gewonnen. Insbesondere China ist ein wichtiges Zielland geworden, und Ende 1996 entfielen auf die Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften rund 30% der weltweiten Bestände an Direktinvestitionen aus dem Ausland. Zwar stehen diese Länder nur bei 10% der weltweiten Bestände auf der Urheberseite, doch ihr Anteil an den getätigten Neuinvestitionen betrug in den neunziger Jahren fast 14%, woran sichtbar wird, daß sie auch als investierende Länder aktiver werden (s. Grafik II.9). Die Finanzkrise in Asien scheint die Kapitalabflüsse aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gebremst zu haben, doch bei den Kapitalzuflüssen lassen vorläufige Zahlen für 1997 einen neuen historischen Höchststand erwarten. Darüber hinaus könnten der starke Rückgang der Aktienkurse in Asien, die Deregulierung der Kapitalzuflüsse und die Verbesserung der Führungsstrukturen der Unternehmen als Teil der von verschiedenen von der Krise betroffenen Ländern verabschiedeten Reformpakete zur Folge haben, daß sich die Zuflüsse an Direktinvestitionen in diesem Jahr nur geringfügig vermindern.

... aber auch  
Verschiebungen  
bei den Industrie-  
ländern

Auch innerhalb der Gruppe der Industrieländer hat es Verschiebungen gegeben. Während der Kapitalexport aus Japan in den achtziger Jahren anstieg, hat sich der Anteil der EU-Länder an den weltweiten Strömen und Beständen ebenfalls erheblich erhöht, insbesondere seit der Verabschiedung der Einheitlichen Europäischen Akte 1986. Für diese Erhöhung waren nicht nur steigende Direktinvestitionen von Drittländern maßgeblich, sondern auch umfangreichere Ströme innerhalb der EU selbst. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Integration der Märkte haben offenbar die infolge der Beseitigung von Handelschranken zu erwartende Dämpfung der Investitionsströme mehr als wettgemacht. Dagegen ist der Anteil der USA an den weltweiten Beständen und Strömen von Direktinvestitionen im bzw. ins Ausland seit dem Ende der siebziger Jahre drastisch gefallen, selbst wenn der jüngste Aufschwung mitberücksichtigt





wird. Überhaupt scheinen die späten siebziger Jahre einen Höhepunkt in der Internationalisierung der US-Produktion markiert zu haben, der mit dem Beginn des Abwärtstrends der US-Industrie zusammenfiel. Das verarbeitende Gewerbe ist wesentlich stärker international ausgerichtet als andere Sektoren, und als es in den USA – noch dazu früher als in den meisten anderen Ländern – an Bedeutung zu verlieren begann, wurde auch bei den US-Direktinvestitionen ein Abwärtstrend ausgelöst.

In den letzten zehn Jahren erhöhte sich überdies die Zahl der an Direktinvestitionen beteiligten Wirtschaftsbereiche und Unternehmen deutlich. Zwar zeichnen sich die jüngsten Trends u.a. durch die dominierende Rolle großer multinationaler Unternehmen aus, doch auch die mittelgroßen Unternehmen lassen sich bei ihren Produktions- und Beschäftigungsentscheidungen inzwischen mehr und mehr von internationalen Erwägungen leiten. Daß der sinkende Anteil des verarbeitenden Gewerbes nicht auch bei den Direktinvestitionen eine Stagnation oder einen rückläufigen Trend ausgelöst hat, ist insgesamt der Expansion der Zahl der beteiligten Länder, Wirtschaftsbereiche und Unternehmen zuzuschreiben.

Bei der Analyse der Gründe für Direktinvestitionen und ihrer potentiellen Beschäftigungs- und Produktionseffekte in den beteiligten Ländern ist es nützlich, die jüngsten Entwicklungen in einer längerfristigen Perspektive zu betrachten. Zwar ist das Wachstum des Außenhandels und der Direktinvestitionen seit 1982 beeindruckend, es hat aber lediglich bewirkt, daß die Globalisierung und Internationalisierung auf das Niveau von vor 1914 zurückgeführt wurden, und nach manchen Maßstäben nicht einmal das. Gemessen am Außenhandel in Relation zum BIP ist Japan jetzt beispielsweise weniger offen als vor 1914, und während die Direktinvestitionen der Industrieländer im Ausland heute 5–6% der Inlandsinvestitionen entsprechen, waren die britischen Kapitalabflüsse im ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts ungefähr genauso hoch wie die Inlandsinvestitionen.

Ausdehnung auf mehr Wirtschaftszweige und Unternehmen

Globalisierung in historischer Betrachtung

Verlagerung  
von horizontalen  
zu vertikalen  
Produktions-  
strukturen

In mancherlei Hinsicht spielen die internationale Integration und die Direktinvestitionen heute aber auch eine größere Rolle als vor dem Ersten Weltkrieg, denn die zugrundeliegenden Kräfte und Motive haben sich erheblich gewandelt, was für die Produktions- und Beschäftigungsentscheidungen der Unternehmen von Bedeutung ist. Zwar dienten die Direktinvestitionen den Unternehmen früher zum Teil auch dazu, sich Rohstoffquellen zu sichern, vor allem aber hingen sie mit Bemühungen zusammen, künstliche und natürliche Handelshemmnisse zu umgehen. Dabei wird meist auf eine *horizontale* Produktionsstruktur gesetzt, d.h., in verschiedenen Ländern werden ähnliche Anlagen errichtet, und der Absatz über verbundene Unternehmen zielt auf Märkte, die durch Exporte nicht zu erreichen sind. Für die jüngeren Trends bei den Direktinvestitionen sind dagegen Liberalisierung und Deregulierung maßgeblich sowie vor allem der technische Fortschritt, der dem Prozeß der Integration neue Dimensionen verliehen hat. Der starke Rückgang der Kommunikationskosten hat es den Unternehmen ermöglicht, die Wertschöpfungskette zu unterteilen, und ihnen so neue und effizientere Wege eröffnet, Produktion und Vertrieb weltweit zu organisieren. Auf diese Weise wird außerdem eine *vertikale* Produktionsstruktur begünstigt, da die Unternehmen Unterschiede in den Faktorpreisen ausnutzen können, und Produktion und Beschäftigung in der Muttergesellschaft und der Niederlassung greifen stärker ineinander.

Durch Direkt-  
investitionen  
Ergänzung oder  
Stärkung des  
Außenhandels ...

Für die meisten Länder lassen die Daten dennoch darauf schließen, daß die Direktinvestitionen im Ausland und die Produktion in verbundenen Unternehmen die Exporte weiterhin eher ergänzen als ersetzen. Auslandsniederlassungen, in denen auch produziert wird, verwenden oftmals Zwischenerzeugnisse, die aus den Herkunftsländern importiert wurden, und Niederlassungen ohne eigene Produktion sorgen für einen besseren Vertrieb der im Herkunftsland hergestellten Endprodukte. Ferner scheint es, als ergänzten in diesem Fall Kapitalexport und Importe einander, während insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften Kapitalzuflüsse mit höheren Importen einhergehen.

... und bessere  
Absicherung  
gegenüber außen-  
wirtschaftlichen  
Schocks

Darüber hinaus gibt es Anzeichen dafür, daß die Globalisierung die Unternehmen nicht nur dabei unterstützt, eine effizientere Produktionsstruktur aufzubauen, sondern es ihnen auch ermöglicht, sich gegenüber außenwirtschaftlichen Schocks besser abzusichern und die Risiken gleichmäßiger zu streuen. Unternehmen mit Produktionsanlagen in mehreren Ländern können ihre Anfälligkeit gegenüber Wechselkursschwankungen reduzieren, indem sie ihre Produktion entsprechend der Entwicklung der relativen Kosten verlagern. Geht man von der Annahme aus, daß sich der Umsatz der verbundenen Unternehmen im Ausland proportional zu den Beständen an Direktinvestitionen im Ausland entwickelt, kann die regionale Verteilung der Exporte überdies einen irreführenden Eindruck von den Risiken im Auslandsgeschäft der Unternehmen entstehen lassen (s. Tabelle II.9). Die Auswirkungen des Nachfrageeinbruchs in Asien dürften daher in ihrer Gesamtheit wesentlich geringer sein, als es die Exporte allein nahelegen. Wie die Tabelle zeigt, ist das Engagement der USA, Deutschlands und Japans anscheinend geringer, als es die Exportanteile vermuten lassen würden, während der Anteil Asiens am britischen Export und am Umsatz britischer Niederlassungen im Ausland mehr oder weniger gleich ist.



Exporte und Direktinvestitionen nach Regionen*								
	USA		Japan		Deutschland		Vereinigtes Königreich	
	Ex- porte	Direkt- investi- tionen	Ex- porte	Direkt- investi- tionen	Ex- porte	Direkt- investi- tionen	Ex- porte	Direkt- investi- tionen
	Prozent							
Industrieländer	56,5	69,9	46,9	62,5	75,5	86,4	77,6	82,0
EU-Länder	20,5	43,7	15,3	17,5	58,2	57,0	56,9	43,3
Nichteuropäische Länder	34,3	20,8	30,5	43,3	11,1	24,3	17,5	36,9
Asien	19,2	8,4	44,2	32,1	8,0	3,0	8,6	8,1
Lateinamerika	17,5	18,1	4,5	4,8	2,5	5,9	1,8	6,6
* Güterexporte 1996 und Bestand an Direktinvestitionen im Ausland Ende 1996; Deutschland: Angaben für 1995.								
Quellen: OECD, <i>Statistics of Foreign Trade</i> ; Angaben der einzelnen Länder.							Tabelle II.9	

Völlig ohne Risiko ist die Globalisierung der Produktion jedoch nicht. So könnte der Anstieg technologisch begründeter Direktinvestitionen vor dem Hintergrund der Bemühungen multinationaler Unternehmen um den Erhalt bzw. Ausbau von Marktanteilen zum Entstehen von Überkapazitäten führen, wenn niedrige Kosten und gute Ertragsaussichten multinationale ebenso wie inländische Unternehmen in dieselben Wirtschaftsbereiche locken. Dies hat sich in mehreren asiatischen Ländern gezeigt, wo der Zufluß ausländischen Kapitals die bereits beträchtlichen Investitionsquoten noch mehr in die Höhe getrieben hat (s. Kapitel III). Unternehmen mit Produktionseinrichtungen in mehreren Ländern können ihr Wechselkursrisiko überdies nur dadurch reduzieren, daß sie eine geringere Kapazitätsauslastung akzeptieren als Unternehmen, die hauptsächlich im Inland produzieren.

Globalisierung  
birgt auch Risiken  
und Kosten

### III. Wirtschaftspolitik und -entwicklung in der übrigen Welt

#### Schwerpunkte

Die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften wurde im letzten Jahr von mehreren Finanzkrisen in Asien geprägt, die in ihrer Intensität und in ihrem negativen Einfluß auf andere Länder unerwartet drastisch ausfielen. In den am meisten betroffenen Ländern – Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand – gingen angesichts eines geschwächten Vertrauens die Wirtschaftstätigkeit und die Nachfrage stark zurück. Auch in anderen Ländern der Region nahm die wirtschaftliche Unsicherheit zu, und ein geringeres Produktionswachstum trat an die Stelle der Dynamik, die das wirtschaftliche Geschehen im letzten Jahrzehnt geprägt hatte.

Eine Hauptursache der Krise in den asiatischen Ländern lag in einer komplizierten und oftmals undurchsichtigen Kombination von gesamtwirtschaftlichen Verzerrungen und instabilen Finanzmärkten. Das zunehmende Bewußtsein dieser Gefahren sowie die schwierige Aufgabe, ihnen mit konventionellen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu begegnen, verstärkten nicht nur den Abwärtsdruck auf die Währungen, als die Krise einsetzte, sondern trübten auch die Aussicht auf rasche Abhilfe erheblich. Obwohl die beträchtliche Abwertung der Währungen nur von einer moderaten Inflation begleitet war, was eine erhebliche Verbesserung der Wettbewerbssituation zur Folge hatte, blieb eine Reaktion der Konjunktur bisher aus. Sowohl im Inland als auch an mehreren größeren Auslandsmärkten herrschte nur schwache Nachfrage, und die finanziellen Mittel zur Unterstützung des Produktionswachstums sind deutlich knapper geworden.

Die Auswirkungen der Krise in Asien überschatteten im letzten Jahr eine Reihe erfreulicher Entwicklungen in Lateinamerika, die in einem ruhigeren Umfeld größere Beachtung gefunden hätten. In mehreren lateinamerikanischen Ländern führte eine stabilitäts- und reformorientierte Wirtschaftspolitik in den letzten Jahren zu einigen der höchsten Wachstums- und niedrigsten Inflationsraten seit den späten siebziger Jahren. Als die Ungewißheit und Sorge seitens der Anleger auf die Region übergriffen, halfen eine weitere Straffung der Geldpolitik sowie – im Falle Brasiliens – ein haushaltspolitischer Sparkurs, den Ansteckungseffekt in Grenzen zu halten. In den anderen Entwicklungsländern trug eine solidere Wirtschafts- und Strukturpolitik ebenfalls zu einem beträchtlichen inflationsfreien Wachstum bei. In Osteuropa verlief die Entwicklung weniger einheitlich. Daß Rußland erstmals ein Jahr mit einer positiven Wachstumsrate zu verzeichnen hatte, läßt allerdings hoffen, daß eine größere Anzahl von Ländern im Übergangsprozeß zwar langsam, aber erfolgreich vorankommt.



## Unruhen an den asiatischen Finanzmärkten: Gesamtwirtschaftliche Hintergründe

Instabile Finanzmärkte, eine unzureichende Finanzmarktaufsicht sowie eine hohe Belastung der Unternehmen mit kurzfristigen Verbindlichkeiten waren die Hauptursachen einer Reihe von Krisen in Asien im zweiten Halbjahr 1997. Insbesondere erschwerten sie in erheblichem Maße eine vernünftige und produktive Verwendung der massiven Auslandsgelder, die Mitte der neunziger Jahre Asien überfluteten. Eine ausführliche Betrachtung des Zusammenhangs zwischen diesen Aspekten der Finanzintermediation und den jüngsten Währungsturbulenzen folgt

Finanzielle  
Ursachen der Krise  
verschärft durch ...

Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen									
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Leistungsbilanzsaldo		
	1990–95	1996	1997	1990–95	1996	1997	Durchschnitt 1990–95	1996	1997
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						in Prozent des BIP		
China	10,6	9,7	8,8	12,4	8,3	2,8	0,9	0,9	2,3
Hongkong	5,0	5,0	5,2	9,3	6,0	5,7	3,3 <sup>1</sup>	–1,7 <sup>1</sup>	–3,8 <sup>1</sup>
Indien	5,1	7,5	5,0	10,3 <sup>2</sup>	5,9 <sup>2</sup>	5,1 <sup>2</sup>	–1,5	–1,1	–1,2
Übriges Asien <sup>3</sup>	7,2	7,0	4,6	6,7	5,8	4,6	–0,5	–1,7	–1,7
Korea	7,8	7,1	5,5	6,6	4,9	4,4	–1,2	–4,8	–1,9
Singapur	8,6	6,9	7,8	2,7	1,3	2,0	12,7	15,5	15,2
Taiwan	6,4	5,7	6,8	3,8	3,1	0,9	4,0	4,0	2,7
Indonesien	7,2	7,8	4,6	8,7	8,0	6,6	–2,5	–3,7	–2,9
Malaysia	8,8	8,6	7,8	3,7	3,5	2,7	–5,9	–4,9	–5,1
Philippinen	2,3	5,7	5,1	11,0	8,4	5,1	–3,8	–4,7	–5,2
Thailand	8,9	6,4	–0,4	5,0	5,8	5,6	–6,7	–7,9	–2,0
Lateinamerika <sup>3</sup>	2,7	3,4	5,0	206,2	24,6	13,8	–2,0	–1,9	–2,8
Argentinien	4,8	4,3	8,4	114,6	0,2	0,5	–1,6	–1,4	–3,2
Brasilien	1,5	2,8	3,0	954,2	15,5	6,0	–0,6	–3,3	–4,2
Chile	6,7	7,2	7,1	15,8	7,4	6,1	–2,6	–5,4	–5,2
Kolumbien	4,5	2,1	3,0	25,6	20,2	18,5	–1,7	–5,5	–5,8
Mexiko	2,1	5,1	7,0	19,0	34,4	20,6	–5,1	–0,6	–1,8
Venezuela	3,8	–1,6	5,1	43,7	99,9	50,0	2,5	13,1	6,0
Osteuropa <sup>3</sup>	–1,2	4,7	5,1	54,8	17,8	13,9	0,1	–3,0	–3,7
Polen	–0,2	6,1	6,9	83,7	19,9	14,9	1,9	–1,0	–3,2
Tschechische Republik	–2,8	3,9	1,0	18,5	8,8	8,5	–0,1	–7,6	–6,2
Ungarn	–2,6	1,3	4,4	25,9	23,5	18,3	–4,0	–3,7	–2,2
Russische Föderation	–7,9	–4,9	0,4	317,7	47,7	14,8	1,2	2,7	1,7
Israel	6,1	4,5	2,1	13,5	11,3	9,0	–3,9	–7,4	–3,6
Saudi-Arabien	3,7	2,3	2,6	2,2	1,3	0,1	–11,6	0,9	–2,2
Afrika	1,7	5,1	2,7	37,4	25,1	11,4	–11,1 <sup>4</sup>	–7,8 <sup>4</sup>	–6,1 <sup>4</sup>
Südafrika	0,6	3,1	1,5	11,8	7,4	8,6	0,7	–1,6	–1,5

Anmerkung: Angaben für 1997 teilweise geschätzt.

<sup>1</sup> Saldo der Güter und nichtfaktorgelundenen Dienstleistungen. <sup>2</sup> Großhandelspreise. <sup>3</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. <sup>4</sup> In Prozent der Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

Tabelle III.1

in Kapitel VII. Ein weiterer wichtiger Grund für den plötzlichen Verlust an Vertrauen in die Wirtschaft lag jedoch ironischerweise in zwei gesamtwirtschaftlichen Faktoren, die gemeinhin mit dem dynamischen Aufschwung der asiatischen Volkswirtschaften während der achtziger und der ersten Hälfte der neunziger Jahre in Verbindung gebracht wurden, nämlich in den intensiven Kapazitätserweiterungen in einer Reihe von Wirtschaftsbereichen und den Auswirkungen des gewählten Wechselkursregimes sowohl auf die Wettbewerbsposition im Außenhandel als auch auf die Geldpolitik.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hatten in den letzten anderthalb Jahrzehnten eindrucksvolle Wirtschaftsergebnisse vorzuweisen. Jährliche Wachstumsraten von durchschnittlich 7½% seit 1980 gingen mit moderater Inflation einher, wobei das dynamische Wachstum größtenteils auf die zunehmende Offenheit der meisten Volkswirtschaften zurückzuführen war. Dabei wurde an einer soliden Wirtschaftspolitik festgehalten. Die Haushaltslage war im allgemeinen weitgehend ausgeglichen, und es herrschte mehr oder weniger Preisstabilität, was auf eine vorsichtige Geldpolitik hindeutete. Zwar nahmen die Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz ein Ausmaß an, das in Ländern mit höherer Konsumneigung als besorgniserregend gelten könnte; sie waren jedoch mit hohen Investitionsausgaben im privaten Sektor und einer steigenden Sparquote verbunden, was den Eindruck eines stabilen und nachhaltigen Wachstums förderte.

Ähnlich positive gesamtwirtschaftliche Ergebnisse waren auch in jenen Ländern zu beobachten, die von den jüngsten Unruhen an den Finanzmärkten besonders stark betroffen waren (s. Tabelle III.2). Rückblickend betrachtet täuschen sie allerdings über die Tatsache hinweg, daß die Strukturen und Abläufe im Unternehmens-, Finanz- und Staatssektor nicht mit der raschen Expansion der Wirtschaft Schritt halten konnten und sich die Anlagestrategien zunehmend auf Bereiche mit weniger soliden Risiko/Rendite-Verhältnissen konzentrierten. Dies kam nicht gänzlich unerwartet, da in mehreren Ländern eine Reform der Infrastruktur vonnöten war, deren volkswirtschaftliche Erträge auf kurze Sicht zwar gering, auf lange Sicht jedoch sehr hoch sein würden. In vielen Fällen wurde aber aufgrund einfacher Extrapolation des rapiden Wachstums während der ersten

... umfangreiche Investitionen in Projekte mit unsicherer Rentabilität

Makroökonomische Merkmale ausgewählter asiatischer Volkswirtschaften										
	Investitionen		Inländische Ersparnis		Finanzierungssaldo <sup>1</sup>		Offenheit der Volkswirtschaft <sup>2</sup>		Marginaler Kapitalkoeffizient <sup>3</sup>	
	Durchschnitt 1986–95	1996	Durchschnitt 1986–95	1996	Durchschnitt 1986–95	1996	1986	1996	Durchschnitt 1986–90	Durchschnitt 1991–96
	in Prozent des BIP									
Indonesien	32,6	32,1	33,8	31,2	0,9	–1,0	15,9	20,4	19,2	22,6
Korea	33,9	36,8	36,4	35,2	0,3	0,0	30,7	28,9	32,9	20,2
Malaysia	32,7	42,2	35,8	42,6	–3,2	0,7	44,3	78,9	25,1	22,1
Philippinen	20,5	23,2	17,5	15,6	–1,9	0,3	16,4	31,2	20,5	12,2
Thailand	36,3	42,2	33,5	35,9	2,1	0,7	20,9	34,9	32,6	19,6
Anmerkung: Angaben für 1996 teilweise geschätzt.										
<sup>1</sup> Zentraler Haushalt. <sup>2</sup> Verhältnis der durchschnittlichen Warenexporte und -importe zum BIP. <sup>3</sup> Als Kehrwert dargestellt, d.h. Verhältnis des realen BIP-Wachstums zur Investitionsquote.										
Tabelle III.2										



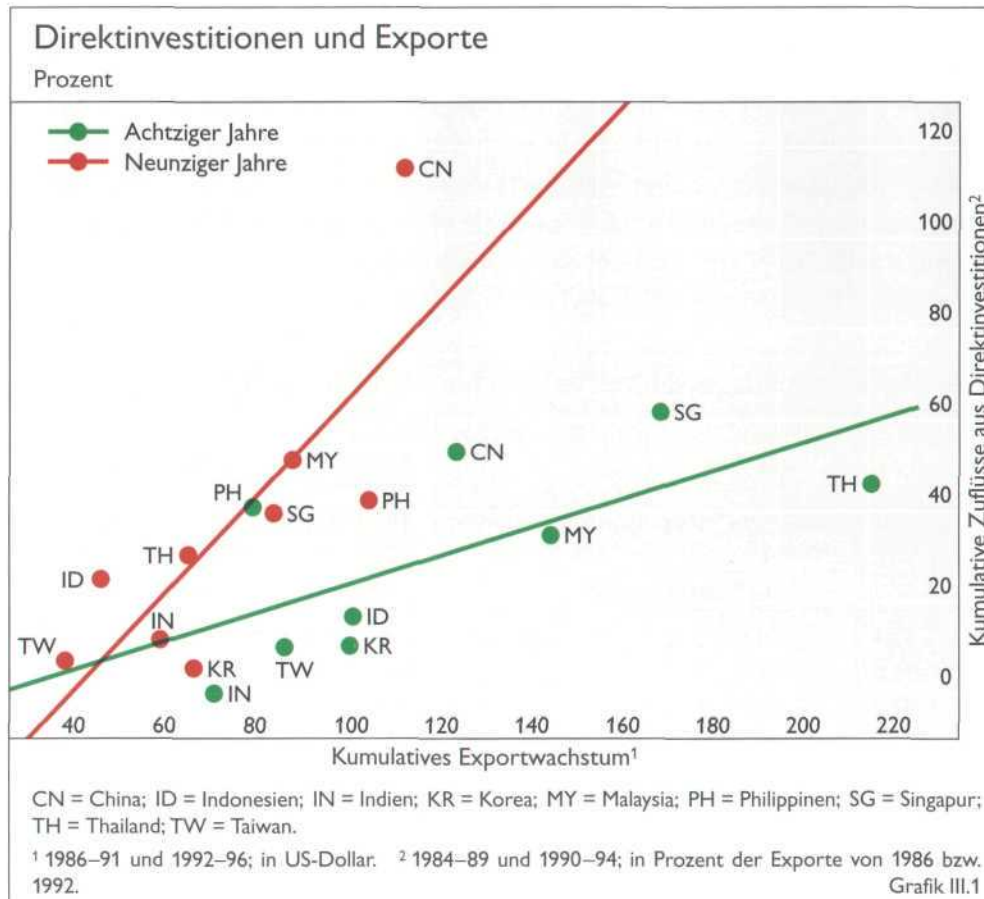
Hälfte der neunziger Jahre beschlossen, die Kapazitäten in bereits vorhandenen Wirtschaftsbereichen weiter auszubauen. Oftmals strebten verschiedene Länder eine Kapazitätserweiterung in ähnlichen Bereichen an. Darüber hinaus verleitete die Deregulierung im Verlauf der neunziger Jahre die Unternehmen – so z.B. die koreanischen Industriekonglomerate – dazu, in neue Geschäftsbereiche einzusteigen, die sich von ihrem traditionellen Kerngeschäft erheblich unterschieden. Häufig vernachlässigten sowohl die Investoren als auch die Kreditgeber bei ihren Anlagestrategien Marktgesichtspunkte und verzichteten auf die angemessene Sorgfalt, weil der Staat impliziten Schutz bot, indem er politisch attraktive, jedoch nicht notwendigerweise gewinnträchtige Projekte aktiv förderte.

Wie im Vorjahr vermerkt, waren erste Anzeichen für eine überhöhte Investitionstätigkeit in bestimmten Wirtschaftsbereichen bereits 1996 aufgetreten, als massive Investitionen in der asiatischen Elektronikbranche zu einem Überangebot und damit zu einem Preisverfall an den Weltmärkten führten. Doch auch in anderen Bereichen, z.B. im Automobilbau, bei Haushaltsgeräten und in der Stromerzeugung, war ein steiler Anstieg der Investitionstätigkeit zu verzeichnen, der das Risiko einer Überschwemmung der Märkte im In- und Ausland mit sich brachte. In manchen Wirtschaftsbereichen, u.a. im Immobiliensektor, führte ein hohes Investitionsaufkommen zu spekulativen Preisblasen, deren Abbau maßgeblich zu den Unruhen an den Finanzmärkten im letzten Jahr beitrug (Näheres hierzu in Kapitel VII).

Die Rentabilität neu zugeführten Kapitals litt in den letzten Jahren häufig unter den überhöhten Investitionen in bestimmten Wirtschaftsbereichen. Wie in

Exportrückgang  
1996 infolge  
Überinvestition in  
einigen Wirt-  
schaftsbereichen

Sinkende Renditen



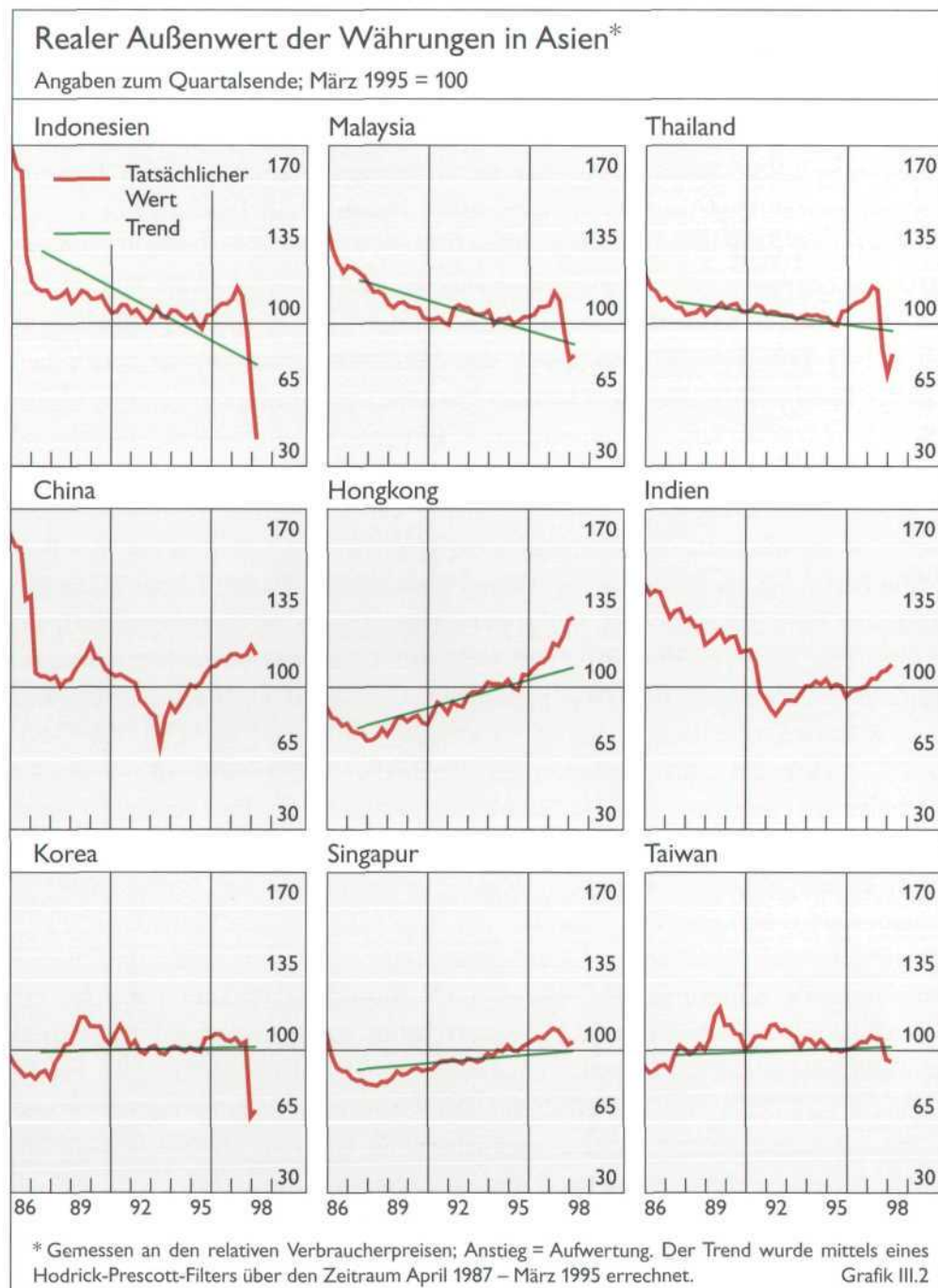


Tabelle III.2 dargestellt, ging in vielen der von Finanzkrisen betroffenen Länder die Wachstumsrate im Verhältnis zu einer bestimmten Investitionsquote (der sogenannte marginale Kapitalkoeffizient) während der ersten Hälfte der neunziger Jahre deutlich zurück. Bedeutsam war auch die erhebliche Abschwächung der Korrelation zwischen Direktinvestitionen und Exportwachstum in den neunziger Jahren (s. Grafik III.1). So wurde es unwahrscheinlicher, daß die anfängliche Verschlechterung der Leistungsbilanz – hervorgerufen durch den Import von Investitionsgütern im Zusammenhang mit Direktinvestitionen – später durch eine erhöhte Exportaktivität infolge der Kapazitätserweiterung wettgemacht würde.



Eine weitere Hauptursache der regionalen Krise bestand darin, daß Wechselkurssysteme mit einer engen Bindung an den US-Dollar immer schwerer aufrechtzuerhalten waren. Auf die jüngsten Entwicklungen wirkten sich diese Wechselkursbindungen in dreierlei Hinsicht ungünstig aus. Erstens bedeutete die Abwertung des US-Dollars gegenüber den wichtigsten internationalen Währungen bis zum ersten Quartal 1995 für Indonesien, Malaysia und Thailand eine stetige Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition (wie die Trendlinie in Grafik III.2 auf der Basis des Zeitraums 1987–95 zeigt). Dies wiederum führte zu einem raschen Exportwachstum und zu Kapazitätserweiterungen. Mit der Trendumkehr des Dollarkurses ab Anfang 1995 verschlechterte sich die Wettbewerbssituation der asiatischen Länder dann jedoch drastisch. Unmittelbar vor dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 1997 war der reale Außenwert der Währungen von Indonesien, Malaysia und Thailand deutlich höher, als es die Extrapolation des Trends von 1987 bis 1995 ergeben hätte. Dabei trägt diese Meßgröße den schwierigeren Wettbewerbsbedingungen seit Mitte der neunziger Jahre möglicherweise nicht einmal in vollem Maße Rechnung, da sie die beträchtlichen Marktanteilsgewinne Chinas in diesem Zeitraum nicht berücksichtigt. In Korea hingegen spielte der Wettbewerbsaspekt als Auslöser der Krise eine wesentlich geringere Rolle, da seit Mitte der neunziger Jahre eine Abwertung des Won gegenüber dem Dollar geduldet worden war.

Auswirkungen von Wechselkursbindungen auf die Wettbewerbsfähigkeit ...

Zweitens erschwerten es die Wechselkursbindungen in Asien, die Geldpolitik direkter am Liquiditätsbedarf der inländischen Wirtschaft auszurichten. Als es Mitte der neunziger Jahre in zahlreichen Volkswirtschaften Asiens zu einer Überhitzung kam, waren die Zentralbanken aufgrund ihrer Wechselkursbindungen nicht in der Lage, die Inlandsnachfrage – insbesondere bei Investitionen im Immobilienbereich und bei Projekten mit inhärent niedrigen Renditen – durch Zinserhöhungen zu dämpfen. Diese Zwangslage wurde durch die zunehmende internationale Kapitalmobilität sowie durch rückläufige Risikoprämien für die Verschuldung der aufstrebenden Volkswirtschaften zusätzlich verschärft. Drittens schließlich bewirkte die langanhaltende relative Stabilität der Währungen gegenüber dem US-Dollar, daß das Wechselkursrisiko geringer eingeschätzt wurde und somit der Anreiz bestand, große unabgesicherte Positionen in Devisen einzugehen. Diese Aspekte werden in Kapitel VI und VII ausführlicher erörtert.

... die Wirksamkeit der Geldpolitik ...

... und die Kreditaufnahme

## Entwicklungen in einzelnen asiatischen Ländern

Das Ausmaß der Krise, die sich in der zweiten Jahreshälfte 1997 in Asien entwickelte, und die Geschwindigkeit, mit der sie sich ausbreitete, waren für die meisten Beobachter und Betroffenen überraschend. Bereits Anfang 1997 geriet der thailändische Baht zunehmend unter starken spekulativen Druck, dem er um die Jahresmitte schließlich nicht mehr standhalten konnte. Eine Reihe weiterer Volkswirtschaften Südostasiens, die dieselben Schwächen aufwiesen, insbesondere Indonesien, Malaysia und die Philippinen, wurden von den Turbulenzen ebenfalls rasch erfaßt. Im weiteren Jahresverlauf breitete sich der Verlust an Vertrauen noch weiter aus, und Korea wurde gegen Ende 1997 in eine tiefe Finanzkrise gestürzt (der zeitliche Ablauf dieser Entwicklungen ist in Tabelle VII.6 genauer dargestellt).

Die statistischen Daten für die von der Krise am stärksten betroffenen Länder lassen den Rückgang der industriellen Produktion und den zunehmenden

Kurzfristige  
Auswirkungen der  
Währungskrise

Preisdruck von Monat zu Monat deutlicher erkennen (s. Tabelle III.3). Der Umschwung des Handelsbilanzsaldos innerhalb eines Zeitraums von weniger als zwölf Monaten war sehr stark ausgeprägt und trifft die Volkswirtschaften besonders empfindlich, da er hauptsächlich durch eine Abnahme der Importe zustande kam. Anfang 1998 waren die Importe Koreas und Thailands gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um ein ganzes Drittel zurückgegangen. Der reale Außenwert der Währungen, der im Frühjahr 1997 noch eine deutlich steigende Tendenz aufgewiesen hatte, betrug Anfang 1998 nur noch ein Viertel bis die Hälfte des Vorjahresniveaus. Diese reale Abwertung ist jedoch vorsichtig zu interpretieren, da die zugrundeliegenden Indizes überwiegend auf Wechselkursen gegenüber den Währungen von Industrieländern basieren. Zu den Hauptkonkurrenten auf den Weltmärkten zählen hingegen auch Nachbarländer mit ähnlich starker Abwertung; daher ist davon auszugehen, daß sich die Wettbewerbsposition der asiatischen Länder in Wirklichkeit weniger verbessert hat als dargestellt.

Wirtschafts-  
politische  
Reaktionen:

– Übergang zu  
flexiblen Wechsel-  
kursen

– Straffung der  
Geldpolitik

Die wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Krise wiesen mehrere Gemeinsamkeiten auf. Die diesbezüglichen Maßnahmen Indonesiens, Koreas, der Philippinen und Thailands wurden im Rahmen eines IWF-Programms erarbeitet und durch Kredite unterstützt (s. Kapitel VII). In allen unmittelbar betroffenen Ländern bestand der erste Schritt in der Freigabe der Wechselkurse, kurz nachdem die Währungen unter Druck geraten waren. Drastische Wechselkursanpassungen trugen in der Folge dazu bei, den realen Außenwert der Währungen deutlich unter die Trendwerte des letzten Jahrzehnts zu drücken. Dabei dürfte es zu einem Überschießen der Wechselkurse gekommen sein, was die Anpassung erschwerte, da es zu Preisverzerrungen führte und die Unternehmen wie auch die Finanzmärkte lähmte. Ein zweites gemeinsames Merkmal war die Straffung der Geldpolitik in sämtlichen Ländern der Region, die allerdings von Land zu Land zu unterschiedlichen Zeitpunkten und mit unterschiedlicher Entschlossenheit vollzogen wurde. Diese Unterschiede waren größtenteils darauf zurückzuführen, daß die Währungsbehörden mehr oder weniger große Bedenken hatten, durch hohe Zinsen die finanzielle Lage der bereits angeschlagenen Finanzinstitute und Unternehmen zusätzlich zu verschärfen. Es ist jedoch durchaus möglich, daß diese Unentschlossenheit zum Abwärtsdruck auf die Währungen beigetragen und auf

Kurzfristige Auswirkungen der Finanzkrise in Asien <sup>1</sup>										
	Industrie- produktion		Verbraucher- preise		Handelsbilanz- saldo		Importe		Außenwert der Währung <sup>2</sup>	
	Erstes Halbjahr 1997	Letzte drei Monate	Erstes Halbjahr 1997	Letzte drei Monate	Erstes Halbjahr 1997	Letzte drei Monate	Erstes Halbjahr 1997	Letzte drei Monate	Erstes Halbjahr 1997	Letzte drei Monate
Indonesien	..	..	5,0	29,7	8,3	18,9	0,7	-21,5	7,0	-64,4
Korea	6,4	- 7,8	4,4	8,9	-18,3	34,5	2,3	-35,1	-2,9	-38,7
Malaysia	11,5	7,8	2,8	4,3	- 2,2	3,2	5,1	-16,5	7,2	-29,8
Philippinen	..	..	4,6	7,0	-11,1	-6,6	11,1	0,4	7,7	-28,3
Thailand	6,0	-13,0	4,4	9,0	-13,1	11,0	-8,9	-35,9	7,2	-35,6

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber entsprechendem Vorjahreszeitraum in Prozent; Handelsbilanz: Jahresrate in Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Gemessen an den relativen Verbraucherpreisen; Anstieg = Aufwertung. Tabelle III.3



diesem Wege die finanziellen Schwierigkeiten vergrößert hat. In der Anfangsphase gab es darüber hinaus auch Ansätze zu einer Haushaltskonsolidierung, doch als sich das volle Ausmaß der Krise abzuzeichnen begann, wurde die Fiskalpolitik allgemein gelockert. Drittens schließlich wurden im Zuge der Korrekturmaßnahmen sowohl im Finanzsektor als auch bei den Unternehmen institutionelle und strukturelle Reformen von bis dahin unerreichtem Ausmaß vorgenommen, um den Strukturschwächen zu begegnen, die dem plötzlichen Verlust an Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung zugrunde lagen.

– strukturelle Reformen

#### *Die Krise in Südostasien*

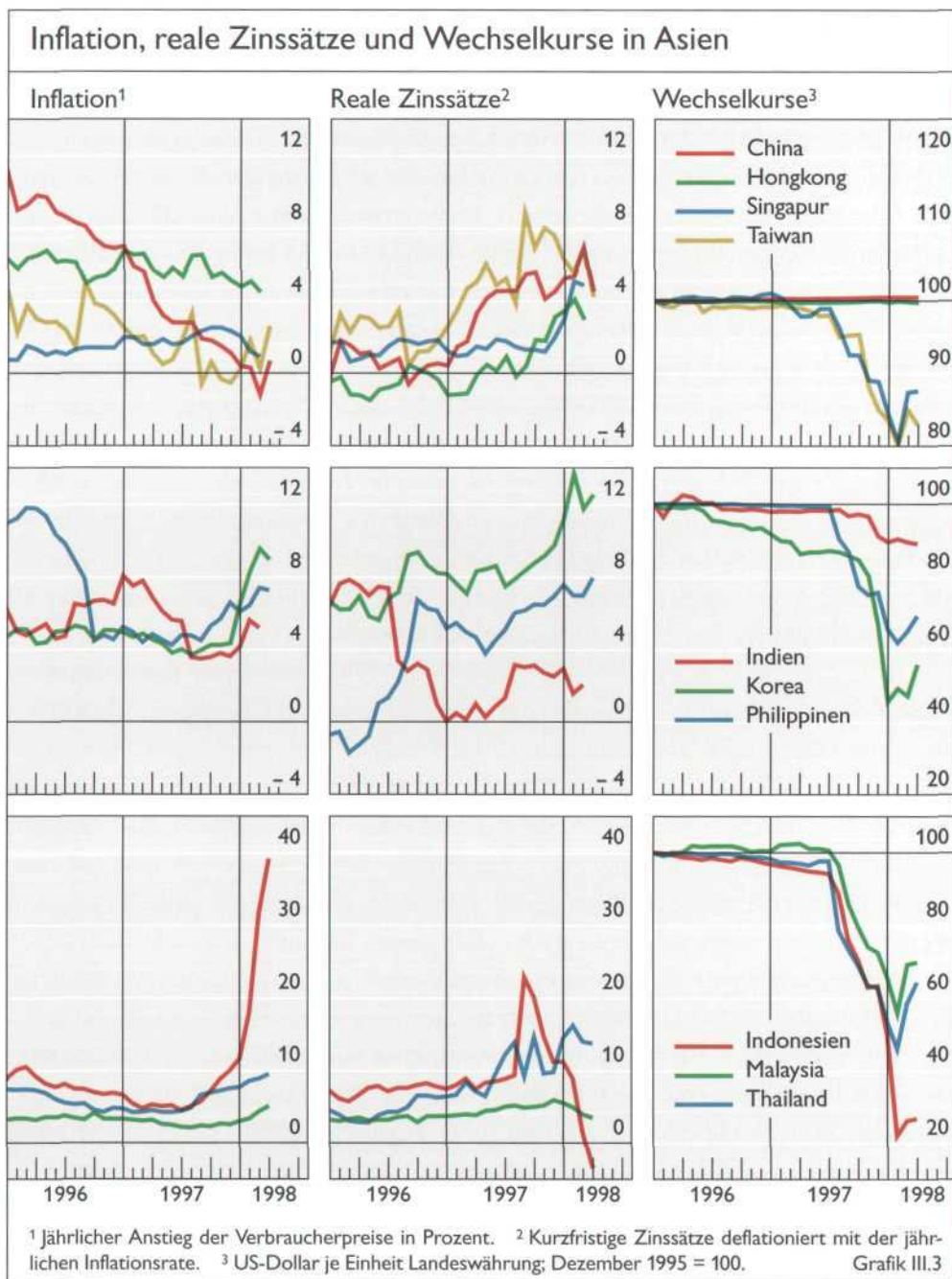
*Thailand* war als erste asiatische Volkswirtschaft mit den Auswirkungen des Vertrauensschwunds bei den Anlegern konfrontiert. Anlaß zur Besorgnis gaben vor allem eine fortgesetzte Talfahrt der Exporte Anfang 1997, die eine Verringerung des großen Leistungsbilanzdefizits (8% des BIP im Jahr 1996) zunehmend unwahrscheinlich werden ließ, sowie sich mehrende Anzeichen tief verwurzelter finanzieller und wirtschaftlicher Schwächen. Der Kapitalabfluß im ersten Halbjahr 1997 konnte durch Interventionen bestenfalls kurzfristig eingedämmt werden, und Anfang Juli sahen sich die Behörden gezwungen, den Wechselkurs des Baht freizugeben. Auch die Verabschiedung eines Anpassungsprogramms im August vermochte das Vertrauen nicht zu festigen, da die wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Krise – insbesondere die Umstrukturierung des Finanzsektors – erst mit einer gewissen Verzögerung erfolgten und zudem oftmals den Eindruck mangelnden Engagements seitens des Staates erweckten. Obwohl die Zinsen spürbar angehoben wurden (s. Grafik III.3), schwächte sich der Baht weiter ab, und bis Jahresende hatte er gegenüber dem US-Dollar rund 45% seines Wertes eingebüßt. Bei stagnierender Produktion und zunehmendem Inflationsdruck brachen sowohl die Inlandsnachfrage als auch die Importe ein, und das Leistungsbilanzdefizit schrumpfte auf 2% des BIP für das gesamte Jahr 1997.

Thailand zuerst betroffen ...

Obwohl insbesondere bezüglich der Aussichten am Immobilienmarkt noch immer beträchtliche Unsicherheit herrschte, wurden im Frühjahr 1998 erste Anzeichen einer Stabilisierung erkennbar. Der Umstrukturierungsprozeß im Finanzsektor schien sich zu beschleunigen, die Talfahrt des Baht ging zu Ende, der Aktienmarkt belebte sich, die seit Mai letzten Jahres bestehenden Wechselkurskontrollen wurden aufgehoben, und der straffe haushaltspolitische Kurs konnte etwas gelockert werden.

*Indonesien* geriet ungeachtet eines kräftigen Wachstums im Jahr 1996, eines Rückgangs der Inflation auf rund 5% im Frühjahr 1997 und eines vergleichsweise geringen Leistungsbilanzdefizits von etwa 3% des BIP schon bald in den Sog der finanziellen Turbulenzen in der Region. Der Ansteckungseffekt wirkte sich vor allem auf die finanziellen Schwachpunkte des Landes aus, insbesondere auf den instabilen und nur unzureichender Aufsicht unterliegenden Finanzsektor, die hochverschuldeten Unternehmen sowie die beträchtlichen Auslandsverbindlichkeiten. Verzerrungen im Bereich der Inlandsmärkte und damit verbundene Ineffizienzen verstärkten die Unsicherheit zusätzlich. Da vor dem Hintergrund der zunehmenden Anspannung die fortschreitende Ausweitung der Interventionsbandbreite für den Wechselkurs nicht mehr ausreichte, entschieden sich die Währungs-

... rasche Ausweitung der Krise auf Indonesien ...



behörden Mitte August, die Rupiah frei schwanken zu lassen. Zu diesem Zeitpunkt wurde außerdem die Geldpolitik gestrafft. Angesichts vorherrschender Zweifel, inwieweit die Wirtschaft einer längeren Phase hoher Zinsen standhalten könnte, kam es jedoch immer wieder zu Turbulenzen am Devisenmarkt, und von Ende August an wurden die Zinssätze schließlich wieder herabgeführt.

Trotz eines umfassenden Anpassungsprogramms mit weitreichenden Kürzungen der öffentlichen Ausgaben, Reformen des Finanzsektors sowie einer Liberalisierung der Wirtschaft und des Außenhandels (darunter die Aufhebung von Vertriebsmonopolen und anderen Wettbewerbsbeschränkungen) ließen politische Unsicherheit, wirtschaftspolitische Rückschläge und erhebliche Schwierigkeiten bei der Aufstellung eines Konzepts für die Umstrukturierung der hohen Verschuldung der privaten Unternehmen die Währung Ende 1997 und Anfang 1998

... dort erhebliche Schwierigkeiten bei der Lösung



regelrecht zusammenbrechen. Ende Januar fiel die Rupiah auf einen absoluten Tiefstand von über Rp. 15 000 je US-Dollar und damit auf weniger als ein Sechstel ihres Wertes unmittelbar vor Ausbruch der Krise Mitte 1997. In den darauffolgenden Wochen pendelte sich der Kurs zwischen Rp. 8 500 und Rp. 10 500 je Dollar ein.

Bei diesen Wechselkursen führte die Explosion der Kosten für die Bedienung der Auslandsschulden zur technischen Zahlungsunfähigkeit eines Großteils der betroffenen Unternehmen, und für weite Teile der Bevölkerung wurde selbst die Beschaffung der elementarsten Güter des täglichen Bedarfs zu einer ernsthaften finanziellen Belastung. Als infolge einer Dürreperiode auch noch die landwirtschaftliche Produktion stagnierte, brach die Konjunktur ein, und die Jahresrate der Inflation kletterte im März 1998 auf 40%. Vor diesem Hintergrund strebte die indonesische Regierung im Februar die Einführung eines Currency Board auf der Grundlage einer Wechselkursbindung bei einem Wert an, der deutlich höher liegen sollte als der herrschende Kurs. Allerdings schienen in diesem frühen Stadium wirtschaftlicher Stabilisierung mehrere wesentliche Voraussetzungen für ein solches Wechselkurssystem (s. hierzu den letztjährigen Jahresbericht) zu fehlen, weshalb der Plan schließlich aufgegeben wurde.

Auch *Malaysia* wurde um die Jahresmitte 1997 rasch von der regionalen Finanzkrise erfaßt. An den Märkten herrschte zunehmende Besorgnis hinsichtlich des hohen Leistungsbilanzdefizits, der Wahrscheinlichkeit erheblicher Preis- bzw. Kurskorrekturen am Immobilien- und Aktienmarkt sowie eines Unternehmenssektors, der durch umfangreiche Kreditaufnahmen in hohem Maße von den einheimischen Banken abhängig war. Angesichts beträchtlicher Kapitalabflüsse, hauptsächlich in Form von Aktienkapital, gründeten die Behörden ihre Strategie in erster Linie auf eine Abwertung der Währung, begleitet von administrativen Maßnahmen zur Kontrolle des Kapitalverkehrs und zur Stützung der Aktienkurse. Die Geldpolitik wurde nur mäßig gestrafft. Im Vergleich zu den meisten anderen Ländern der Region war der Zinsanstieg in Malaysia deutlich weniger ausgeprägt (s. Grafik III.3). Auch die Finanzpolitik reagierte zunächst eher verhalten. Erst gegen Jahresende kam es in Erwartung eines gravierenden Rückgangs der Steuereinnahmen zu Ausgabenkürzungen sowie zu Reduktionen oder zeitlichen Aufschüben im Bereich größerer Entwicklungsprojekte.

Auf den *Philippinen* brachte das Ausbleiben von Kapitalzuflüssen Mitte letzten Jahres ebenfalls einen erheblichen Wertverlust der Währung mit sich. Durch die prompte Reaktion der Behörden war jedoch eine relativ reibungslose Anpassung der Wirtschafts- und Währungspolitik an diese Krisensituation sichergestellt. Der Aufhebung der De-facto-Wechselkursbindung an den Dollar im Juli folgte eine geldpolitische Straffung bei gleichzeitiger Beibehaltung eines vorsichtigen Kurses in der Finanzpolitik. Da die Exporte – gestützt durch eine Verbesserung der Wettbewerbsposition – in Dollar gerechnet noch immer eine Wachstumsrate von rund 25% aufwiesen, verzeichneten die Philippinen nur einen unwesentlichen Rückgang ihres Wirtschaftswachstums, das schließlich sogar höher war als in allen anderen Ländern der Region.

#### *Republik Korea*

Infolge der beträchtlichen Kapazitätserweiterungen in der Industrie, die Mitte der neunziger Jahre durch eine längere Periode sehr raschen Wachstums sowie durch

In Malaysia  
beträchtlicher  
Ansteckungs-  
effekt ...

... auf den  
Philippinen  
hingegen weniger  
ausgeprägt

Konjunkturrückgang offenbart hohe Unternehmensverschuldung und mangelnde Finanzstabilität

eine Deregulierung des Industriesektors begünstigt wurden, war Korea der Abschwächung der inländischen Wirtschaftstätigkeit 1996 und Anfang 1997 in besonderem Maße ausgesetzt. Die Ausweitung der Produktionskapazität war überwiegend mit Hilfe von Bankkrediten finanziert worden (ausländische Direktinvestitionen spielten hierbei nur eine unbedeutende Rolle), wodurch der Verschuldungsgrad der größten Industriekonglomerate auf annähernd 500% anstieg. Damit war im Falle eines Konjunkturrückgangs auch der Finanzsektor gefährdet. Im außenwirtschaftlichen Bereich vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit 1996 aufgrund stark rückläufiger Exporterlöse auf beinahe 5% des BIP, was die Anfälligkeit der koreanischen Wirtschaft gegenüber Umschwüngen im Kapitalverkehr noch zusätzlich erhöhte. Dabei setzten insbesondere die Banken in hohem Maße auf die Aufnahme ausländischer Mittel in Form sehr kurzfristiger Interbankkredite.

Zunehmende Spannungen am Devisenmarkt

Als in der ersten Jahreshälfte 1997 der Konkurs mehrerer großer Industriekonglomerate die Finanzwelt erschütterte und die damit verbundenen Kreditausfälle zu immer größeren Problemen an den Finanzmärkten führten, geriet der Won zunehmend unter Druck. Weder durch wiederholte Interventionen am Devisenmarkt im Sommer und Herbst noch durch eine Straffung der Zinssätze konnte die Talfahrt der Währung gebremst werden. Ende November schien Korea schließlich kaum noch in der Lage zu sein, seinen kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten nachzukommen.

Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Krise und Kosten für die Volkswirtschaft

Die Zeit von Ende 1997 bis Anfang 1998 brachte eine wesentliche Verschärfung des wirtschaftspolitischen Kurses sowie Vorschläge für weitreichende Strukturanpassungsmaßnahmen. Zu den Hauptinhalten des Strukturprogramms zählten u.a. eine Liberalisierung im Bereich des Kapitalverkehrs und der Auslandsinvestitionen, eine Umstrukturierung des Finanzsystems in Verbindung mit Verbesserungen der Finanzmarktaufsicht und Maßnahmen zur Rationalisierung der Geschäftstätigkeit der großen Industriekonglomerate. Als darüber hinaus Ende Januar mit den internationalen Banken eine Vereinbarung geschlossen wurde, die die Umschuldung eines Großteils der (nicht aus Handelsgeschäften stammenden) kurzfristigen Verbindlichkeiten bei Geschäftsbanken zu Vorzugskonditionen vorsah, nahm das Vertrauen in die koreanische Wirtschaft allmählich wieder zu, und die unmittelbaren Gefahren schienen abgewendet. Gegen Jahresende 1997 war der Leistungsbilanzsaldo erstmals wieder positiv, was die Liquiditätsengpässe gegenüber dem Ausland weiter milderte. Nach Januar 1998 stabilisierte sich der Wechselkurs, und die Zinssätze, die sich zum Ende des Vorjahres auf Werte um 30% erhöht hatten, begannen nachzugeben. Allerdings stiegen Anfang 1998 auch die Anpassungskosten. Umstrukturierungsmaßnahmen und Konkurse im Unternehmenssektor führten in Verbindung mit einer geringen Ausgabenneigung der privaten Haushalte zu einem Rückgang der Industrieproduktion um 10%, während die Arbeitslosenquote auf 6½% stieg. Gleichzeitig beschleunigte sich infolge steigender Einfuhrpreise die Inflation auf annähernd 10%.

#### *Übrige asiatische Volkswirtschaften*

Obwohl sich ein Übergreifen der Krisen in Südostasien und Korea auf andere Regionen Asiens nicht vermeiden ließ, waren die Auswirkungen der Turbulenzen dort wesentlich weniger dramatisch. Im Falle von Singapur und Taiwan lagen die



Gründe hierfür vor allem in einer größeren Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber Wechselkursschwankungen, die wiederum auf eine diversifizierte und wettbewerbsfähige Industrie sowie auf eine solide Finanzlage in den meisten Wirtschaftsbereichen zurückzuführen war. In der chinesischen Sonderverwaltungsregion Hongkong war das Currency-Board-Regime dank einer konsequenten Wirtschaftspolitik und robuster Finanzmärkte in der Lage, seine bisher größte Herausforderung zu meistern. In anderen Fällen bewahrte eine noch immer eingeschränkte Konvertibilität im Kapitalverkehr (in China und Indien) oder ein hoher Bestand an Devisenreserven (in China) die Volkswirtschaft vor einer unmittelbaren Ansteckung.

Singapur verzeichnete nach dem Einbruch der Elektronikindustrie im Jahr 1996 einen kräftigen Aufschwung, angesichts der finanziellen Turbulenzen in anderen Teilen der Region schwächte sich die Wirtschaft dann jedoch wieder ab. Daraufhin wurde der finanzpolitische Kurs gelockert (der Haushalt wies trotzdem weiterhin einen Überschuß auf), und die Zinssätze wurden angehoben, um Kapitalabflüsse aufgrund von Spekulationen einzudämmen. Darüber hinaus wurde der Handlungsspielraum im Bereich des Wechselkursregimes in höherem Maße ausgenutzt. Nachdem die Währung in der Vergangenheit eine langsame, aber stetige effektive Aufwertung verzeichnet hatte, wurde dem Wechselkurs ab Mitte 1997 eine größere Schwankungsbandbreite eingeräumt. In der Folge verlor die Währung rund 20% ihres Wertes gegenüber dem US-Dollar, bis sie schließlich im Frühjahr 1998 ihre Verluste teilweise wieder wettmachen konnte.

In Singapur  
Widerstandsfähig-  
keit gegen die  
Turbulenzen ...

Die Wirtschaft in Taiwan hatte sich vor Ausbruch der Turbulenzen im asiatischen Finanzsektor ebenfalls äußerst lebhaft entwickelt und wies auch danach noch eine beachtliche Dynamik auf. Im letzten Jahr beschleunigte sich das Wachstum auf annähernd 7%, während der Anstieg der Verbraucherpreise mit weniger als 1% den niedrigsten Stand seit zehn Jahren erreichte. Dennoch geriet die Währung ab Jahresmitte unter Druck. In ihrem anfänglichen Bestreben, den Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar stabil zu halten, tätigten die Währungsbehörden zeitweilig massive Interventionen, während sie einen Anstieg der inländischen Zinssätze zuließen. Dieser Policy Mix beeinträchtigte jedoch die Aktienkurse und die Wettbewerbsposition des Landes im Außenhandel, und so wurde Mitte Oktober beschlossen, die Währung auf weitere Spannungen im Wechselkursgefüge selbständig reagieren zu lassen. Auf eine unmittelbare Abwertung um 7% folgte gegen Jahresende 1997 eine weitere Schwächeperiode, als in Korea, einem Hauptkonkurrenten Taiwans im Außenhandel, die Währungskrise ausbrach. Anfang 1998 schließlich gewann – ähnlich wie im Falle Singapurs – mit zunehmendem Vertrauen in die soliden gesamtwirtschaftlichen Eckdaten auch die Währung wieder an Wert.

... ebenso in  
Taiwan

Infolge des strikten Festhaltens an einer Wechselkursbindung in einer Region, in der die meisten anderen Länder zügig zu flexibleren Wechselkursen übergingen, sowie aufgrund einer drastischen Zunahme der Spannungen am inländischen Immobilien- und Aktienmarkt Anfang 1997 bekam Hongkong die Skepsis der Anleger in besonderem Maße zu spüren. Im August und – vor allem – im Oktober mit spekulativen Attacken konfrontiert, demonstrierten die Behörden, daß ein Currency Board so lange verteidigt werden kann, wie die Solidität des inländischen Finanzsystems nicht in Frage steht. Sie ließen einen starken Anstieg der Zinssätze

In Hongkong  
Verteidigung des  
Currency Board

am Interbankmarkt zu (der höchste Tagesendstand wurde Ende Oktober mit 280% erreicht), womit die Hauptlast der Anpassung auf die Aktienkurse und die Immobilienpreise entfiel. Zwar ließ der Druck auf den Hongkong-Dollar Anfang 1998 nach, und auch die Zinssätze gingen zurück, das nach wie vor bestehende Zinsgefälle gegenüber vergleichbaren US-Sätzen legte jedoch die Vermutung nahe, daß das Vertrauen in die Wirtschaft Hongkongs noch nicht in vollem Umfang wiederhergestellt war.

In China leichter  
Rückgang der  
Konjunktur

*China* war dank einer starken Leistungsbilanzposition, einer geringen Auslandsverschuldung, eines hohen Bestands an Devisenreserven und vorhandener Kapitalverkehrskontrollen weitgehend gegen die direkten Auswirkungen der Finanzkrise in der Region abgesichert. Indirekt könnte die Krise jedoch die leichte Konjunkturabschwächung, die 1997 erstmals erkennbar wurde, durchaus verstärken. Das Wachstum für das gesamte Jahr blieb mit knapp 9% recht kräftig, die Exporte verloren hingegen im weiteren Jahresverlauf durch den Zusammenbruch der Inlandsnachfrage in mehreren Nachbarländern etwas an Dynamik. Dies trug zu einer Verlangsamung der inländischen Konsumnachfrage sowie zum Anwachsen der Lagerbestände bei. Der geringere Nachfragedruck führte zu einer weiteren Abschwächung der Inflation, und die Einzelhandelspreise waren gegen Ende des Jahres 1997 sogar rückläufig.

Mittelfristige Ziele

Um auf mittelfristige Sicht ein anhaltend hohes Wachstum zu sichern, räumten die Behörden der Umstrukturierung der Staatsbetriebe bei der Definition ihrer wirtschaftspolitischen Strategie Ende 1997 und Anfang 1998 hohe Priorität ein. Da Umstrukturierungsmaßnahmen im Unternehmenssektor unter Umständen auch dazu beitragen würden, eine weitere Zunahme notleidender Kredite einzudämmen, unter der die Zahlungsfähigkeit der größten staatlichen Banken sehr gelitten hat, gewann diese Zielsetzung noch mehr an Bedeutung. Auf kurzfristige Sicht hingegen ist mit negativen Auswirkungen auf das Beschäftigungswachstum zu rechnen, und durch die Abschreibung notleidender Kredite dürften auch die öffentlichen Finanzen stark in Anspruch genommen werden.

Indien

Trotz eines gewissen Abwärtsdrucks auf den Wechselkurs gegen Ende 1997, der eine Straffung der Geldpolitik nach sich zog, blieb *Indien* von den regionalen Turbulenzen weitgehend verschont. Statt dessen wurde die wirtschaftliche Entwicklung im letzten Jahr von politischer Unsicherheit, einem verlangsamten Fortschreiten der Reformen im strukturellen und finanziellen Bereich sowie Engpässen in der Infrastruktur bestimmt. Im Vergleich zu einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 7% während der vorangegangenen drei Jahre verlor die indische Volkswirtschaft mit einem Rückgang des Wachstums auf rund 5% im letzten Jahr an Schwung. Diese Abschwächung trug jedoch dazu bei, daß die Inflation vermindert und das Leistungsbilanzdefizit bei rund 1½% des BIP gehalten werden konnte. Trotz einiger unerwarteter Sondereinnahmen aufgrund eines Steueramnestieprogramms stellte das Defizit der zentralen Haushalte mit 6% des BIP nach wie vor ein großes Hindernis auf dem Weg zu einem anhaltend hohen Wachstum dar. Eine bedeutende positive Entwicklung war hingegen, daß die automatische Monetisierung des Haushaltsdefizits durch Zentralbankkredite weiter reduziert werden konnte.



## Besondere Aspekte der Krisen in Asien

### Realer Außenwert und BIP

In mehreren asiatischen Volkswirtschaften folgte auf massive Kursverluste der Währung eine deutliche Abschwächung der Inlandsnachfrage und der Wirtschaftstätigkeit. Wie in Grafik III.4 veranschaulicht, wurden in den vier am stärksten betroffenen Ländern die BIP-Prognosen für 1998 fortlaufend nach unten korrigiert, als der reale Außenwert der Währungen aufgrund des nominalen Kurssturzes immer weiter abnahm. Auch in Mexiko war mit der realen Abwertung infolge der Peso-Krise 1994/95 zunächst ein abrupter Rückgang des BIP einhergegangen. Allgemein haben empirische Untersuchungen oft ergeben, daß eine reale Abwertung der Währung in den aufstrebenden Volkswirtschaften – zumindest auf kurzfristige Sicht – einen kontraktiven Effekt auf die Wirtschaftstätigkeit hat.

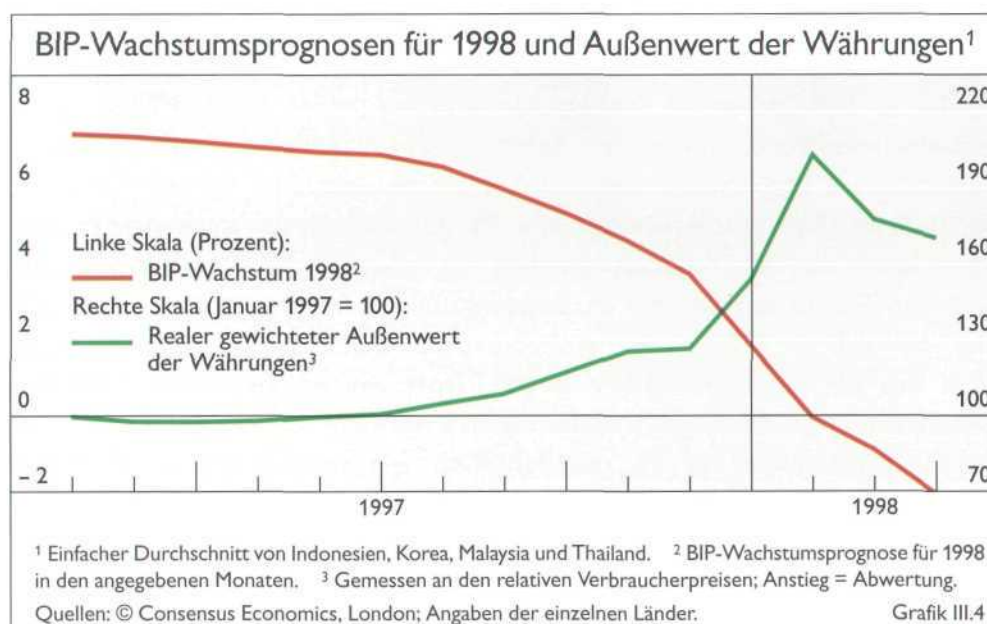
Die strukturellen Zusammenhänge zwischen der Wechselkursentwicklung und der Wirtschaftstätigkeit eines Landes sind jedoch komplexer Natur und empirisch nur schwer zu erfassen. Nach konventioneller Theorie führt eine Abwertung der Währung zu einer Zunahme des BIP, da sie die Produktion im Exportsektor und in den mit Importen konkurrierenden Wirtschaftszweigen stimuliert. In Asien, wo das Wirtschaftswachstum massiv vom Außenhandel abhängig ist, müßte die Konjunktur bei einer realen Abwertung der Währung folglich entsprechend rasch und heftig reagieren. Wenn jedoch die Abwertung nur mit Verzögerung zu einem Anstieg der Exporte führt und wenn sich die Kapitalströme plötzlich umkehren, so muß die externe Anpassung in vollem Umfang über eine Verminderung der Importe herbeigeführt werden. Dies wiederum würde zunächst eine drastische Senkung der Inlandsnachfrage bedeuten. Grafik III.4 zeigt, daß die Prognosen die Wahrscheinlichkeit eines solchen kontraktiven Effekts in Asien auf kurzfristige Sicht zunehmend höher einschätzten.

Für die ausbleibende Reaktion der Exporte auf eine deutlich verbesserte Wettbewerbsposition dürften mehrere Faktoren ausschlaggebend gewesen sein,

In Asien Rückgang des realen Außenwerts und der Konjunktur ...

... trotz hohen Offenheitsgrads der Volkswirtschaften

Mögliche Ursachen:



– schwache  
Nachfrage an  
Schlüsselmärkten

einige davon im Bereich des Außenhandels, andere eine Folge von Schwächen im Finanzsektor. Zunächst einmal spiegelte die schwache Reaktion der gesamtwirtschaftlichen Produktion – insbesondere bei den handelbaren Gütern – zum Teil die Bedeutung des intraregionalen Handels wider. Da in Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand Exporte nach Japan und untereinander etwa ein Viertel bis ein Drittel des Gesamtexportvolumens ausmachen, sahen sich die Exporteure mit besonders gedrückten Märkten konfrontiert. In den letzten drei Monaten des Jahres 1997 schrumpften die Importe Japans aus anderen asiatischen Volkswirtschaften gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 6%; in Korea, einem weiteren bedeutenden Handelsland der Region, war der Rückgang noch ausgeprägter. Zudem sind die Exporteure angesichts des hohen Anteils der Veredelungsindustrie in mehreren asiatischen Ländern hochgradig vom Import von Vorleistungen aus anderen Teilen der Region abhängig. Auf diese Weise haben sich die rückläufigen Importe und Exporte gegenseitig negativ beeinflusst. In Mexiko hingegen zeigte sich nach der Abwertung des Peso Ende 1994/Anfang 1995 diesbezüglich ein ganz anderes Bild, da am US-Markt, auf den 85% der mexikanischen Exporte entfallen, zu dieser Zeit ein starker Aufschwung herrschte. Interessant erscheint in diesem Zusammenhang, daß die Exporte der Philippinen sich ebenfalls eher auf den US-Markt konzentrieren und im zweiten Halbjahr 1997 weiterhin rasch anstiegen.

– Wechselkurs-  
unsicherheit

Ein anderer Faktor, der eine Ausweitung der Produktion von handelbaren Gütern behinderte, lag darin, daß angesichts eines Überschießens der Wechselkurse und volatiler Inflationsaussichten besonders schwer vorherzusehen sein dürfte, auf welchem Niveau sich der reale Außenwert der Währung letztendlich einpendeln wird. Solange keine größere Klarheit herrscht – insbesondere hinsichtlich des relativen Preisniveaus für Importprodukte, die als Vorleistungen benötigt werden –, dürften die Unternehmen zögern, sich bezüglich ihrer Produktion auf längere Sicht festzulegen. Die dominante Marktposition, die mehrere asiatische Volkswirtschaften durch eine massive Erweiterung der Kapazitäten in bestimmten Wirtschaftszweigen erreicht haben, dürfte die Erholung ebenfalls gehemmt haben. In diesen Wirtschaftsbereichen und an diesen Märkten macht eine Ausweitung des Angebots oftmals Zugeständnisse bei den Preisen erforderlich, wodurch die negative Entwicklung der Terms of Trade, die mit einer Abwertung der Währung einhergeht, zusätzlich verschärft wird.

– Notwendigkeit  
von Preiszuge-  
ständnissen

– allgemeine  
finanzielle  
Instabilität

Weitere Faktoren, die zu dem deutlichen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit in Asien trotz Währungsabwertung beitrugen, stehen im Zusammenhang mit der schwachen Finanzlage sowohl des Unternehmens- als auch des Finanzsektors. Durch einen hohen Verschuldungsgrad der Unternehmen (wie in Korea und Malaysia), hohe Fremdwährungsverbindlichkeiten oder hohe Anfälligkeit gegenüber Preisänderungen bei Vermögenswerten (wie in Indonesien und Thailand) waren die Unternehmen zu einer abrupten und drastischen Reduktion ihrer Kreditaufnahme und ihrer Ausgaben gezwungen, als sie sich infolge einer strafferen Geldpolitik, einer Abwertung der Währung und einer Deflation der Preise von Vermögenswerten mit wachsenden Schuldendienstverpflichtungen konfrontiert sahen. Diese Kontraktion der Nachfrage wurde wahrscheinlich zusätzlich dadurch verschärft, daß die Banken bestrebt waren, ihre Kreditvergabe zu beschränken, da sich mit der Zunahme notleidender Kredite ihre Eigenkapitalausstattung verschlechterte.



Das Problem der Kreditverfügbarkeit dürfte die Wirtschaftsentwicklung in Asien letztendlich stärker bremsen als 1995 in Mexiko. Erstens gab die Schwäche des Unternehmenssektors in Mexiko – wenngleich ebenfalls vorhanden – weniger Anlaß zur Besorgnis, als dies gegenwärtig in Asien der Fall zu sein scheint. Somit waren dort zumindest die größeren Unternehmen in der Lage, außerhalb des Landes andere Kreditgeber zu finden, zumal wenn sie über enge Verbindungen zu Muttergesellschaften in den USA verfügten. Zweitens wirkte sich in Asien die Labilität des Bankensektors durch die hochgradige Abhängigkeit der Unternehmen von Bankkrediten sowie durch das häufige Fehlen tiefer und gut entwickelter Geld- und Kapitalmärkte noch stärker auf die Unternehmensfinanzierung aus. In Afrika hingegen führte die Abwertung der Währungen zu einer raschen Zunahme der Wirtschaftstätigkeit, was mit einer geringen Abhängigkeit von Bankkrediten (bzw. von Bankintermediation im allgemeinen) konsistent ist, weshalb sich auch das Problem eines schwachen Bankensektors nicht stellte.

#### *Wechselkurse und Preisentwicklung*

Die Verbraucherpreisinflation in den meisten der von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften reagierte bisher eher verhalten auf die Währungsabwertung, wenngleich sie sich Anfang 1998 beschleunigte. Trotz der Offenheit der Volkswirtschaften gegenüber dem Ausland schlugen sich Wechselkursänderungen in Indonesien und Thailand nur zu höchstens 20–25% in den Verbraucherpreisen nieder, in Korea und Malaysia noch weniger (s. Tabelle III.4). Eine ähnlich geringe Durchleitung wie in Asien hatte sich nach der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus 1992 in Italien, Schweden und Spanien sowie im Vereinigten Königreich gezeigt. In der Tschechischen Republik wurde die Währungsabwertung im Mai 1997 dagegen nahezu vollständig auf die Inflation weitergegeben, und auch Mexiko verzeichnete 1995 eine Durchleitung von über 40%. Bereits im letztjährigen Jahresbericht wurde auf diesen offensichtlichen Unterschied in der Beziehung zwischen Inflation und Wechselkursveränderungen in verschiedenen Regionen eingegangen, und es wurde darauf hingewiesen, daß die Inflation in Asien traditionell relativ wenig auf Verringerungen im Außenwert der Währung reagiert, während in Lateinamerika eine Abwertung der Währung gemeinhin zu einem Inflationsschub beiträgt.

Eine Hauptursache für die noch immer gedämpfte Reagibilität der Preise gegenüber einer deutlichen Währungsabwertung in Asien liegt sicherlich im Einbruch der Inlandsnachfrage. Da zudem in vielen Wirtschaftsbereichen beträchtliche Kapazitätsreserven bestehen, dürfte eine künftige Erholung der Nachfrage auch mittelfristig nur eine verhaltene Reaktion der Preise zur Folge haben. Die derzeitige und noch zu erwartende Anpassung der Immobilienpreise dürfte ebenfalls eine Rolle spielen. Ein weiterer bedeutender Faktor ist wahrscheinlich, daß in Asien seit jeher eine große Inflationsangst herrscht. Angesichts der Tatsache, daß die Armut in vielen Gebieten noch immer ein großes Problem darstellt und ein soziales Netz fehlt, ist dies durchaus verständlich. Tatsächlich sind etwa Preisindizierung, Teuerungszuschläge in Tarifverträgen oder auch nur formelle Tarifvereinbarungen als solche in den meisten Ländern Asiens bisher kaum verbreitet.

Am Arbeitsmarkt erfolgten die ersten Anpassungsreaktionen auf die Krise sehr zügig, wodurch die potentielle Durchleitung der Währungsabwertung auf die

Relativ geringe Durchleitung der Wechselkurse auf die Preise in Asien infolge ...

... gedrückter Inlandsnachfrage und Überkapazitäten ...

... sinkender Arbeitskosten ...

Wechselkursentwicklung und Inflation in ausgewählten Ländern				
	Wechselkurs <sup>1</sup>	Großhandels- preise <sup>2</sup>	Verbraucher- preise <sup>2</sup>	Importe in % der Gesamt- ausgaben <sup>3</sup>
	Veränderung in Prozent			
Indonesien				
Juli 1996–Juli 1997	7,3	–	5,7	
Juli 1997–Feb. 1998	255,4	–	69,9	27,3
Korea				
Juli 1996–Juli 1997	9,6	2,7	4,0	
Juli 1997–Feb. 1998	82,6	31,0	12,6	34,0
Malaysia				
Juli 1996–Juli 1997	3,4	–	2,4	
Juli 1997–Feb. 1998	48,2	–	7,9	95,6
Thailand				
Juli 1996–Juli 1997	19,6	5,7	6,6	
Juli 1997–Feb. 1998	51,6	23,8	9,0	45,8
Tschechische Republik				
April 1996–April 1997	8,6	4,1	6,3	
April 1997–Feb. 1998	15,6	7,3	15,3	61,1
Nachrichtlich:				
Mexiko				
Nov. 1993–Nov. 1994	9,1	7,8	7,1	
Nov. 1994–Nov. 1995	122,5	58,1	52,0	28,7
Italien, Schweden, Spanien, Vereinigtes Königreich <sup>4</sup>				
Aug. 1991–Aug. 1992	3,9	0,8	4,1	
Aug. 1992–Aug. 1993	23,4	5,1	3,8	20,0

<sup>1</sup> Landeswährung gegenüber dem US-Dollar; westeuropäische Länder: gegenüber der D-Mark. <sup>2</sup> Jahresrate mit einmonatigem Vorlauf. <sup>3</sup> Importe definiert als Importe von Gütern und Dienstleistungen 1995; westeuropäische Länder: 1993. <sup>4</sup> Ungewichteter Durchschnitt.

Tabelle III.4

Preise teilweise aufgefangen wurde. Sogar in Ländern mit starken Gewerkschaften, wie z.B. in Korea, wurden Maßnahmen, die auf eine größere Flexibilität der Arbeitsmärkte abzielten, rasch formuliert und akzeptiert. Darüber hinaus kam es vielfach zu einer Streichung von Sonderzuwendungen zum Jahresende sowie zu Kürzungen der Nominallohne in besonders schwer betroffenen Wirtschaftsbereichen. In Thailand wurden geplante Erhöhungen der Mindestlöhne aufgeschoben, und in Indonesien wurden die Mindestlöhne vor kurzem eingefroren. Ein mögliches Anzeichen für den Rückgang des Wachstums der Arbeitskosten (sowie der damit einhergehenden Gewinnauszehrung) ist die aus Tabelle III.4 ersichtliche große Lücke zwischen dem Anstieg der Großhandelspreise, die häufig auf die Kosten für (importierte) Vorleistungen hinweisen, und der Zunahme der Verbraucherpreise, die mehr über die Preise der Endprodukte aussagen. In den Großhandelspreisen schlug sich der Rückgang der Wechselkurse stärker nieder. Aus einem etwas anderen Blickwinkel betrachtet läßt sich folgendes feststellen: Wenn die Großhandelspreise die Preise für handelbare Güter genauer widerspiegeln, während in den Verbraucherpreisindizes mehr nichthandelbare Güter enthalten sind, dürfte der stärkste Rückgang in den (gewöhnlich



arbeitsintensiven) Wirtschaftsbereichen zu verzeichnen sein, die hauptsächlich den einheimischen Markt bedienen.

Die bisher erzielten positiven Ergebnisse sind jedoch insofern mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren, als die Entwicklung der Verbraucherpreise in manchen asiatischen Ländern nicht unbedingt einen verlässlichen Maßstab für den Inflationsdruck darstellt. Insbesondere sind die den Berechnungen zugrunde liegenden Warenkörbe unter Umständen nicht repräsentativ für die aktuelle oder durchschnittliche Nachfragesituation (so werden z.B. für Grundnahrungsmittel oder Energieträger mitunter noch alte Gewichtungen verwendet, obwohl diese Posten inzwischen vergleichsweise an Bedeutung verloren haben). Darüber hinaus kann die Inflation teilweise auch verdeckt sein, da die Preisbildung bei bestimmten Produkten in mehreren Ländern noch immer staatlicher Kontrolle unterliegt und somit die Preise nicht immer die Veränderungen der Marktbedingungen widerspiegeln. In Indonesien beispielsweise wurden Anfang 1998 staatliche Maßnahmen zur Stabilisierung der Nahrungsmittelpreise ergriffen, Malaysia hat für Grundnahrungsmittel und Energie selektive Preiskontrollen eingeführt, und auf den Philippinen wurden trotz des starken Rückgangs im Außenwert des Peso die Energiepreise mittels staatlicher Eingriffe bis zum Frühjahr 1998 stabil gehalten.

... und möglicherweise verdeckter Inflation

## Entwicklung in Lateinamerika

Die lateinamerikanischen Volkswirtschaften verzeichneten im letzten Jahr ein Wachstum von 5% und einen Rückgang der Inflation auf 14%. In dieser erfreulichen Entwicklung zeigen sich die anhaltenden Bemühungen um strukturelle Reformen, die u.a. Privatisierungsmaßnahmen, eine Liberalisierung des Außenhandels, Reformen der Sozialversicherung sowie eine Stärkung der Finanzsysteme umfaßten. Auch die zunehmende finanzielle Integration mit den Weltmärkten und die disziplinierte Geldpolitik der letzten Jahre haben hierzu beigetragen. Ein gewisser Anlaß zur Besorgnis war die Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der Region auf rund 3% des BIP, die teils auf ein dynamisches Wachstum der Inlandsnachfrage, teils auf eine reale Aufwertung der Währungen mehrerer Länder zurückzuführen war. Durch Kapitalzuflüsse über den größten Teil des Jahres – hauptsächlich in Form von Direktinvestitionen – konnten die Defizite jedoch ohne Schwierigkeiten finanziert werden. Ferner bestand in einer Reihe von Ländern weiterhin das Problem von Haushaltsungleichgewichten. In Kolumbien wuchs das Defizit des öffentlichen Sektors beträchtlich an, was eine Rückführung der hartnäckig hohen Inflationsrate sowie eine Eindämmung der rapiden realen Währungsaufwertung während der letzten Jahre erschwerte. Brasilien weist nach wie vor ein großes Haushaltsdefizit auf, während der Ölpreyrückgang die ehemals solide Haushaltslage Venezuelas schwächt und in Mexiko einen haushaltspolitischen Sparkurs erforderlich macht. Darüber hinaus wurde gegen Ende 1997 die dynamische Wirtschaftsentwicklung in der Region plötzlich von den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten überschattet. Dank der Bereitschaft der Behörden zu mehr Disziplin in der Geldpolitik und teilweise auch in der Haushaltspolitik konnte dem von Asien ausgehenden Ansteckungseffekt jedoch rasch und effektiv begegnet werden.

Dynamisches Wachstum und rückläufige Inflation ...

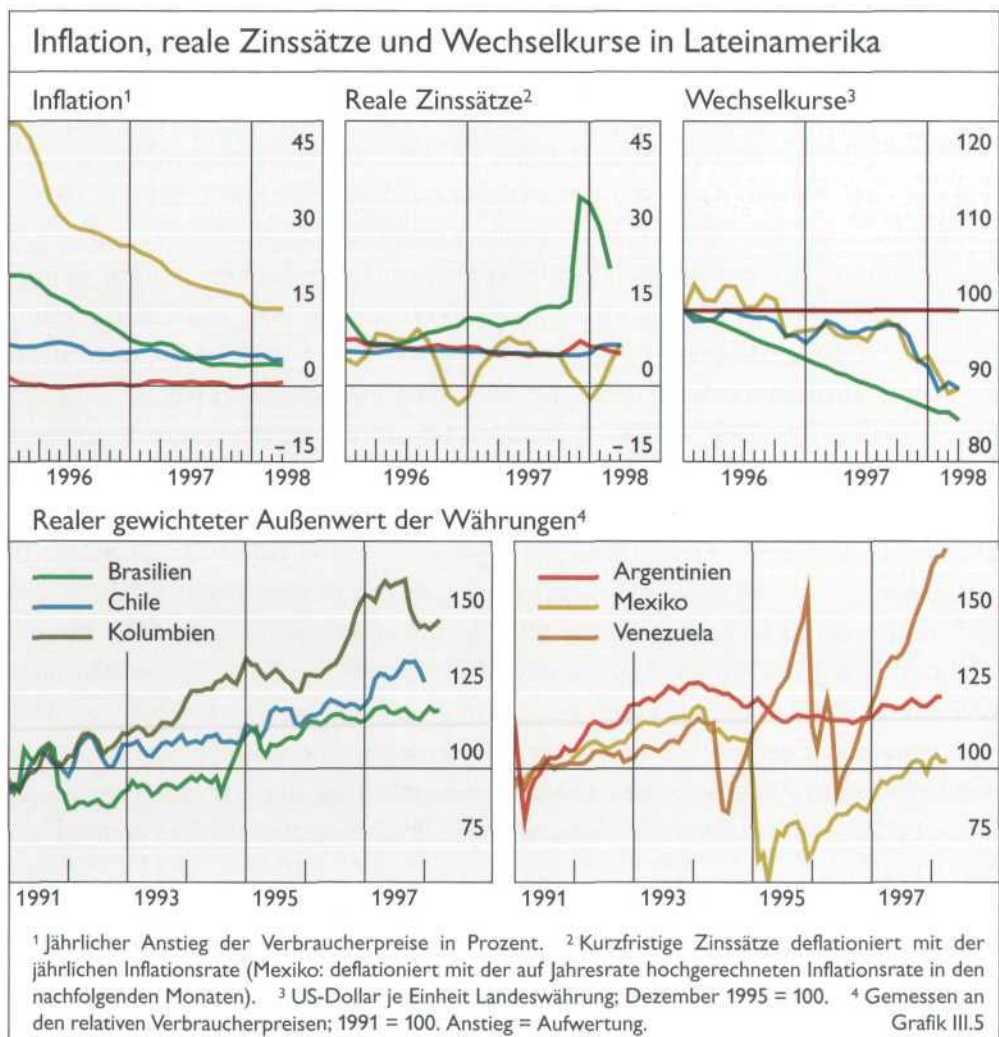
... aber auch größere Leistungsbilanzdefizite ...

... und beträchtliche Haushaltsungleichgewichte in einigen Ländern

In *Brasilien* beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum infolge einer lebhaften Inlandsnachfrage während der zwölf Monate bis Mitte 1997 auf 5%. Gleich-

zeitig weitete sich jedoch das Leistungsbilanzdefizit auf über 4% des BIP aus, und ab Mai wurde die Geldpolitik verschärft. Aufgrund des hohen Leistungsbilanzdefizits, des Eindrucks einer unzureichenden haushaltspolitischen Anpassung und einer Wechselkursbindung bekam Brasilien Ende Oktober von allen Ländern außerhalb Asiens die Skepsis der Anleger am deutlichsten zu spüren. Die Reaktion der Behörden auf die unerwartete Krise bestand nicht nur in einer raschen und entschlossenen Straffung der Geldpolitik, sondern auch in einem haushaltspolitischen Sparkurs und einer Beschleunigung der Reformen in der Verwaltung und in der Sozialversicherung. Ende des Monats verdoppelte die Zentralbank ihre Zinssätze (auf Jahresrate hochgerechnet) auf real über 40%, und im November wurde ein restriktives Haushaltspaket im Umfang von über 2% des BIP angekündigt.

Durch eine derart entschlossene Wirtschaftspolitik – in Verbindung mit Anzeichen, die darauf hindeuteten, daß die Behörden die Situation unter Kontrolle hatten – konnte das Vertrauen der Märkte zu einem guten Teil wiederhergestellt werden. Anfang 1998 konnten die Zinsen schrittweise gesenkt werden (s. Grafik III.5), und sowohl die Aktienkurse als auch die Kapitalzuflüsse gewannen wieder an Dynamik. Ferner dürfte auch ein ausgewogener Policy Mix die Glaubwürdigkeit der brasilianischen Wechselkursbindung und deren Bedeutung für die





Förderung eines inflationsfreien Wachstums verstärkt haben. Der Binnenwert der Währung verringert sich inzwischen langsamer als der Außenwert, so daß die frühere Besorgnis, die Wettbewerbsposition könne sich auf untragbare Weise verschlechtern haben, abgenommen hat. Statt dessen herrscht nun vor allem Unsicherheit bezüglich der Kontrolle der öffentlichen Finanzen auf der Ebene der regionalen Gebietskörperschaften sowie hinsichtlich der anhaltend hohen realen Zinssätze. Diese verursachen erhebliche Kosten für den Schuldendienst und wirken sich negativ auf das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigungslage aus. Tatsächlich stieg die Arbeitslosenquote Anfang 1998 auf 8¼% und damit auf den höchsten Stand seit Mitte der achtziger Jahre.

In Chile wurde die Entwicklung in den letzten Jahren durch eine vorsichtige Wirtschaftspolitik geprägt, die zu einem kräftigen Wachstum des BIP, einer schrittweisen Rückführung der Inflation, beträchtlichen Haushaltsüberschüssen, einem soliden Finanzsystem und – bis vor kurzem – moderaten Leistungsbilanzdefiziten geführt hat. Dennoch griffen die Turbulenzen an den Finanzmärkten Ende 1997 auch auf die chilenische Volkswirtschaft über. Besonders besorgt zeigten sich die Anleger hinsichtlich der Leistungsbilanzeffekte der intensiven Handelsbeziehungen Chiles mit Asien allgemein sowie des Preisverfalls bei mehreren Hauptexportgütern des Landes, insbesondere Kupfer. Von Ende Oktober 1997 bis zum Frühjahr 1998 ließen die Behörden den Wechselkurs gegenüber dem Dollar, der nahezu das ganze Jahr hindurch stabil geblieben war, um fast 10% zurückgehen. Darüber hinaus schlug die Geldpolitik einen restriktiveren Kurs ein, wobei die Notensätze real von durchschnittlich 6½% während der ersten drei Quartale 1997 auf über 8% Ende März angehoben wurden.

In Argentinien beschleunigte sich das BIP-Wachstum im letzten Jahr auf 8%. Die nach der Mexiko-Krise stark angestiegene Arbeitslosenquote begann wieder zu sinken, und das 1991 verabschiedete Konvertibilitätsgesetz, das auf einer festen Bindung der inländischen Währung an den Dollar basierte, sorgte weiterhin für stabile Preise. Die Haushaltsdisziplin verbesserte sich, und bei den inländischen Zinsen setzte sich der leichte Abwärtstrend fort, der durch die Unruhen an den Finanzmärkten Ende 1997 nur kurzzeitig unterbrochen wurde. Daß die finanzielle Situation der Volkswirtschaft solider wurde, zeigte sich insbesondere darin, daß die Gebietsansässigen offenbar ihre Bankeinlagen während der jüngsten Turbulenzen – anders als bei der Finanzkrise von 1995 – nicht vom Peso in den Dollar umschichteten. Als Absicherung gegen einen potentiellen Umschwung des Anlageklimas im Falle einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits (1997: 3% des BIP) unterwarf sich die chilenische Wirtschaftspolitik im Frühjahr 1998 für die nächsten drei Jahre den Auflagen eines IWF-Programms. Dabei sollen allerdings IWF-Mittel nur dann in Anspruch genommen werden, wenn an den Märkten Unruhe entsteht. Zentrale Elemente dieses Programms sind weitere Fortschritte in der Reform des Arbeitsmarktes sowie eine Abschaffung der Lohnsummensteuer. Diese beiden Faktoren werden als notwendige Ergänzung zum festen Wechselkurs betrachtet.

In Mexiko sorgten Haushaltsdisziplin und eine Geldpolitik, die sich auf einen schrittweisen Abbau der Inflation konzentrierte, für das erforderliche stabile Umfeld, in dem die Wirtschaftstätigkeit – angetrieben durch den Wirtschaftsbereich der handelbaren Güter – im letzten Jahr um 7% expandieren und die

Ausbreitung  
der Währungs-  
turbulenzen  
auf Chile

In Argentinien  
finanzielle Wider-  
standsfähigkeit

In Mexiko wirt-  
schaftspolitische  
Herausforderungen

Inflation bis Jahresende auf 16% zurückgehen konnte. Die Importe verzeichneten einen kräftigen Aufschwung, wodurch der Handelsbilanzsaldo negativ wurde und sich das Leistungsbilanzdefizit an einen Wert von 2% des BIP annäherte. Die Abschwächung der Ölpreise zum Jahresbeginn 1998 und die zunehmende asiatische Konkurrenz auf dem US-Markt drohen diesen Trend noch zu verstärken und könnten auch die relative Verteilung der Prioritäten zwischen dem Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel und der Rückführung der Inflation beeinflussen. Erst gegen Ende 1997, als der Wechselkurs angesichts der Unruhen an den internationalen Finanzmärkten unter Druck geriet, war der stetige Anstieg des realen Außenwerts der Währung, der über die beiden vorangegangenen Jahre hinweg zu beobachten gewesen war, beendet. Gleichzeitig jedoch verursachte die Abwertung bei der Zentralbank Bedenken wegen ihrer Auswirkungen auf die Inflationsentwicklung. Mitte März dieses Jahres wurde die Liquiditätslage gestrafft, und eine weitere Verschärfung dürfte sich aus Kürzungen in den öffentlichen Ausgaben infolge des ölpreisbedingt rückläufigen Einnahmenwachstums ergeben.

Eine weitere Herausforderung wird darin bestehen, die Belebung eines inländischen Finanzsystems weiter voranzutreiben, das nach wie vor in hohem Maße mit notleidenden Krediten belastet ist. Ein Großteil der mexikanischen Investitionsausgaben in den letzten beiden Jahren wurde aus einbehaltenen Gewinnen oder mit externen Mitteln finanziert, da die Banken ihre Kreditvergabe drastisch eingeschränkt haben. Ein auf Dauer tragfähiges Wirtschaftswachstum dürfte jedoch nur mit Hilfe einer weiteren Verbesserung der Eigenkapitalausstattung und Erhöhung der Reserven im inländischen Bankensektor möglich sein, wodurch die Grundlagen für eine Erholung der Kreditvergabe im Inland geschaffen würden.

## Afrika und Naher Osten

In Afrika schwächte sich das Wirtschaftswachstum im letzten Jahr ab, was auf ungünstige Wetterverhältnisse, nachgebende Rohstoffpreise sowie soziale und politische Instabilität in verschiedenen Teilen des Kontinents zurückzuführen war. Die negativen Auswirkungen der Finanzkrise in Asien sowohl auf die Rohstoffpreise als auch auf die Kosten für Auslandskredite beeinträchtigten die Wachstumsaussichten ebenfalls. Ungeachtet der derzeitigen Abschwächung hat sich die Wirtschaftsentwicklung vieler afrikanischer Länder in den letzten Jahren unter dem Einfluß einer größeren makroökonomischen Disziplin und zunehmend entschlossener Strukturreformen verbessert. Besonders erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang die Länder der CFA-Franc-Zone sowie mehrere süd-afrikanische Länder, wo das durchschnittliche Wachstum in den letzten beiden Jahren zwischen 5% und 10% betrug, während die Inflation stetig zurückging.

### Südafrika

In Südafrika schwächte sich das Wachstum im letzten Jahr deutlich ab und lag unter 2%. Die Inflationsrate sank bis zum Jahresende auf 6%. Die sich abflachende Ausweitung der Bankkredite – wenn auch auf einem hohen Stand –, der Rückgang der Inflation sowie die Verbesserung der Zahlungsbilanzposition ermöglichten Ende 1997 und Anfang 1998 jeweils eine gewisse Lockerung der Geldpolitik. Im Hinblick auf eine stärkere Marktorientierung bei der Umsetzung wurde außerdem vor kurzem das geldpolitische Instrumentarium angepaßt.



In Saudi-Arabien pendelte sich das Wachstum des BIP im letzten Jahr bei rund 2½% ein, da die Ölpreise bis gegen Jahresende relativ konstant waren und sich auch die Verbraucherpreise mehr oder weniger stabilisierten. Das Haushaltsdefizit verringerte sich zwar von 10% des BIP Anfang der neunziger Jahre auf etwa 3½%, die geplante weitere Konsolidierung könnte jedoch durch den jüngsten Einbruch der Ölpreise erschwert werden.

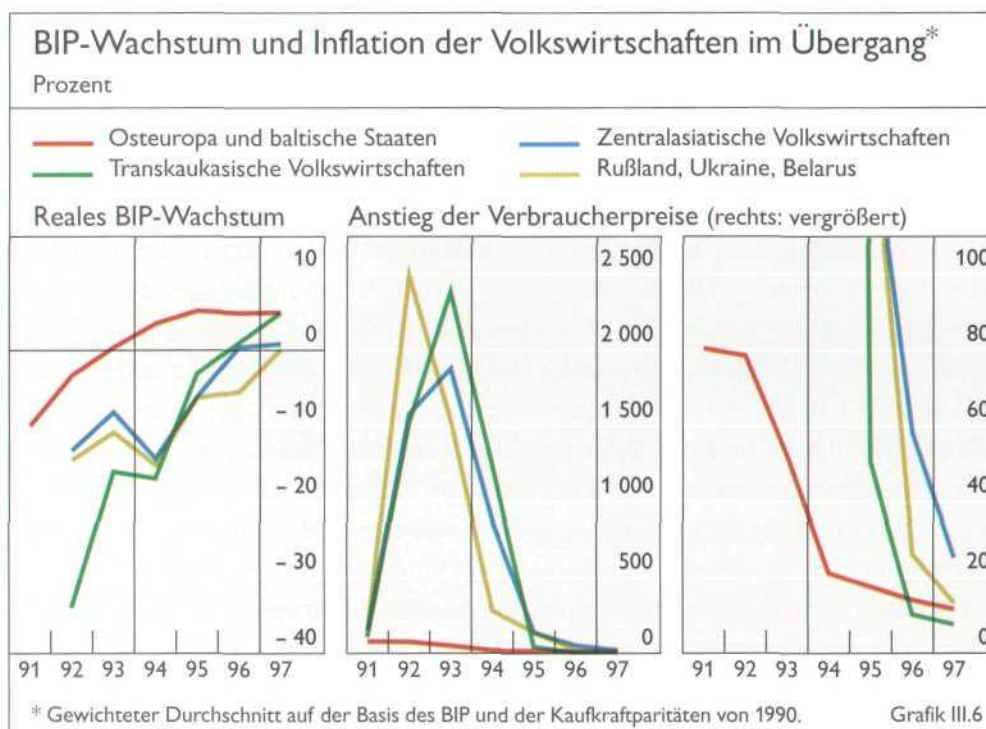
Saudi-Arabien

In Israel führten eine konjunkturbedingte Abschwächung des BIP-Wachstums auf 2% sowie eine Straffung der Finanz- und Geldpolitik im letzten Jahr zu einem Rückgang der Inflation auf 7% und trugen zu einer Verringerung des Handelsbilanzdefizits bei. Mitte 1997 wurde das Wechselkursregime modifiziert, um eine allmähliche Ausweitung der Schwankungsbandbreite zu ermöglichen. Ferner wurden mit Wirkung vom Mai 1998 fast alle Beschränkungen für die Verwendung von Devisen durch israelische Staatsangehörige aufgehoben.

Israel

### Jüngste Entwicklungen der Wirtschaft und der Finanzmärkte in den Volkswirtschaften im Übergang

Das Jahr 1997 zeigte erneut, daß der Übergangsprozeß keineswegs reibungslos, geschweige denn geradlinig verläuft. Das Wirtschaftswachstum der Tschechischen Republik ging spürbar zurück, und sowohl Bulgarien als auch Rumänien hatten mit schweren Rezessionen zu kämpfen. Polen, die baltischen Staaten und Ungarn hingegen verzeichneten weiterhin ein kräftiges Wachstum, und Rußland konnte endlich eine Expansion seiner offiziellen Wirtschaft verbuchen. Rückblickend sind seit dem Beginn des Übergangsprozesses in einer zunehmenden Anzahl von Ländern Fortschritte erkennbar; hinsichtlich des Wachstums- und besonders des Inflationsgefälles ist ein deutlicher Rückgang festzustellen (s. Grafik III.6).



Im Gefolge der Asien-Krise schlug in zahlreichen Ländern der Region, insbesondere in Estland, Rußland und der Ukraine, das Anlageklima rasch um. Im großen und ganzen jedoch hielten sich die Spillover-Effekte in Grenzen, was hauptsächlich darauf zurückzuführen war, daß viele dieser Länder bereit waren, zur Stabilisierung der Wechselkurse ihre inländischen Zinssätze anzuheben.

### Osteuropa

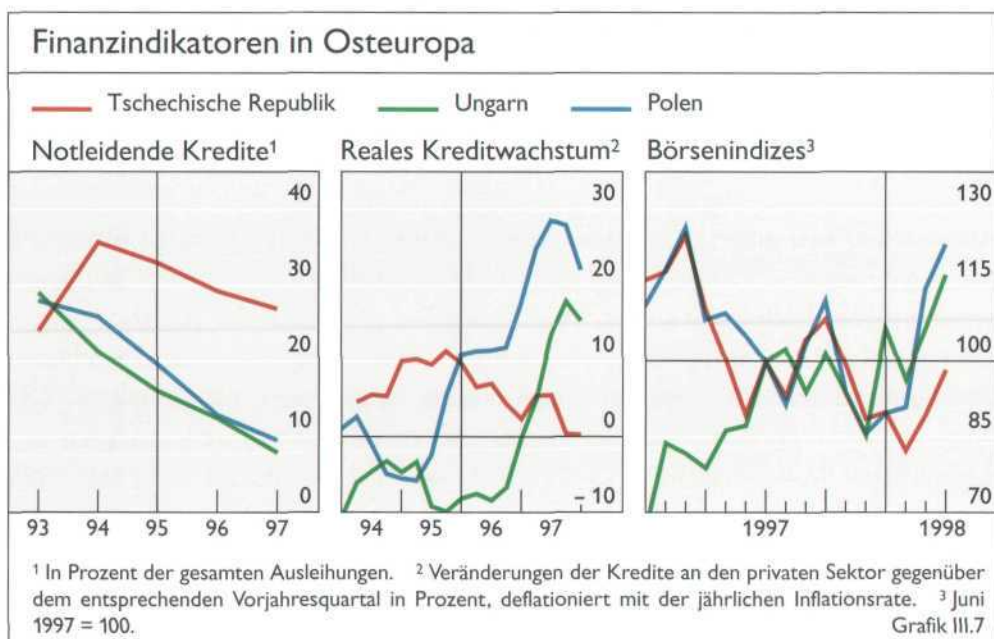
Insgesamt zeigte die Wirtschaft in Osteuropa in den letzten zwei Jahren ein eher bescheidenes Wachstum, während die Inflation im internationalen Vergleich auf einem relativ hohen Niveau zu verharren scheint. Letzteres ist zum einen auf die Freigabe der zuvor administrierten Preise zurückzuführen, zum anderen auf einen Preisauftrieb im Dienstleistungssektor. Die Arbeitslosenquote hat sich kaum verringert, was eine dauerhafte Belastung für die öffentlichen Finanzen bedeutet.

Zwischen den einzelnen Ländern gab es allerdings erhebliche Unterschiede. Die entschlossenen Anpassungsmaßnahmen, mit denen *Ungarn* seit 1995 den destabilisierend wirkenden Defiziten im Haushalt und in der Leistungsbilanz zu begegnen versucht, beginnen Früchte zu tragen. Das Leistungsbilanzdefizit ging von 9% des BIP im Jahr 1994 auf 2% im letzten Jahr zurück, und auch beim Abbau des Haushaltsdefizits wurden Fortschritte erzielt. Das Problem der notleidenden Kredite, das in den vorangegangenen Jahren die Banken in ihrer Aktivität eingeschränkt hatte, hat sich weiter entschärft (s. Grafik III.7). Die nach wie vor hohe Inflationsrate soll 1998 durch eine geringere monatliche Abwertung der Währung sowie durch staatliche Appelle für gemäßigte Tarifabschlüsse auf effektivere Weise bekämpft werden.

In der *Tschechischen Republik* wurde das Vertrauen in die Wirtschaft durch den Eindruck unzureichender langfristiger Reformen im strukturellen Bereich und finanzpolitische Rückschläge im Frühjahr 1997 beeinträchtigt. Anlaß zu Besorgnis gaben insbesondere die noch immer bestehende mangelnde Gewinnorientierung auf der Ebene der Unternehmen, die umfangreiche Auslandskreditaufnahme der

In Ungarn nach-  
haltige Anpassung

In der  
Tschechischen  
Republik  
Währungskrise





Unternehmen und Banken, die Labilität des Finanzsektors, die sich in einem hohen Bestand an notleidenden Krediten niederschlug, und die nur langsam voranschreitende Ausarbeitung eines rechtlichen Rahmens für Finanztransaktionen. So geriet die tschechische Krone vor dem Hintergrund einer raschen realen Aufwertung und einer damit verbundenen explosionsartigen Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits zunehmend unter spekulativen Druck. Die Einschätzung seitens der institutionellen Anleger, daß tschechische Finanzanlagen derselben Risikokategorie zuzuordnen seien wie thailändische (s. Kapitel VI), trug in begrenzterem Umfang auch dazu bei, daß die Krone unter dem Druck auf den Baht im Frühjahr 1997 zu leiden hatte. Trotz massiver Interventionen und einer geldpolitischen Straffung mußte die Zentralbank Ende Mai ihr System der Wechselkursbandbreiten aufgeben. Umgehende budgetäre Sparmaßnahmen, ein anhaltend straffer geldpolitischer Kurs sowie eine stärkere Überwachung im Finanzbereich trugen erheblich dazu bei, die Ruhe wiederherzustellen, wenn auch um den Preis einer Verlangsamung des Wachstums.

Polen blieb seit Beginn des Übergangsprozesses von größeren Rückschlägen verschont. Das BIP wies 1997 mit 7% bereits im sechsten Jahr in Folge ein beträchtliches Wachstum auf. In jüngster Zeit wurden allerdings Bedenken laut angesichts einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, die hauptsächlich auf hohe Importe zurückzuführen war, sowie einer sehr raschen realen Zunahme der Kredite an den privaten Sektor (s. Grafik III.7). Um der damit verbundenen Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung zu begegnen, wurde die Geldpolitik im Verlauf des Jahres 1997 mehrmals gestrafft, indem die Mindestreserveanforderungen und die Leitzinsen erhöht wurden. Darüber hinaus wurde im Februar 1998 der Spielraum für eine reale Aufwertung des Zloty erweitert, indem die monatliche Abwertung verringert und die Schwankungsbreite vergrößert wurde.

In Polen kräftiges Wachstum

In Bulgarien fiel nach der Einführung eines Currency Board im Juli letzten Jahres die monatliche Inflationsrate von einem Höchststand von 240% im Februar 1997 auf rund 2% ein Jahr später. Infolge eines Anwachsens des Leistungsbilanzüberschusses und massiver Kapitalzuflüsse aufgrund von Privatisierungsmaßnahmen erholten sich 1997 auch die Devisenreserven des Landes. Der Preis für die Anpassung war allerdings ein weiteres Jahr ausgeprägt kontraktiver Entwicklung, denn nach einer Abnahme um 11% im Jahr 1996 ging das BIP erneut um 7½% zurück.

Auswirkungen des Currency Board in Bulgarien

#### Rußland

Angetrieben von einer zunehmenden Konsumnachfrage der privaten Haushalte zeigte die russische Wirtschaft im letzten Jahr erstmals seit Beginn des Übergangsprozesses ein leichtes positives Wachstum. Die offiziellen BIP-Angaben unterzeichnen das Ausmaß der Expansion möglicherweise sogar, da sich die ohnehin umfangreiche Schattenwirtschaft noch kräftig ausgeweitet haben dürfte. Die Inflation ging bis Ende 1997 auf 11% zurück, was im Vergleich zu vielen anderen osteuropäischen Volkswirtschaften ein gutes Ergebnis darstellt. Die seit Mitte 1995 angewandte Strategie häufiger schrittweiser Anpassungen des Rubelkurses gegenüber dem US-Dollar machte Anfang 1998 einer neuen Regelung Platz. Für die nächsten drei Jahre wurde ein Leitkurs von Rbl 6,2 je Dollar festgesetzt; der Wechselkurs kann jedoch innerhalb einer Bandbreite von jeweils 15% nach oben

Wachstum wird positiv

Neues Wechselkurssystem

Auswirkungen der  
Asien-Krise

und unten frei schwanken. Mitte April 1998 stand der Kurs bei Rbl 6,1 je Dollar. Angesichts eines Anstiegs des realen Außenwerts der Währung auf das Doppelte während der letzten drei Jahre hängt der Erfolg des neuen Wechselkursregimes wesentlich davon ab, ob es gelingt, die Inflation weiter einzudämmen.

Im Gefolge der Asien-Krise fielen die Aktienkurse um nahezu 50%, und erstmals zogen gebietsfremde Anleger in großem Umfang Mittel aus dem Markt für Schatzwechsel ab. Im Oktober und November waren die internationalen Märkte für russische Werte praktisch unzugänglich. Die Zentralbank reagierte auf diese angespannte Situation, indem sie – neben Interventionen an den Märkten – ihren zentralen Refinanzierungssatz Anfang Februar 1998 auf den Höchststand von 42% anhob. Um ein Polster gegen künftige Schocks zu schaffen, wurden die Mindestreserveanforderungen für Fremdwährungseinlagen erhöht, und die Mittelaufnahme der inländischen Banken im Ausland wurde beschränkt. Da Zinszahlungen rund die Hälfte der Steuereinnahmen beanspruchten, hatten Zinserhöhungen in der Regel unmittelbare und einschneidende Auswirkungen auf den Haushalt. Es wurde daher versucht, den restriktiven geldpolitischen Kurs durch Ausgabenkürzungen zu unterstützen. Im März 1998 schienen die Ansteckungseffekte der Krise größtenteils überwunden; die Devisenreserven nahmen zu, die Zinssätze wurden gelockert, und das internationale Bankkreditgeschäft wurde wieder aufgenommen.

Nach wie vor  
schwierige wirt-  
schaftspolitische  
Herausforderungen

Der Übergangsprozeß in Rußland wird noch immer von mehreren Schwachpunkten überschattet. Erstens müssen die öffentlichen Finanzen auf eine solidere Grundlage gestellt werden. Zwar verbesserte sich die Steuereintreibungsquote im letzten Jahr leicht, aber die Bemessungsgrundlage ist nach wie vor gering, was zum Teil auf den beträchtlichen Umfang der Schattenwirtschaft zurückzuführen ist. Das Defizit des Bundeshaushalts erreichte im letzten Jahr 7% des BIP, und im Haushaltsplan für 1998 wird ein Wert um 5% veranschlagt. Zweitens wird die Wirtschaftstätigkeit des Landes weiterhin durch eine zunehmende Verschlechterung der Zahlungsmoral in Verbindung mit ineffizienten Zahlungsmechanismen behindert (über 40% der Umsätze im industriellen Bereich beruhen auf Tauschhandel), wobei die damit verbundene Demonetisierung die Durchführung der Geldpolitik erschwert. Drittens dürften die großen Finanz-Industrie-Konglomerate (auf die bis zur Hälfte der russischen Erträge in harter Währung entfallen) versuchen, den Übergang zu einer marktorientierten Volkswirtschaft mit den gleichen Voraussetzungen für alle Wirtschaftsakteure zu verzögern, da sie spezielle Privilegien, wie z.B. Steuervergünstigungen, genießen. Ein besonderes Problem besteht darin, daß diese Konglomerate ihren Einfluß dazu nutzen könnten, die Fortschritte bei der Schaffung einer verbesserten Unternehmenssteuerung und vernünftigerer Rahmenbedingungen für die Bankenaufsicht zu gefährden. Ferner erinnert die Schwäche der Ölpreise in jüngster Zeit daran, daß aufgrund des anhaltend hohen Anteils der Ölexporte am Gesamtexportvolumen das Haushaltsdefizit und die Wirtschaft einer dauerhaften Gefährdung durch große Terms-of-Trade-Schocks ausgesetzt sind.



## IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

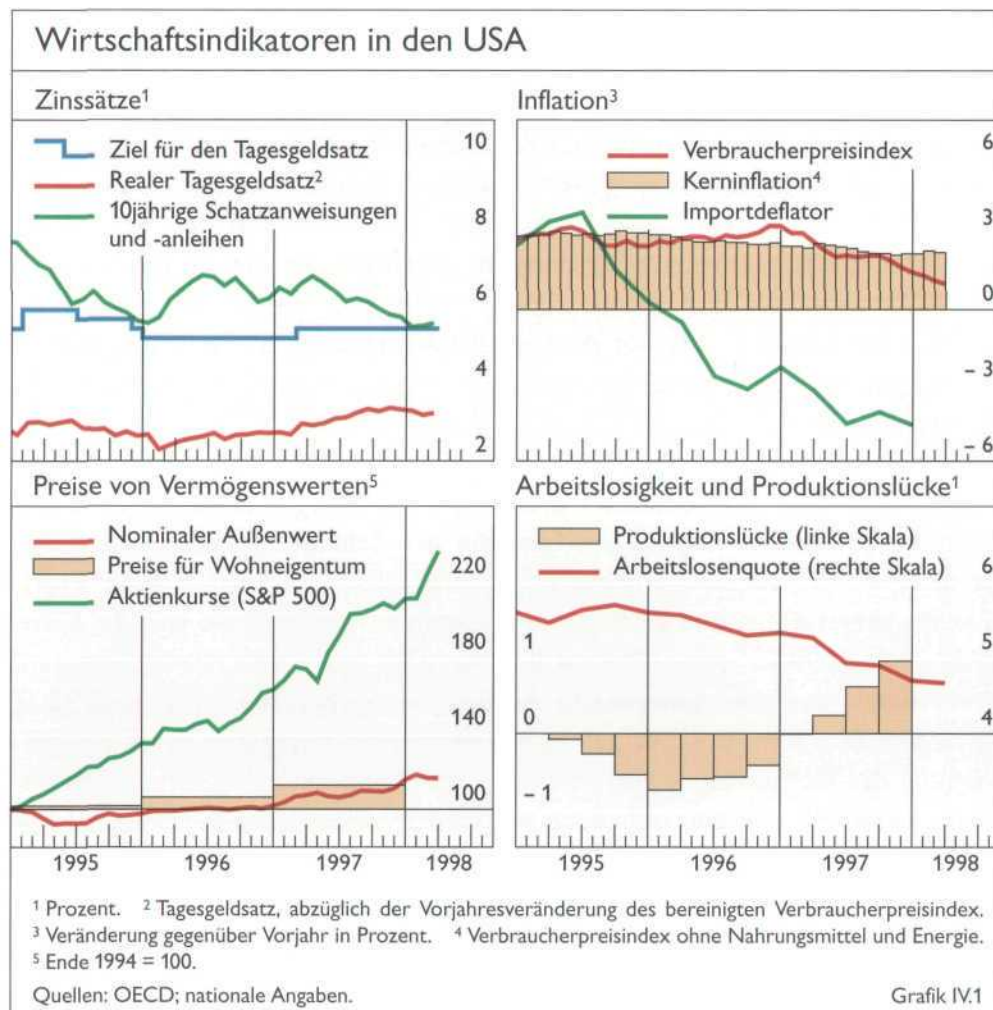
Im vergangenen Jahr sah sich die Geldpolitik in den beiden größten Volkswirtschaften auch weiterhin deutlich unterschiedlichen konjunkturellen Bedingungen gegenüber. In den USA richtete sich das Hauptaugenmerk auf die Frage, ob die Federal Reserve die Geldpolitik straffen sollte. Angesichts beträchtlicher Unsicherheit über das Ausmaß der Übernachfrage und einer anhaltend geringen Inflationsrate wurde jedoch darauf verzichtet. Im Gegensatz dazu verharren die kurzfristigen Zinssätze in Japan unter dem Eindruck einer bedeutenden Liquiditätszufuhr der Bank of Japan auf außergewöhnlich tiefem Niveau. Im Verlauf des Haushaltsjahres, das im März 1998 endete, kündigte die Regierung zudem neue Maßnahmen zur Unterstützung des Finanzsystems an, die auch die Zusage öffentlicher Mittel beinhalteten.

Die wirtschaftliche Situation in den Ländern, die an der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) teilnehmen werden, zeichnete sich auf der einen Seite ebenfalls durch beträchtliche Unterschiede in der konjunkturellen Situation aus, auf der anderen Seite aber auch durch eine weitere Annäherung der Inflationsraten und Zinssätze (s. Kapitel II). Die Tatsache, daß bis zum Beginn der WWU im Januar 1999 ein einheitliches Niveau für die kurzfristigen Zinssätze erreicht werden muß, beeinflusst die tatsächlichen Zinssätze in zunehmendem Maße. Diese allmähliche Konvergenz gestattete es den Währungsbehörden in Italien, Spanien und Portugal, eine expansivere Geldpolitik zu verfolgen, nachdem die Zinssätze dieser Länder in der Vergangenheit über dem Durchschnitt für den Euro-Raum gelegen hatten. In Irland, Finnland und den Niederlanden hingegen, wo die Konjunktur weiter fortgeschritten ist und die Geldpolitik weiter verschärft wurde, erhöht die Konvergenz der kurzfristigen Zinsen auf niedrigem Niveau die Gefahr inflationärer Spannungen. Auch in einer Reihe von Ländern mit expliziten Inflationszielen mußten die Zinssätze angehoben werden, um einem sich aufbauenden Inflationsdruck vorzubeugen.

Der Rückgang der Inflation, den viele Länder im Verlauf der neunziger Jahre verzeichneten, wurde von einer beachtlichen Erhöhung der geldpolitischen Transparenz begleitet. Diese Entwicklung entspringt dem Bedürfnis nach mehr Verantwortlichkeit, das mit der größeren Unabhängigkeit vieler Zentralbanken einherging. Sie dürfte außerdem die Wirksamkeit der Geldpolitik verstärken, indem sie die Glaubwürdigkeit der betreffenden Zentralbanken fördert und es den Finanzmärkten gestattet, eine ausgleichende Rolle zu spielen.

### Geldpolitik in den USA

Die Federal Reserve sah sich im vergangenen Jahr mit einem geldpolitischen Zielkonflikt konfrontiert. Während mehrere Indikatoren auf einen drohenden



Preisaufrtrieb hindeuteten und damit für eine Straffung des monetären Kurses sprachen, legten andere Faktoren einen unveränderten geldpolitischen Kurs nahe.

Sinkende  
Arbeitslosigkeit ...

Das wichtigste Argument für eine Straffung der Geldpolitik war der fort-dauernde Rückgang der Arbeitslosigkeit bis unterhalb des Niveaus, das in der Vergangenheit mit einem zunehmenden Lohndruck einhergegangen war. Die kurzfristigen Inflationsaussichten können jedoch nicht nur durch die Arbeitsmärkte, sondern auch durch Faktoren wie Energie- und Einfuhrpreise, Lohnnebenkosten sowie Veränderungen des binnen- und außenwirtschaftlichen Wettbewerbsdrucks beeinflusst werden. Daher kann auch eine Arbeitslosigkeit, die unterhalb des Niveaus der mit einer stabilen Inflation konsistenten Arbeitslosenquote (NAIRU) liegt, vorübergehend durchaus mit stabilen Inflationsraten vereinbar sein. Darüber hinaus wurde es für möglich gehalten, daß sich die NAIRU selbst verringert hat, weil sich das Verhalten und andere Aspekte der Arbeitsmärkte verändert haben. Infolgedessen beurteilte das Federal Open Market Committee (der Offenmarktausschuß der Federal Reserve, FOMC) die angespannte Situation auf den Arbeitsmärkten nicht unbedingt als Hinweis auf einen bevorstehenden Anstieg der Inflation.

Eine zweite Überlegung, die eine Straffung der Geldpolitik möglicherweise nötig erscheinen ließ, basierte auf dem anhaltenden Anstieg der Aktienkurse, der das Risiko eines übermäßigen Konsumwachstums in sich bergen könnte. Bei

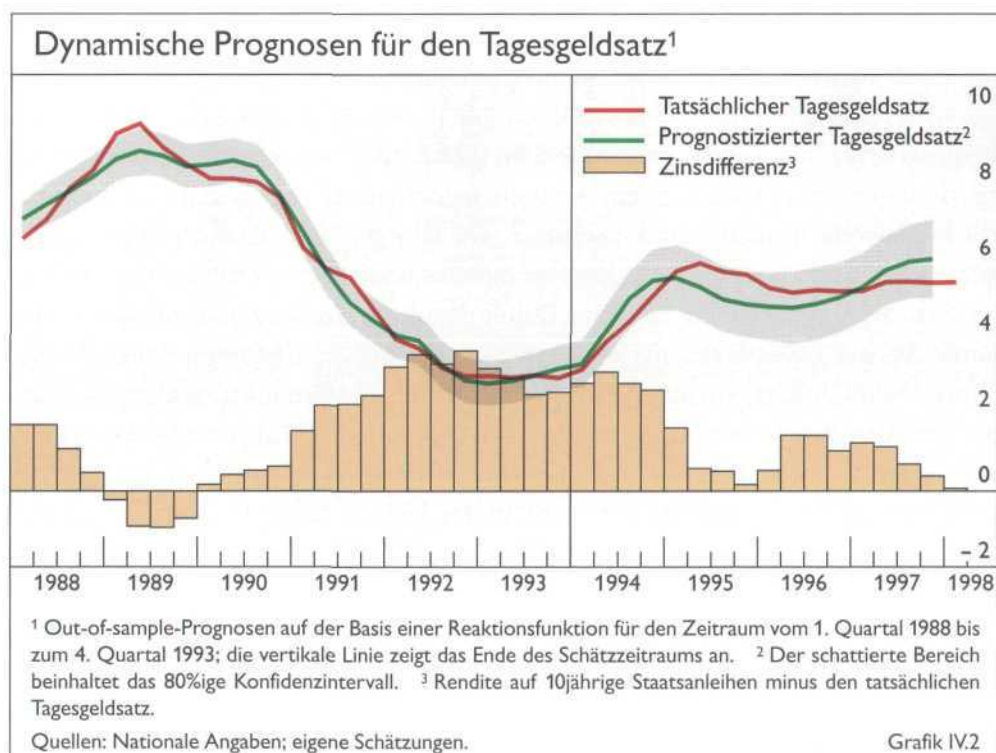


steigenden Preisen von Vermögenswerten erhöht sich der Wert des Vermögens, doch dürfte der Konsum davon eigentlich nur dann berührt werden, wenn die privaten Haushalte diesen Anstieg als permanent einschätzen. Aufgrund der Volatilität der Aktienkurse dürften die Kursveränderungen von den Verbrauchern, vor allem auf kurze Sicht, weniger beachtet werden. Die Preise für Wohneigentum, die kurzfristig sehr viel geringer schwanken und aus diesem Grund die Einschätzung des permanenten Vermögens unmittelbarer beeinflussen dürften, stiegen hingegen im vergangenen Jahr nur geringfügig. Aus diesen Gründen könnte argumentiert werden, daß der Anstieg der Aktienkurse die wahrscheinlichen Wirkungen von Vermögensänderungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage eher überzeichnet.

... und steigende Aktienkurse legten Straffung der Geldpolitik nahe ...

Während der Rückgang der Arbeitslosigkeit und die steigenden Aktienkurse eher auf die Notwendigkeit einer Verschärfung der monetären Bedingungen hindeuten schienen, ließen andere Faktoren den Schluß zu, daß der Kurs der Geldpolitik auch weiterhin angemessen sei. Vor allem schwächte sich der Preisauftrieb, gemessen anhand einer Reihe von Indizes, weiter ab. So ging die Kerninflation von 2,5% im ersten Quartal 1997 auf 2,3% im entsprechenden Zeitraum 1998 zurück, und der unbereinigte Anstieg der Verbraucherpreise sank über denselben Zeitraum von 2,9% auf 1,5%. Soweit diese Rückgänge durch die Aufwertung des Dollars sowie die Schwäche des Ölpreises und anderer Rohstoffpreise beeinflusst wurden, ist jedoch mittelfristig ein steigender Inflationsdruck nicht auszuschließen, wenn diese vorübergehenden Kräfte nachlassen oder sich gar umkehren sollten. Die wirtschaftlichen Turbulenzen in Asien werden, bedingt durch eine geringere Nachfrage nach Importen und einen Rückgang der Rohstoffpreise, ebenfalls einen dämpfenden Effekt auf die weltweite Inflation haben. Auch diese Überlegung deutet darauf hin, daß eine weitere Straffung der Geldpolitik ungerechtfertigt wäre.

... nicht so hingegen nachlassen der Preisauftrieb und Asien-Krise



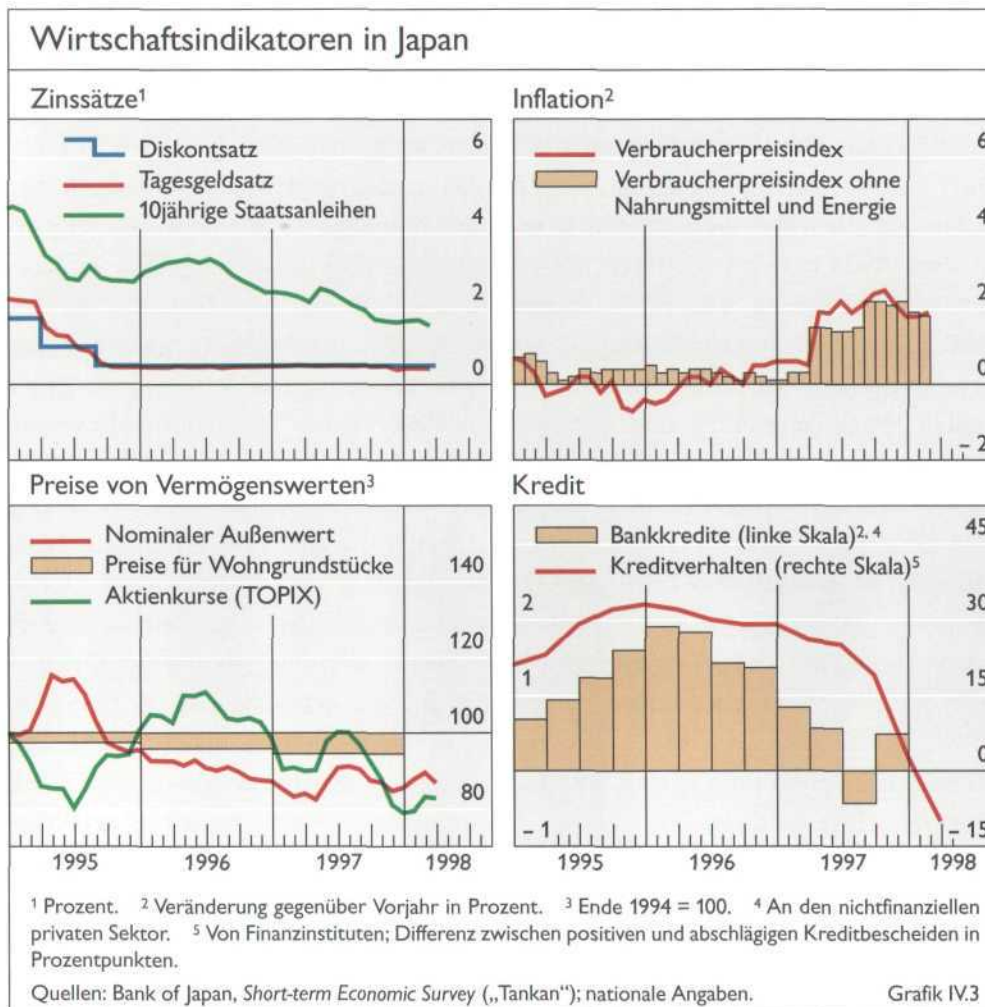
Nach sorgfältigem Abwägen der Argumente für oder wider einen restriktiveren Kurs in der Geldpolitik und auch unter Berücksichtigung der Tatsache, daß die realen Zinssätze infolge des Rückgangs der Inflation stiegen (s. Grafik IV.1), beschloß das FOMC, den Tagesgeldsatz unverändert auf dem Niveau vom März 1997 zu belassen. Bei der Beurteilung der Geldpolitik in den USA im letzten Jahr sollte auch beachtet werden, daß sowohl der nominale als auch der reale Tagesgeldsatz 1994 deutlich anstiegen, als vorbeugende Maßnahmen ergriffen wurden, um eine Erhöhung des Preisauftriebs zu verhindern. Wie sich anhand der Abflachung der Zinsstrukturkurve erkennen läßt, leitete diese geldpolitische Straffung eine Phase monetärer Restriktion ein und hatte eine Verlangsamung des realen Wachstums 1995 und der Inflation 1996/97 zur Folge. Out-of-sample-Prognosen, die auf einer einfachen Reaktionsfunktion und Daten bis Ende 1993 basieren, deuten übrigens darauf hin, daß nach dieser vorbeugenden Verschärfung der Geldpolitik der Tagesgeldsatz in den Jahren 1995 und 1996 im Durchschnitt beinahe 60 Basispunkte über dem Niveau lag, das die gesamtwirtschaftliche Situation und das Verhalten der Federal Reserve in der Vergangenheit nahegelegt hätten (s. Grafik IV.2). Gegen Ende 1996 steigen allerdings die vorhergesagten Werte für den Tagesgeldsatz als Reaktion auf die schwungvolle Wirtschaftsentwicklung rasch an. Trotz eines darauffolgenden Anstiegs der tatsächlichen Zinssätze zu Beginn des Jahres 1997 liegen die prognostizierten Werte schließlich über dem Tagesgeldsatz.

### Geldpolitik in Japan

Die wirtschaftliche Entwicklung in Japan brach im zweiten Quartal 1997 ein und stagnierte danach. Im vierten Quartal ergab sich ein BIP-Rückgang um 0,25% gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres. Dieser Wirtschaftsschwäche lagen hauptsächlich die Verbrauchsteuererhöhung im April 1997, ein Rückgang der öffentlichen Ausgaben und eine wachsende Unsicherheit hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems zugrunde. Die schleppende Konjunkturentwicklung manifestierte sich darüber hinaus auch in einem geringen Zuwachs der Verbraucherpreise. Bereinigt um den Effekt der Steueranhebung blieben die Verbraucherpreise 1997 praktisch unverändert, und die Wertpapierrenditen erreichten ein historisches Tief.

Nach mehreren Zusammenbrüchen von Finanzinstituten kam im November ernsthafte Besorgnis über die Kreditrisiken am Interbankmarkt auf. Im Gefolge dieser Entwicklung überstieg der Tagesgeldsatz den Diskontsatz bei weitem, die sogenannte „Japan-Prämie“, d.h. die Zinsdifferenz zwischen japanischen und nicht-japanischen Banken an den Euromärkten, stieg an, und die Rendite auf Schatzwechsel, die praktisch kein Kreditrisiko beinhalten, ging zurück. Um den Tagesgeldsatz wieder unter den Diskontsatz abzusenken, der seit 1995 unverändert auf einem Niveau von 0,5% verharrte, stellte die Bank of Japan reichlich Liquidität zur Verfügung. Auf der Passivseite der Zentralbankbilanz schlug sich diese großzügige Liquiditätsversorgung in einem starken Anstieg des Bargeldumlaufs und in einem kräftigen und höchst unüblichen Aufbau an Überschußreserven nieder. Dies legt die Vermutung nahe, daß Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems und möglicherweise auch das Auftreten einer keynesianischen Liquiditätsfalle eine Rolle gespielt haben könnten.





Bei einer im wesentlichen flachen Preisentwicklung sind negative Werte für die realen kurzfristigen Zinssätze nicht erreichbar. Dementsprechende Schwierigkeiten ergaben sich für die Bank of Japan bei dem Versuch, die monetären Bedingungen zur Unterstützung des Wachstums in ausreichendem Maße zu lockern. Verschärft wurden diese Probleme noch durch starke negative Tendenzen, die zum einen aus der weitverbreiteten Schwäche des Finanzsektors, zum anderen aus bilanziellen Problemen in anderen Teilen der Wirtschaft herrührten und die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigten.

Im letzten Jahr verstärkten sich auch die Anzeichen dafür, daß die Kreditrationierung zu einem immer größeren Problem wird. Dies wird durch die sogenannte „Tankan“-Erhebung belegt (s. Grafik IV.3). Danach empfanden Unternehmen, die sich verschulden wollten, die Kreditvergabe der Finanzinstitute als zunehmend restriktiv, obwohl die Notenbanksätze niedriger waren als je zuvor. Gleichzeitig hat das Wachstum der Kredite deutlich abgenommen.

Mehrere Gründe haben dazu beigetragen, die Bereitschaft und Fähigkeit der japanischen Banken zur Kreditvergabe einzuschränken. Als wichtigster Faktor ist der hohe Bestand an notleidenden Krediten zu nennen, der noch aus der Phase der Übersteigerung stammt. Werden solche Kredite abgeschrieben, verschlechtert sich die Eigenkapitalausstattung, und die Ausleihkapazität nimmt ab. Ein weiterer Faktor war die fortgesetzte Schwäche der Aktienkurse nach dem

... und Kredit-  
rationierung ...

Ausbruch der Asien-Krise. Da die Banken bisher nichtrealisierte Gewinne auf börsennotierte Werte teilweise dem Eigenkapital zurechnen konnten, verschärfte sich durch die fallenden Aktienkurse die Eigenkapitalsituation. Daraufhin dürften die Banken ihre Portefeuilles so angepaßt haben, daß sie weniger Unternehmenskredite und mehr Vermögenswerte, die einer geringeren Eigenkapitalbasis bedürfen, enthalten. Ein dritter Faktor, der zum Rückgang des Kreditangebots beigetragen haben dürfte, sind die „Big Bang“-Reformen, deren Einführung von 1998 bis 2001 vorgesehen ist. Diese Neuerungen werden den Wettbewerb zwischen den Banken verstärken und die aufsichtsrechtlichen Vorgaben verschärfen. Da auf diese Weise finanzstärkere Banken Wettbewerbsvorteile erlangen, werden für alle Banken Anreize zugunsten strengerer Maßstäbe an die Kreditvergabe geschaffen.

... führten zu  
Maßnahmen zur  
Lösung der  
Probleme im  
Finanzsektor

Eine Reihe von Maßnahmen wurden angekündigt, die dazu dienen sollen, die tiefgreifenden und anhaltenden Probleme im Finanzsektor anzugehen. So darf das Immobilienvermögen der Banken – das mehrheitlich vor dem Anstieg der Immobilienpreise während der achtziger Jahre erworben worden war – nunmehr zu jeweiligen Marktpreisen bewertet werden. Darüber hinaus dürfen die Banken ihre Kapitalbeteiligungen entweder zum Markt- oder zum Buchwert bewerten, so daß sie Verluste in ihren Wertpapierbeständen nicht mehr abschreiben müssen. Ferner werden öffentliche Mittel in Höhe von bis zu ¥ 30 Bio. dazu verwendet werden, die Eigenkapitalausstattung des Einlagensicherungsfonds und der Banken zu stärken. Schließlich trat im April 1998 die Politik der „prompt corrective action“ in Kraft, die eine Reihe von Strukturmaßnahmen vorsieht, im Extremfall auch eine Einstellung des Geschäftsbetriebs, und alle Banken betrifft. Lediglich einige ausschließlich im Inland tätige Banken wurden hiervon noch für die Dauer eines Jahres ausgenommen. Diese Maßnahmen sowie die Schritte zur Verbesserung der Transparenz in bezug auf die Kreditverluste von Banken und die Anzeichen für die gestiegene Bereitschaft, schwache Banken und Nichtbanken zu schließen, sind zu begrüßen, da die Unsicherheit in bezug auf die Stabilität des Finanzsystems verringert werden muß.

## Geldpolitik in den WWU-Ländern

Unterschiedliche  
Positionen im  
Konjunkturzyklus

Die Länder, die im Januar 1999 an der WWU teilnehmen werden, nämlich Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien, zeichnen sich immer noch durch deutlich unterschiedliche Positionen im Konjunkturzyklus aus, obwohl sich die Inflationsraten und die Renditen längerfristiger Wertpapiere einander beträchtlich angenähert haben. Dabei wurde der Abbau der Zinsdifferenzen maßgeblich durch das Zusammenspiel der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und der zunehmenden Erwartung bestimmt, daß die WWU mit einem breiten Teilnehmerkreis beginnen wird.

Im Verlauf des letzten Jahres haben sich auch die von der Entwicklung der Notenbanksätze beeinflussten kurzfristigen Zinssätze einander weiter angenähert, wobei sie sich weitgehend dem Niveau der deutschen Sätze anpaßten. In Italien, Spanien und Portugal ist diese Entwicklung erwünscht. In den Niederlanden, Irland und Finnland hingegen erhöht die Konvergenz das Risiko zunehmender Preissteigerungen.



### *Deutschland, Frankreich, Belgien und Österreich*

Die wirtschaftliche Konstellation in Deutschland, Frankreich, Belgien und Österreich ähnelte sich auch 1997 weitgehend (s. Kapitel II). In Deutschland verstärkte sich der Aufschwung im Vergleich zum Jahr 1996, wenngleich sich die Dynamik im Jahresverlauf abschwächte. Auch in Frankreich, Belgien und Österreich beschleunigte sich das reale Wachstum. Obwohl sich dadurch in allen vier Ländern die Produktionslücken verringerten, blieben sie doch, vor allem in Frankreich, in beträchtlicher Größenordnung bestehen.

Die Inflationsraten in den vier Ländern waren weiterhin gedämpft, entwickelten sich aber tendenziell auseinander. In Deutschland erhöhte sich die Inflation gemessen an der Entwicklung der gesamtdeutschen Verbraucherpreise leicht, was weitgehend auf die Schwäche des Wechselkurses und den dadurch hervorgerufenen Anstieg der Einfuhrpreise sowie auf Anhebungen administrierter Preise zurückzuführen war. Im Gegensatz dazu sank die unbereinigte Inflationsrate in Frankreich, Belgien und Österreich auf ein sehr niedriges Niveau. Um dem sich aufbauenden Inflationspotential entgegenzutreten, hob die Deutsche Bundesbank Mitte Oktober den Wertpapierpensionssatz von 3%, dem historischen Tiefstand, auf 3,3% an. Dieser Verschärfung der Geldpolitik folgten Zinserhöhungen in Österreich, Belgien und Frankreich, was im Lichte des dortigen Konjunkturaufschwungs durchaus begrüßt wurde und auch dazu diente, Spannungen innerhalb des europäischen Wechselkursmechanismus zu begrenzen.

Beschleunigung der Expansion

### *Irland, Finnland und Niederlande*

Die wirtschaftliche Entwicklung in Irland, Finnland und den Niederlanden, die sich allesamt in einem fortgeschritteneren Stadium des Konjunkturzyklus befinden, veranschaulicht eine Situation, die in der WWU eintreten könnte, wenn die realwirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Ländern nicht symmetrisch verläuft. Vor dem Hintergrund eines realen BIP-Wachstums im vergangenen Jahr von 10,3% in Irland, 5,9% in Finnland und 3,0% in den Niederlanden sowie Befürchtungen eines beschleunigten Preisauftriebs war in diesen drei Ländern eine straffere Geldpolitik notwendig, als sie für Deutschland und Frankreich angemessen war.

Infolgedessen schwenkte die Geldpolitik in Irland im Mai 1997 vor dem Hintergrund einer deutlichen Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivität und steigender Preise von Vermögenswerten auf einen restriktiveren Kurs ein. Im März 1998 wurde dann der Leitkurs des irischen Pfundes im EWS-Wechselkursmechanismus um 3% nach oben angepaßt. In den Niederlanden, wo sich der Preisauftrieb im Sommer und Herbst 1997 infolge außenwirtschaftlicher Einflüsse beschleunigte, wurde die Geldpolitik im März, Juli und Oktober verschärft, wobei die Notenbanksätze von 2,7% auf 3,3% erhöht wurden. Die finnische Zentralbank straffte ihre Geldpolitik im September 1997 und dann erneut im März 1998, weil die Inflationsgefahr infolge des sich verringernden Außenwerts der Finnmark und der sich rasch verengenden Produktionslücke wuchs.

Starkes Wachstum erfordert straffere Geldpolitik

### *Italien, Spanien und Portugal*

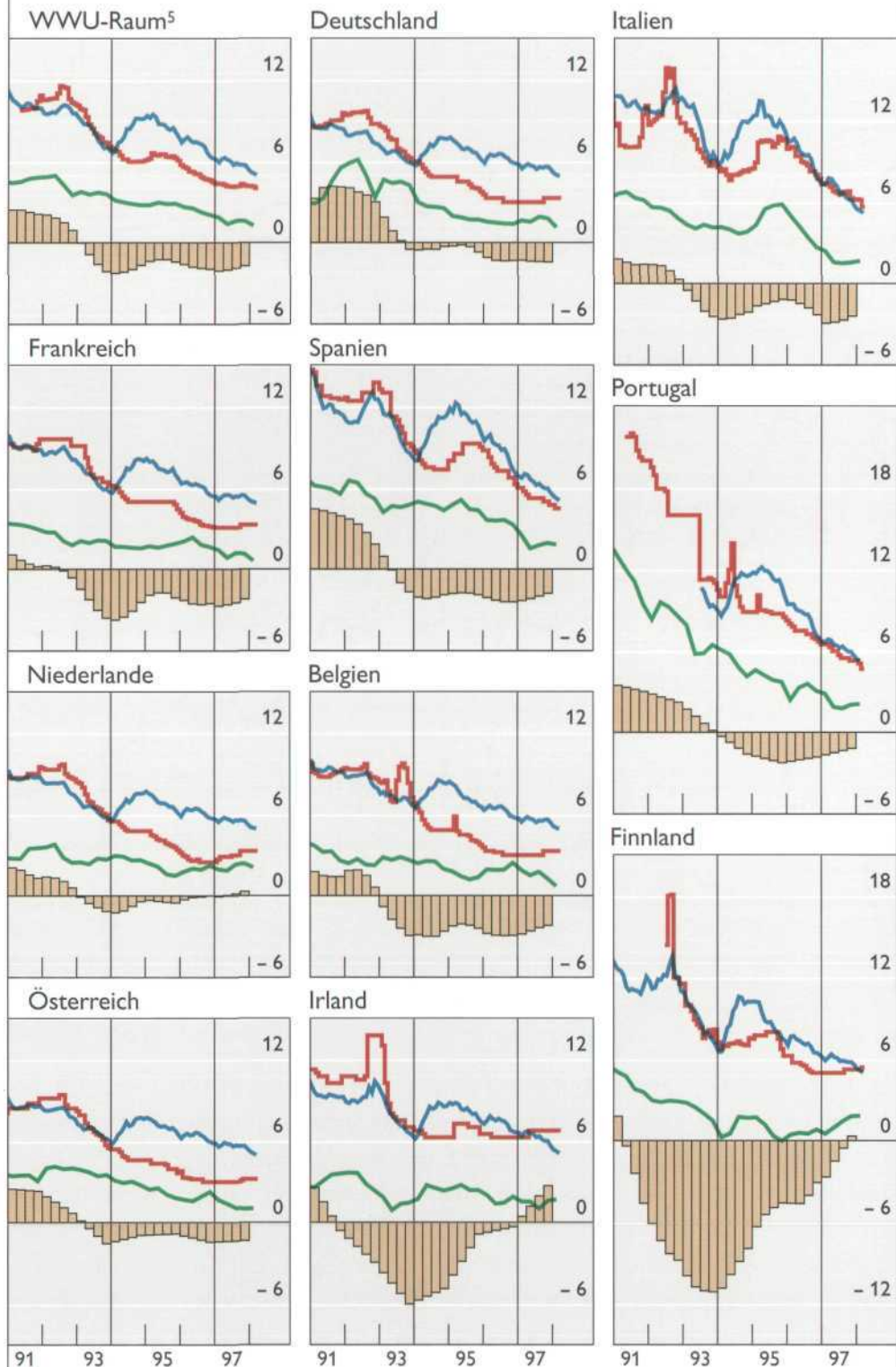
Im Gegensatz dazu war die Konvergenz der kurzfristigen Zinssätze auf einem tieferen Niveau in Italien, Spanien und Portugal durchaus erwünscht. In diesen

Sinkende Zinsen und sinkende Inflationsraten

# Produktionslücken, Inflation und Zinssätze in den Ländern der WWU<sup>1</sup>

Prozent

Produktionslücke Inflation<sup>2</sup> Notenbanksatz<sup>3</sup> Anleiherendite<sup>4</sup>

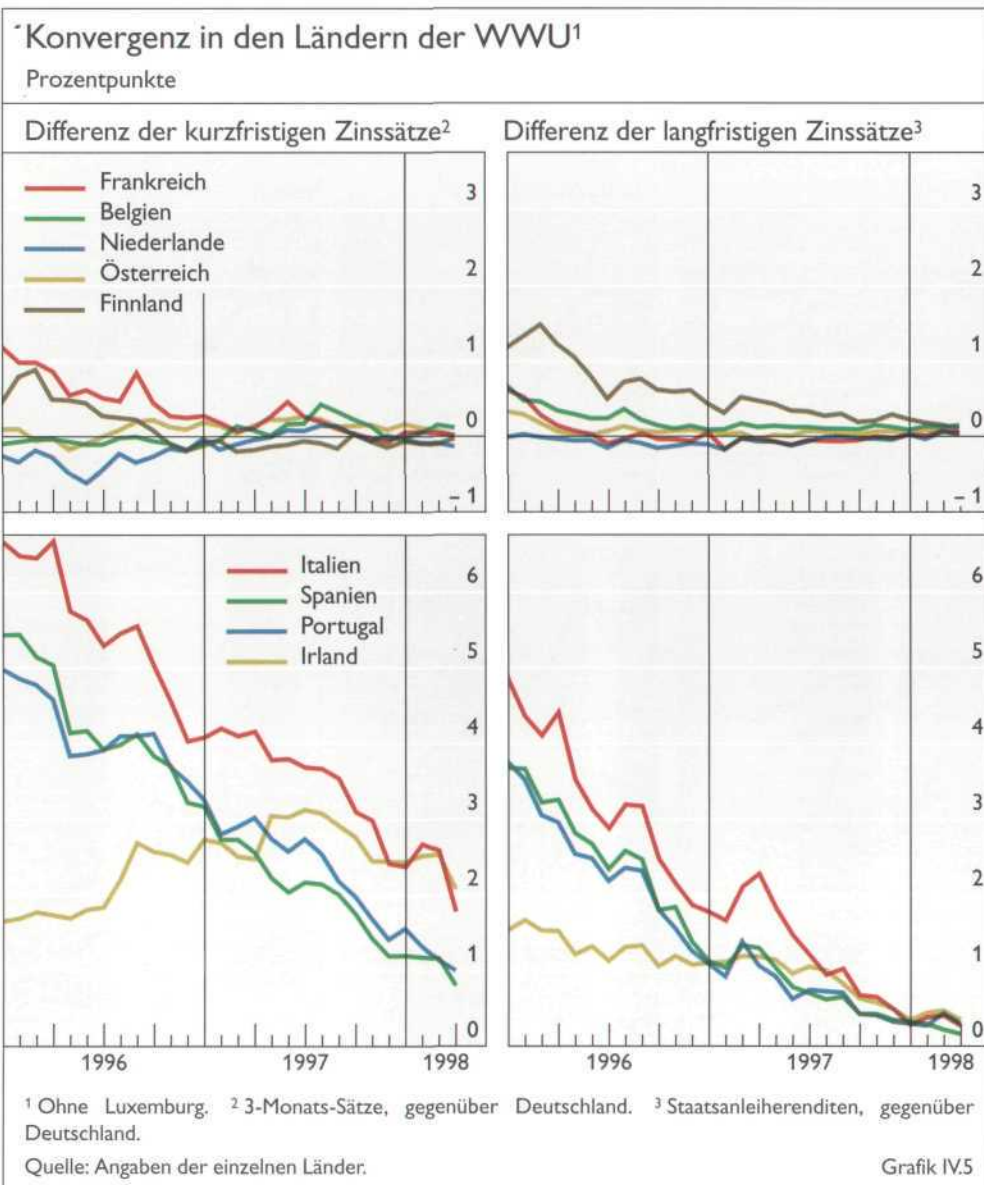


<sup>1</sup> Ohne Luxemburg. <sup>2</sup> Veränderung der Verbraucherpreise über vier Quartale (nach der Definition der einzelnen Länder). <sup>3</sup> Irland: Satz für Kredite im Rahmen der kurzfristigen Fazilität; Portugal: Interventionssatz; Finnland: Satz für Liquidität; übrige Länder: s. Tabelle IV.1. <sup>4</sup> Rendite repräsentativer Staatsanleihen (üblicherweise mit einer Laufzeit von 10 Jahren). <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.4





Ländern waren die Zinsen nämlich auf einem hohen Niveau gehalten worden, um über einen Rückgang des Inflationsdrucks und die Sicherung stabiler Wechselkurse den Übergang zur WWU zu erleichtern; es hatten jedoch weiterhin erhebliche Produktionslücken bestanden. Vor dem Hintergrund stark abnehmender Zuwachsraten für die Verbraucherpreise und entsprechender Rückgänge der langfristigen Anleiherenditen konnten die kurzfristigen Zinssätze in allen drei Ländern beträchtlich zurückgenommen werden. Die schrittweise Lockerung der Geldpolitik über die letzten Jahre bewirkte in diesen Ländern dann auch einen dementsprechenden Wachstumsschub. So erreichte beispielsweise in Italien das Wachstum im vierten Quartal 1997 2,8% im Vergleich zum Vorjahr. Ähnlich deutlich fiel die Erholung in Portugal und Spanien aus, wo die Wachstumsraten für 1997 den Wert von 3% überstiegen. Dennoch bestanden weiterhin beachtliche Produktionslücken.

## Geldpolitische Fragen im Vorfeld der WWU

Der Anfang Mai 1998 gefaßte Beschluß über die Errichtung der WWU wirft eine Reihe praktischer Fragen für die Geldpolitik auf. Eine erste Frage hat mit der Tatsache zu tun, daß die Inflationsraten in den künftigen Mitgliedsländern zwar weitgehend ähnlich sind, aber sowohl die Produktionslücken als auch der Kurs der Geldpolitik noch deutliche Unterschiede aufweisen (s. Grafik IV.4). Da die kurzfristigen Zinssätze zu Beginn des Jahres 1999 ein gemeinsames Niveau erreicht haben müssen, wird die Geldpolitik der Frage nach dem angemessenen Niveau für die Notenbankzinsen der Europäischen Zentralbank (EZB) große Aufmerksamkeit widmen.

Eine andere Frage betrifft die Wahl der geeigneten geldpolitischen Strategie für die EZB. Da zu Beginn der WWU Übergangsprobleme auftreten könnten, dürfte die Geldpolitik zunächst eher eklektisch betrieben werden müssen. Eine letzte Überlegung schließlich bezieht sich auf die Frage, wie transparent die EZB ihre Politik gestalten sollte. Auf diese Fragen wird weiter unten noch näher eingegangen.

### *Festlegung der Geldpolitik*

Grafik IV.5 verdeutlicht, daß sich die kurzfristigen Zinssätze in sieben von elf WWU-Ländern weitgehend einander angenähert haben. Nichtsdestoweniger liegen sie in Irland, Italien, Portugal und Spanien immer noch rund 100–200 Basispunkte höher als in den anderen Ländern.

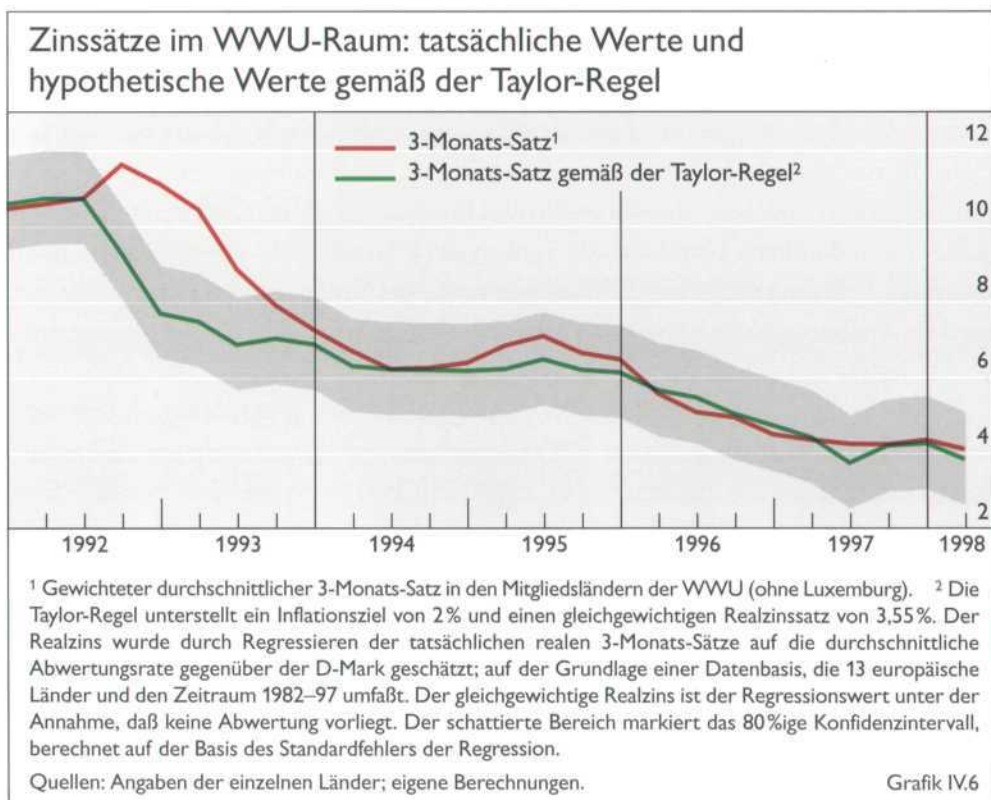
Um das Problem der Bestimmung eines einheitlichen europäischen Kurzfristsatzes zu verdeutlichen, ist in Grafik IV.6 ein BIP-gewichteter durchschnittlicher 3-Monats-Zinssatz für den europäischen Währungsraum abgetragen. Gegen Ende 1997 war dieser Durchschnittswert rund 0,7 Prozentpunkte höher als in den Ländern mit den niedrigsten Zinssätzen. Des weiteren enthält die Grafik einen hypothetischen WWU-weiten Zins. Dieser wurde auf der Basis einer sogenannten „Taylor-Regel“ abgeleitet, die unterstellt, daß die Währungsbehörden die Zinsen immer dann anheben, wenn die gesamtwirtschaftliche Produktion über dem Potential liegt und/oder die Inflation den entsprechenden Zielwert übersteigt. Für die konkrete Berechnung des Zinssatzes werden die Produktionslücke und die Inflation (s. Grafik IV.4) für den WWU-Raum, jeweils BIP-gewichtet, herangezogen. Außerdem werden ein geschätzter gleichgewichtiger Realzinssatz von 3,55% (s. Grafik IV.6, Fußnote 2) und ein Inflationsziel von 2% unterstellt. Mit Ausnahme der Zeit während der Turbulenzen im EWS-Wechselkursmechanismus 1992/93 unterscheiden sich der hypothetische und der tatsächliche Zins nicht stark voneinander; im ersten Quartal 1998 beträgt der Wert rund 3,8%. Wenn der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte der EZB auf dem Niveau festgesetzt würde, das im Frühjahr 1998 in den Ländern mit den niedrigsten Sätzen galt, wäre er – berücksichtigt man die durchschnittliche Produktionslücke und die durchschnittliche Inflationsrate im europäischen Währungsraum – demnach auf jeden Fall niedriger, als es der Taylor-Regel entsprechen würde. Dennoch dürfte der angemessene Zins für die WWU auf der Basis der vorstehenden Überlegungen eher zu hoch eingeschätzt werden, und zwar aus mindestens zwei Gründen.

Zum einen spiegelt das relativ hohe Zinsniveau in Italien, Spanien und Portugal nicht nur die Notwendigkeit einer Bekämpfung inflationärer Tendenzen

Eine „Taylor-Regel“ ...

... könnte das angemessene Zinsniveau zu hoch einschätzen





wider, sondern auch das Bestreben, unwillkommene Wechselkursentwicklungen zu vermeiden. Nach dem Beschluß vom Mai 1998, welche Länder von Beginn an der WWU angehören werden, ist es recht wahrscheinlich, daß diese Länder ihre Zinsen zurücknehmen können, ohne Schwankungen an den Devisenmärkten befürchten zu müssen. Daher könnte der durchschnittliche WWU-weite Zinssatz in der Grafik das Ausmaß einer möglichen Annäherung an das Niveau der Länder mit den niedrigsten Sätzen eher unterschätzen.

Zum anderen sollte man sich bei der Beurteilung des angemessenen europäischen Zinsniveaus der Tatsache bewußt sein, daß die Inflationsraten sehr niedrig geblieben sind und daß der EZB möglicherweise ein höheres Maß an Glaubwürdigkeit beigemessen wird, als es die einzelnen Zentralbanken in der Vergangenheit vielleicht genossen. Ist die Glaubwürdigkeit höher, orientiert sich die Öffentlichkeit bei der Bildung ihrer Inflationserwartungen weniger an der jeweiligen wirtschaftlichen Situation als vielmehr am langfristigen Inflationsziel der Währungsbehörde. Infolgedessen ist es vorstellbar, daß die Nominalzinssätze sinken, ohne daß die Inflation wieder aufzuflammen droht. Dann könnten die Zinssätze auf einem tieferen Niveau konvergieren als sonst angenommen.

Daneben gibt es einige weitere Faktoren, deren Bedeutung für das angemessene Konvergenzniveau der Zinsen nicht eindeutig abzuschätzen ist. Einer dieser Faktoren betrifft die Tatsache, daß die der Beurteilung der Geldpolitik zugrunde liegenden gesamtwirtschaftlichen Indikatoren nicht in allen Ländern vollständig vergleichbar sind. Wenn die Reagibilität der Inflation gegenüber der Produktionslücke je nach Land unterschiedlich ist, was durchaus einleuchtend erscheint, müssen diese Unterschiede ebenfalls in Betracht gezogen werden.

Überhaupt kann ganz allgemein davon ausgegangen werden, daß der Transmissionsprozeß der Geldpolitik nicht in allen Ländern der Währungsunion gleich verläuft. So mag sich beispielsweise die Sensitivität der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gegenüber den kurzfristigen Zinsen je nach der Fristigkeitsstruktur der ausstehenden Kredite, dem Anteil zinsvariabler Finanzierungen und den Vermögenspositionen der einzelnen Wirtschaftsbereiche unterscheiden. Auch diese Unterschiede sollten bei der Festlegung des europäischen Zinsniveaus Berücksichtigung finden. Zudem sollte in Betracht gezogen werden, daß sowohl die Zinssätze als auch die Inflationsraten in vielen Ländern so tief sind wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Daher könnten Schätzungen für Transmissionskanäle einzelner Länder, denen vergangene Zeiträume mit höheren Inflationsraten und Zinssätzen zugrunde lagen, im gegenwärtigen Kontext an Relevanz einbüßen.

Schließlich wird es im europäischen Währungsraum mit seiner Einheitswährung nicht mehr möglich sein, Lohn-Preis-Schocks durch eine Währungsabwertung aufzufangen. Unverhältnismäßig hohe Lohnsteigerungen werden sich daher unmittelbarer in der Arbeitslosigkeit niederschlagen. Das Wissen um diese Zusammenhänge dürfte, wenngleich vermutlich eher schrittweise, den Lohn- und Preisbildungsprozeß in den Teilnehmerländern verändern, was wiederum Auswirkungen auf den Transmissionsprozeß haben wird.

#### *Geldpolitische Strategie*

Geldmengenziele  
und Inflationsziele

Eine zweite Frage betrifft die Wahl der geldpolitischen Strategie durch die EZB. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt erscheint es recht wahrscheinlich, daß sich die EZB einer Vorgehensweise bedienen wird, die sowohl Elemente einer Geldmengenstrategie als auch Elemente einer Strategie expliziter Inflationssteuerung enthält. Obwohl diese Strategien in ihren Grundlagen differieren, dürften die Unterschiede in der Praxis von geringer Bedeutung sein.

Zum einen ist beabsichtigt, daß die EZB öffentlich bekanntgibt, was sie unter dem Begriff der Preisstabilität versteht. Vor dem Hintergrund ihres gesetzlichen Auftrags erscheint es wahrscheinlich, daß dadurch die Inflationserwartungen der Öffentlichkeit erheblich beeinflußt werden, und zwar selbst dann, wenn ein Geldmengenziel gewählt werden sollte. Zum zweiten werden Geldmengenaggregate auch in Ländern mit expliziten Inflationszielen häufig als Indikatoren herangezogen. Umgekehrt haben sich in der Vergangenheit auch Zentralbanken, die sich auf Geldmengenziele stützten, an Geldmengenaggregaten eher im Hinblick auf den mittelfristigen Horizont orientiert und den kurzfristigen Inflationsperspektiven eine wichtige Rolle bei der Festlegung der Notenbanksätze eingeräumt.

Ein weiterer Grund dafür, daß die Unterscheidung zwischen Geldmengen- und Inflationszielen zumindest anfänglich von untergeordneter praktischer Bedeutung sein dürfte, liegt darin, daß die Errichtung der WWU für die beteiligten Länder mit bedeutsamen strukturellen Veränderungen einhergehen könnte, die insbesondere die Finanzmärkte betreffen dürften. Dies läßt den Schluß zu, daß die bisherigen Geldnachfragebeziehungen möglicherweise bedeutsamen Veränderungen unterliegen könnten (s. Kapitel VI). Da indessen eine Politik der Geldmengensteuerung ein umfassendes Verständnis der Geldnachfrage sowohl im Rahmen der Festlegung von Geldmengenzielen als auch für die Frage nach den geeigneten Maßnahmen zur Zielerreichung voraussetzt, könnten sich die



Interpretation und die Kontrolle von Geldmengenaggregaten unmittelbar zu Beginn der WWU als schwierig erweisen. Umgekehrt erfordert eine direkte Inflationssteuerung die Ableitung von Inflationsprognosen, um den zur Zielerreichung notwendigen Zielpfad für die kurzfristigen Zinsen zu bestimmen. Sollte sich der Inflationsprozeß nach Einführung des Euro auf unvorhersehbare Weise ändern, kann sich eine Geldpolitik, die sich an Inflationszielen orientiert, vorübergehend mit Schwierigkeiten konfrontiert sehen. Unabhängig davon, ob die EZB ein Inflationsziel, ein Geldmengenziel oder eine Kombination von beidem verfolgt, dürfte sie daher zumindest zu Beginn die Geldpolitik auf eklektische Art und Weise betreiben und sich an einer Vielzahl von Indikatoren orientieren.

Eklektische  
Durchführung der  
Geldpolitik  
wahrscheinlich

## Länder mit expliziten Inflationszielen

### *Institutionelle Rahmenbedingungen*

Die Industrieländer, die sich auf explizite Inflationsziele stützen, setzten auch 1997 ihre Bemühungen um eine Verfeinerung ihrer geldpolitischen Konzepte fort. Am 6. Mai 1997 gab die neue britische Regierung bekannt, daß die Bank of England Unabhängigkeit im operativen Bereich der Geldpolitik erhalte. Bis zu diesem Zeitpunkt hatte die britische Notenbank nur beratende Funktionen wahrgenommen, während die letztendliche Entscheidungsgewalt über die offiziellen Zinssätze beim Schatzkanzler gelegen hatte. Nunmehr hat die Bank of England die volle Verantwortung dafür, die Geldpolitik so zu gestalten, daß ein festgesetztes Inflationsziel erreicht wird. Die bisherige Vorgabe, die Inflationsrate unterhalb eines Wertes von 2,5% zu halten, wurde durch ein Punktziel von 2,5% ersetzt. Obwohl die Regierung dieses Ziel im Rahmen ihres jährlichen Haushaltsverfahrens revidieren kann, wird allgemein davon ausgegangen, daß es beibehalten wird.

Im Vereinigten  
Königreich  
neue Rahmen-  
bedingungen für  
die Geldpolitik ...

Im Falle einer Abweichung vom vorgegebenen Inflationsziel von mehr als einem Prozentpunkt nach oben oder unten muß der Gouverneur der Bank of England dem Schatzkanzler in einem offenen Schreiben sowohl die Gründe für die Abweichung als auch die erforderlichen geldpolitischen Maßnahmen darlegen. Dies ist alle drei Monate zu wiederholen, solange die Abweichung andauert. Die neue Vereinbarung berücksichtigt auf der einen Seite explizit unvermeidbare Abweichungen vom Punktziel, die ihre Gründe in der mangelhaften Kontrollierbarkeit der Inflation haben, auf der anderen Seite betont sie die Verantwortung der Zentralbank für derartige Abweichungen. Gleichzeitig wird die Aufmerksamkeit der Zentralbank und der übrigen Wirtschaftssubjekte auf dieses Punktziel gelenkt, was dazu dient, die Inflationserwartungen einander anzunähern.

Die geldpolitischen Entscheidungen wurden nunmehr an das Monetary Policy Committee (MPC) übertragen, das im Falle einer vollständigen Besetzung neun Mitglieder zählt: den Gouverneur, zwei stellvertretende Gouverneure und zwei Direktoren der Bank of England sowie vier unabhängige Mitglieder, die durch den Schatzkanzler berufen werden. Das MPC tritt einmal monatlich zusammen, wobei die Protokolle dieser Sitzungen jeweils sechs Wochen später der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Der Inflationsbericht der Bank of England spiegelt dementsprechend nunmehr die Ansichten des MPC in Bezug auf die Inflationsspektiven wider und begründet die geldpolitischen Entscheidungen.

... in Schweden,  
Kanada und Neu-  
seeland kleinere  
Änderungen

In Schweden legte die Regierung dem Parlament im November einen Gesetzesentwurf vor, wonach das Ziel der Sicherung des Geldwerts durch die Notenbank gesetzlich verankert werden soll. In dem Bemühen, die Inhalte der Inflationsberichte transparenter zu gestalten, und der gängigen Praxis im Vereinigten Königreich und in Neuseeland folgend, wird des weiteren die Inflationsprognose nunmehr in Form eines erwarteten Inflationspfades und eines entsprechenden Unsicherheitskorridors über den Zeitraum der nächsten beiden Jahre dargestellt. In Kanada wurde im Februar 1998 der derzeitige Zielkorridor für die Inflation von 1–3% bis zum Ende des Jahres 2001 verlängert. Diese Erweiterung um drei Jahre bietet die Möglichkeit, auch über einen längeren Zeitraum hinweg und somit mit größerer Deutlichkeit unter Beweis zu stellen, daß sich die Wirtschaftsentwicklung unter den Bedingungen geringer Inflationsraten günstig gestalten kann. Auf der Basis dieser Erfahrungen wird sodann ein längerfristiges Ziel gewählt, das Preisstabilität sicherstellen soll. In Neuseeland schließlich wurde beschlossen, von halbjährlichen zu vierteljährlichen Stellungnahmen der Zentralbank überzugehen, um den Marktteilnehmern häufiger klare Richtlinien hinsichtlich der Inflationsperspektiven zukommen zu lassen.

#### *Gestaltung der Geldpolitik*

In den meisten Ländern mit Inflationszielen bestand die Hauptaufgabe der Geldpolitik darin, die monetären Rahmenbedingungen so zu gestalten, daß sich die günstige Inflationsentwicklung auch im derzeitigen Konjunkturaufschwung fortsetzt und auf diese Weise dazu beiträgt, daß die Expansion dauerhaft ist. Zu diesem Zweck mußten die anfänglich niedrigen Notenbankzinsen angehoben werden, wenngleich die geldpolitische Straffung in den verschiedenen Ländern je nach den jeweiligen Ausgangsbedingungen und den Auswirkungen der Asien-Krise zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgte.

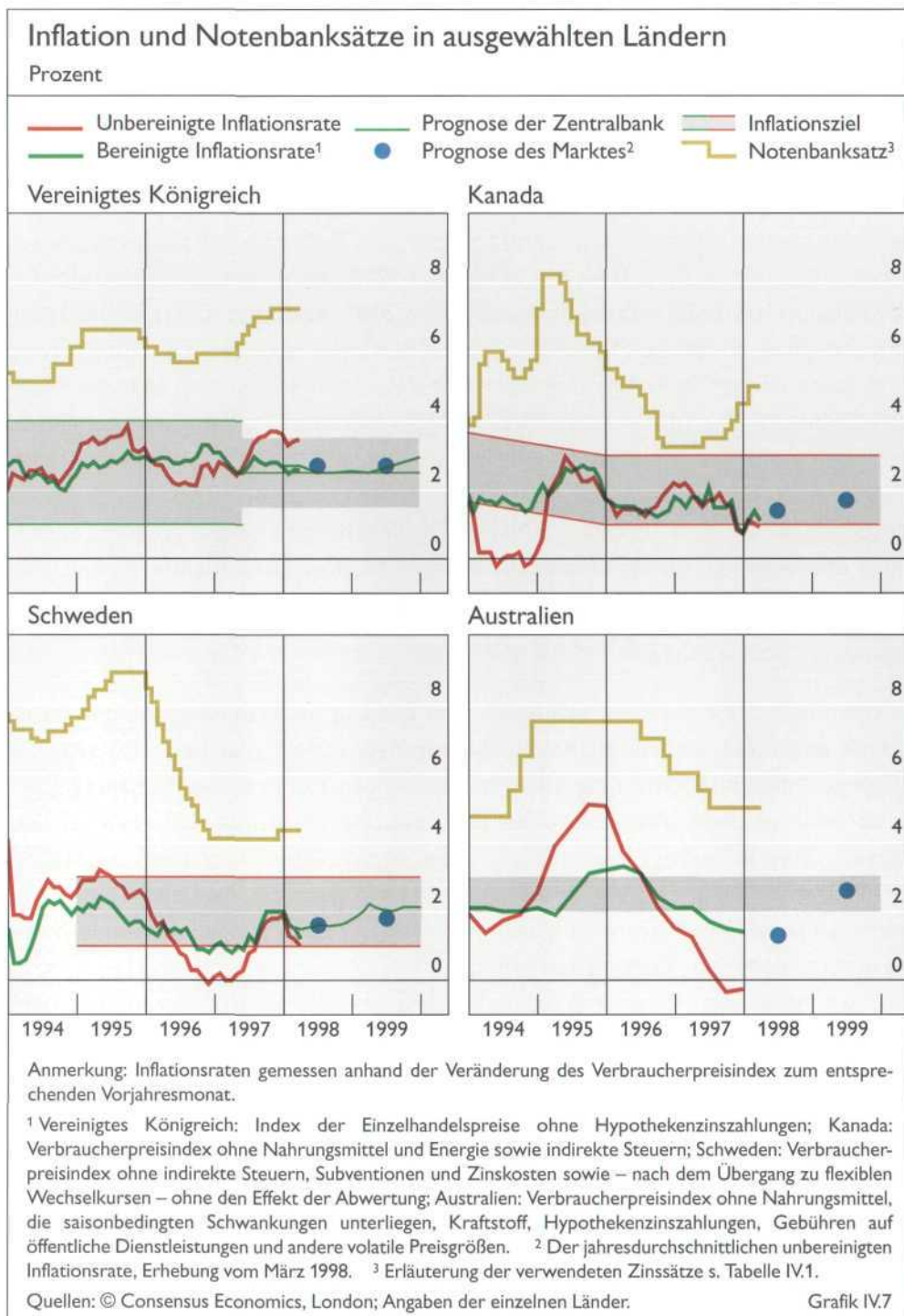
Zunächst Erhöhung  
der britischen  
Leitzinsen ...

Im Vereinigten Königreich wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion 1997 bereits im fünften aufeinanderfolgenden Jahr um mehr als 2%. Die Produktionslücke dürfte daher im Laufe des Jahres vollständig geschlossen worden sein. Dementsprechend hob das MPC nach den Wahlen vom Mai und der Bekanntgabe der operativen Unabhängigkeit der Bank of England die Zinsen in vier Schritten um jeweils 25 Basispunkte auf 7% an. Gemeinsam mit der kräftigen Aufwertung des Pfund Sterling führte dies zu einer beträchtlichen Straffung des geldpolitischen Kurses.

... gefolgt von  
Unterbrechung  
wegen wider-  
sprüchlicher  
Signale

Nach dieser ersten Anpassung sah sich die Geldpolitik zusehends mit einem Zielkonflikt konfrontiert, da sie unterschiedliche Signale erhielt: Auf der einen Seite stand die schwungvolle Inlandsnachfrage, begünstigt durch das rasche Wachstum von Vermögen, Geld und Kredit, auf der anderen der starke Abwärtsdruck bei den Preisen der handelbaren Güter bedingt durch die kräftige Aufwertung des Pfund Sterling und, allerdings in geringerem Ausmaß, die Folgen der Asien-Krise. Im Spätsommer entschloß sich das MPC daher, die Geldpolitik nicht weiter zu verschärfen, um zunächst festzustellen, in welcher Richtung sich die Risiken weiter konkretisieren würden. Als sich dann im dritten Quartal aber sowohl die Inflation als auch das Wachstum als stärker erwiesen als erwartet, wurde im November 1997 eine zusätzliche Anhebung um 25 Basispunkte beschlossen. Der Zielkonflikt löste sich auch im ersten Quartal des Jahres 1998 nicht





auf, und so kam es zum ersten Mal in der kurzen Geschichte des MPC zu einer Entscheidung, die nicht einstimmig getroffen wurde. Zwar lag die wahrscheinlichste Inflationsprognose mit einem Horizont von zwei Jahren über dem Zielwert, und die Risiken deuteten asymmetrisch nach oben, doch bestand beträchtliche Unsicherheit hinsichtlich des Umfangs und des Zeitpunkts der erwarteten Konjunkturabschwächung, und dies gab den Ausschlag zugunsten des Beschlusses, die Zinssätze nicht weiter anzuheben.

Ein weiterer Grund für diese Entscheidung bestand darin, daß angesichts der herrschenden Unsicherheit ein Anheben der Zinssätze möglicherweise bereits

Abneigung gegen-  
über Zinsumkehr  
nicht unüblich

nach kurzer Zeit hätte rückgängig gemacht werden müssen. Eine gewisse Abneigung gegenüber solchen Umschwüngen scheint für die Geldpolitik in den Industrieländern durchaus typisch zu sein. Im allgemeinen verändern die Zentralbanken die Zinssätze mehrmals in derselben Richtung, bevor sie den Kurs der Geldpolitik grundsätzlich ändern. In der Regel ist auch der Zeitraum zwischen zwei Zinsanpassungen dann deutlich länger, wenn die Richtung verändert wird (s. Tabelle IV.1). Da hingegen die Zinsschritte an den Wendepunkten nicht systematisch größer sind als sonstige Zinsschritte, besteht die Gefahr, daß ein solches Verhaltensmuster als eine Tendenz zum „zu wenig und zu spät“ interpretiert wird. Eine mögliche Begründung für ein solches Verhalten liegt in der Unsicherheit über die künftige wirtschaftliche Entwicklung sowie über Geschwindigkeit und Stärke der Transmission monetärer Impulse. In der Regel ist diese Unsicherheit an den Wendepunkten des Zinszyklus am größten. Ein weiterer Grund für die Abneigung gegen ein häufiges Umschwenken in der Zinspolitik liegt in dem Bestreben, den Märkten klare Richtlinien zu geben, um sowohl die Transmission entlang der Zinsstrukturkurve zu beschleunigen als auch destabilisierende Einflüsse auf die Märkte zu verhindern. In die jüngsten geldpolitischen Beschlüsse der Bank of England spielte insbesondere die Besorgnis hinein, daß derartige plötzliche „Umkehrmanöver“ den Eindruck eines Mangels an Konsistenz und einer unzureichenden Beurteilung der Situation erwecken und damit der Glaubwürdigkeit des neuen geldpolitischen Regimes abträglich sein könnten.

Veränderungen der Notenbanksätze												
	Abfolge der Anpassungsschritte											
	Zahl der Veränderungen				Durchschnittliche Dauer <sup>1</sup>				Durchschnittliche Veränderung <sup>2</sup>			
	++	+-	-+	--	++	+-	-+	--	++	+-	-+	--
USA	6	1	2	22	41	108	321	39	0,46	0,25	0,25	0,28
Deutschland	65	31	31	107	22	24	34	14	0,25	0,19	0,12	0,15
Frankreich	8	5	6	86	47	72	77	31	0,51	0,40	0,83	0,21
Italien	9	6	6	24	122	182	121	83	1,31	0,88	0,96	0,73
Vereinigtes Königreich	28	17	18	84	36	69	49	23	0,94	0,50	0,77	0,37
Kanada	10	1	2	21	22	57	103	21	0,43	0,25	0,25	0,25
Spanien	4	5	4	33	56	72	67	35	0,42	0,24	0,35	0,38
Australien	2	1	1	17	43	413	264	67	1,00	0,50	0,75	0,79
Niederlande	55	27	28	108	16	15	32	15	0,42	0,53	0,40	0,21
Belgien	9	7	8	82	17	10	82	10	0,45	0,24	0,34	0,14
Schweden	14	1	2	24	16	132	146	10	0,12	0,25	0,27	0,18
Österreich	15	1	1	48	70	42	150	34	0,38	0,50	0,25	0,16

Anmerkung: ++ = zwei aufeinanderfolgende Anhebungen (Straffung der Geldpolitik); +- = Anhebung, gefolgt von Senkung; -+ = Senkung, gefolgt von Anhebung; -- = zwei aufeinanderfolgende Senkungen (Lockerung der Geldpolitik).

Notenbanksätze und Beginn des Beobachtungszeitraums: Australien: offizieller Zielsatz, 23. Januar 1990; Belgien: zentraler Satz, 29. Januar 1991; Deutschland: Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, 19. Juni 1979; Frankreich: Tendersatz, 4. Januar 1982; Italien: Diskontsatz, 1. Januar 1978; Kanada: Operationsbandbreite, 15. April 1994; Niederlande: Satz auf spezielle Ausleihungen, 1. Januar 1978; Österreich: GOMEX, 6. Mai 1985; Schweden: Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, 1. Juni 1994; Spanien: Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, 14. Mai 1990; USA: Zielsatz für Tagesgeld, 10. August 1989; Vereinigtes Königreich: Satz, zu dem die Bank of England in Band 1 (bis 14tägige) Wechsel ankauft, 1. Januar 1978. Ende des Beobachtungszeitraums: 31. März 1998.

<sup>1</sup> Tage. <sup>2</sup> Prozentpunkte.

Tabelle IV.1



Im Vereinigten Königreich blieb die ausgewiesene Inflationsrate im Jahr 1997 über dem Zielwert, in Australien, Kanada und Schweden lag sie hingegen jeweils in der unteren Hälfte des Zielkorridors. In Kanada wurde dennoch eine gewisse Rücknahme der monetären Stimulierung als notwendig erachtet, weil die Bank of Canada damit rechnete, daß aufgrund starken Wirtschaftswachstums 1997 und 1998 die Produktionslücke spätestens Ende 1998 geschlossen sein würde. Der Zeitpunkt der Anhebung der Notenbankzinsen wurde jedoch weitgehend von den Entwicklungen auf dem Devisenmarkt bestimmt. Als eine anhaltende Schwäche der kanadischen Währung gegen Ende Juni zu einer weiteren Entspannung der geldpolitischen Rahmenbedingungen führte, erhöhte die Bank of Canada ihren Diskontsatz um 25 Basispunkte. Im Oktober wurde dieser Zinssatz nochmals um 25 Basispunkte angehoben, da das rasche Wachstum der Geldmenge in enger Abgrenzung, das sich verbessernde Konsumklima und die kräftigen Unternehmensinvestitionen mehr und mehr darauf hindeuteten, daß die Wirtschaftsbelebung allmählich an Eigendynamik gewann.

Erhöhung der  
Notenbankzinsen  
nach Währungs-  
abwertung in  
Kanada ...

Als sich die Asien-Krise gegen Ende des vergangenen Jahres ausweitete, stand die Bank of Canada vor einer schwierigen Entscheidung. Einerseits wurde es als notwendig erachtet, die nachgebende Währung durch eine weitere Anhebung der Notenbankzinsen zu stabilisieren, andererseits wurde befürchtet, daß höhere Zinsen die negativen Auswirkungen der Abwärtskorrektur der weltweiten Wachstumserwartungen und des Rückgangs der Rohstoffpreise verschärfen könnten. Schließlich erhöhte die Bank of Canada die Zinsen bis Februar 1998 in drei Schritten auf 5%, da weiterer Druck auf den Wechselkurs die Glaubwürdigkeit der Notenbank zu beeinträchtigen drohte. Auch in Neuseeland folgten auf die deutliche Abschwächung des Neuseeland-Dollars im Sommer und nochmals im Oktober 1997 energische Zinsschritte. Hier fanden die Zinserhöhungen allerdings vor dem Hintergrund einer allmählichen Entspannung der generellen geldpolitischen Rahmenbedingungen aufgrund verringerten Inflationsdrucks statt.

... und Neusee-  
land ...

Demgegenüber reagierte die Reserve Bank of Australia – wie in ähnlichen Situationen zuvor – nicht direkt auf die Abwertung des australischen Dollars im selben Zeitraum. Daß eine solch abrupte Entspannung der geldpolitischen Rahmenbedingungen hingenommen wurde, ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, daß die Wirtschaft in Australien stärker auf Schwankungen der Rohstoffpreise reagiert als in Kanada oder Neuseeland (s. Kapitel VI) und die Handelsverflechtung mit Asien größer ist. Trotz der unterschiedlichen geldpolitischen Maßnahmen sanken die langfristigen Zinsen in allen drei Ländern gleichlaufend mit dem weltweiten Zinsrückgang.

... nicht aber in  
Australien

In Schweden schließlich wurde der Wertpapierpensionssatz im Dezember 1997 um 25 Basispunkte angehoben, da prognostiziert wurde, daß die Inflationsrate 1999 in die obere Hälfte des Zielkorridors steigen würde. Eine aktuellere Prognose geht davon aus, daß die Inflation – selbst bei Berücksichtigung der Auswirkungen der Verschärfung der Asien-Krise – geringfügig über dem Mittelwert des Zielkorridors bleiben wird (s. Grafik IV.7). Dennoch hat die Zentralbank entschieden, aufgrund der beträchtlichen Unsicherheiten hinsichtlich der Effekte der Asien-Krise von weiteren Erhöhungen Abstand zu nehmen.

Schweden

## Transparenz der Geldpolitik

Eines der wichtigsten Merkmale der in der letzten Zeit in einer Reihe von Ländern eingeführten Strategie direkter Inflationsziele ist die erhöhte Transparenz des geldpolitischen Rahmens. Der Trend zu einer größeren Transparenz der Geldpolitik geht jedoch über die Länder mit expliziter Inflationssteuerung hinaus und muß vor dem Hintergrund der notwendigen gesteigerten Rechenschaftspflicht, die die größere Unabhängigkeit vieler Notenbanken begleitet, sowie der raschen Entwicklung und Internationalisierung der Finanzmärkte gesehen werden. Der Wandel der Finanzmärkte hat die Bedeutung der Zinsen, der Wechselkurse und der übrigen Preise von Vermögenswerten bei der Ausbreitung geldpolitischer Impulse verstärkt. Da Preise von Vermögenswerten außerdem sehr stark erwartungsabhängig sind, hat sich möglicherweise auch die Reagibilität der Finanzmärkte gegenüber unerwarteten geldpolitischen Maßnahmen erhöht. Damit wird die Transparenz der Geldpolitik wichtiger.

Die Vorteile einer verbesserten Transparenz werden unterschiedlich wahrgenommen, je nachdem, ob sich die Transparenz auf die Ziele der Notenbank, auf ihre Strategie zur Erreichung dieser Ziele oder auf den operativen Rahmen (d.h. die Instrumente und Verfahren, die bei der Gestaltung der Geldpolitik verwendet werden) bezieht. Eine differenzierte Betrachtung ist daher sinnvoll. Die Vorteilhaftigkeit der Offenlegung der Notenbankziele ist offenbar weitgehend unstrittig. Die Tendenz zu einer größeren Klarheit hinsichtlich des Ziels der Preisstabilität ist in Ländern mit expliziten Inflationszielen am augenfälligsten, zeigt sich aber auch in anderen Ländern. Das neue japanische Zentralbankgesetz etwa legt die Preisstabilität als Hauptziel eindeutig fest. In ähnlicher Weise wurde im

Größere  
Transparenz  
in Bezug auf  
Notenbankziele ...

Transparenz der Geldpolitik								
	G3-Länder			Länder mit Inflationszielen				
	US	JP <sup>1</sup>	DE	NZ	CA	GB	SE	AU
Ziele								
Preisstabilität vorrangiges Ziel	N	N/J	J	J	J	J	J	J
Quantifiziertes Ziel	N	N/N	J <sup>2</sup>	J	J	J	J	J
Strategie								
Inflationsberichte	N	N/J	J	J	J	J	J	J
Regelmäßige parlamentarische Anhörungen	J	J/J	N	J <sup>3</sup>	J	J <sup>3</sup>	J	J
Zwischenziele <sup>4</sup>	N	N/N	J	J	N	J	J	N
Operative Verfahren								
Bekanntgabe der geldpolitischen Beschlüsse	J	N/J	J <sup>5</sup>	J <sup>6</sup>	J	J	J <sup>5</sup>	J
Bekanntgabe des angestrebten Zielpfads	N	N/N	N	J	N	N	N	N
Publikation der Sitzungsprotokolle <sup>7</sup>	J	N/J	N	N	N	J	N	N
US = USA; JP = Japan; DE = Deutschland; NZ = Neuseeland; CA = Kanada; GB = Vereinigtes Königreich; SE = Schweden; AU = Australien. N = nein; J = ja.								
<sup>1</sup> Die zweite Angabe bezieht sich auf das neue japanische Zentralbankgesetz, das im April 1998 in Kraft getreten ist. <sup>2</sup> Die mittelfristige Inflationsannahme, die dem Geldmengenziel zugrunde liegt, beträgt derzeit 1,5%. <sup>3</sup> Der Zentralbankgouverneur muß der Regierung Rechenschaft ablegen, wenn die Inflation das Zielband verläßt. <sup>4</sup> Deutschland: Ziel für das Wachstum von M3; Neuseeland, Schweden, Vereinigtes Königreich: veröffentlichte Inflationsprognosen. <sup>5</sup> Derzeit werden Mengentender verwendet, um eindeutige Signale über geldpolitische Kursänderungen zu übermitteln. <sup>6</sup> Die Geldpolitik wird vornehmlich über öffentliche Stellungnahmen vollzogen, insbesondere das „Monetary Policy Statement“. <sup>7</sup> Zeitraum bis zur Veröffentlichung in den USA und im Vereinigten Königreich: ca. 6 Wochen; Japan: noch nicht festgelegt.								

Tabelle IV.2



Europäischen Währungsinstitut vereinbart, daß die EZB – unabhängig von der endgültigen Entscheidung des EZB-Rats über die angemessene geldpolitische Strategie – eine Definition ihres Endziels, der Preisstabilität, publizieren wird. Eine bemerkenswerte Ausnahme stellen nach wie vor die USA dar, wo verschiedene Vorschläge des Kongresses für eine Präzisierung des Mandats der Federal Reserve keinen Eingang in ein neues Gesetz finden konnten.

Angesichts der Wirkungsverzögerungen bei der geldpolitischen Transmission dürfte es auch bei Transparenz hinsichtlich des Ziels der Preisstabilität allerdings kaum gelingen, die Erwartungen der Finanzmärkte zu leiten, wenn nicht auch die Strategie, mit der die Notenbank dieses Ziel erreichen will, in höherem Maße offengelegt wird. Viele Notenbanken haben daher ihre Bemühungen verstärkt, ihre Einschätzung der Wirtschaftslage und des geldpolitischen Transmissionsprozesses durch Inflationsberichte, regelmäßige Anhörungen im Parlament und Reden höher-rangiger Notenbankvertreter einer breiteren Öffentlichkeit mitzuteilen. Eine Möglichkeit, die Kommunikation hinsichtlich der Strategie und der geldpolitischen Beschlüsse der Notenbank zu erleichtern, ist die Verwendung von Zwischenzielen. Die Verwendung traditioneller Geldmengen- oder Wechselkursziele hat sich jedoch aufgrund von instabilen Beziehungen zum Endziel oder aufgrund mangelnder Steuerbarkeit oft als problematisch erwiesen. Daher haben mehr und mehr Zentralbanken begonnen, ihre Inflationsprognosen als eine alternative Form eines Zwischenziels zu veröffentlichen (s. Tabelle IV.2).

Erhöhte Offenheit hat eine Reihe von Vorteilen. Erstens verlangt sie von der Notenbank, ihre geldpolitischen Auffassungen genauer zu artikulieren, als sie es andernfalls tun müßte. Zweitens fördert sie eine fundierte und aktive öffentliche Diskussion über die relativen Vorzüge alternativer geldpolitischer Entscheidungsmöglichkeiten. Beides dürfte besseren geldpolitischen Entscheidungen förderlich sein. Ein dritter Vorteil der Transparenz hinsichtlich Zielen und Strategie ist, daß sie die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöht, und zwar auf zweierlei wichtige Weise.

Erstens kann Transparenz mithelfen, die Inflationserwartungen so zu beeinflussen, daß die Inflation reduziert und/oder – bei Nachfrage- oder Angebotschocks – eingedämmt wird. Dies geschieht weitgehend dadurch, daß sich die Inflationserwartungen im Lohn- und Preisbildungsprozeß niederschlagen. Grafik IV.8 zeigt die Entwicklung verschiedener Meßgrößen für langfristige Inflationserwartungen in einer Reihe von Ländern seit Beginn der Festlegung von Inflationszielen. Es ist offensichtlich, daß die Glaubwürdigkeit der Inflationsziele nicht sofort etabliert war; ebenso klar ist aber, daß sich die langfristigen Inflationserwartungen bis Ende 1997 im allgemeinen jeweils der Mitte des Zielkorridors annäherten. Darüber hinaus zeigen Studien, die auf Umfragen über Inflationserwartungen basieren, daß sich die Varianz der Prognoseirrtümer nach Einführung der Inflationsziele verringerte, was allerdings auch mit der stabileren Inflationsentwicklung zusammenhängen könnte. Schließlich gibt es Hinweise, daß mit der stärkeren „Verankerung“ der Inflationserwartungen im Inflationsziel auch der Inflationsprozeß selbst rigider wird. Dies könnte eventuell erklären, warum die Inflation in Kanada zwischen 1995 und 1997 trotz einer beachtlichen Produktionslücke den Zielkorridor nicht unterschritt.

Zweitens erleichtern die Finanzmärkte die Aufgabe der Notenbank möglicherweise dadurch, daß sie im Falle von Schocks eine ausgleichende Rolle

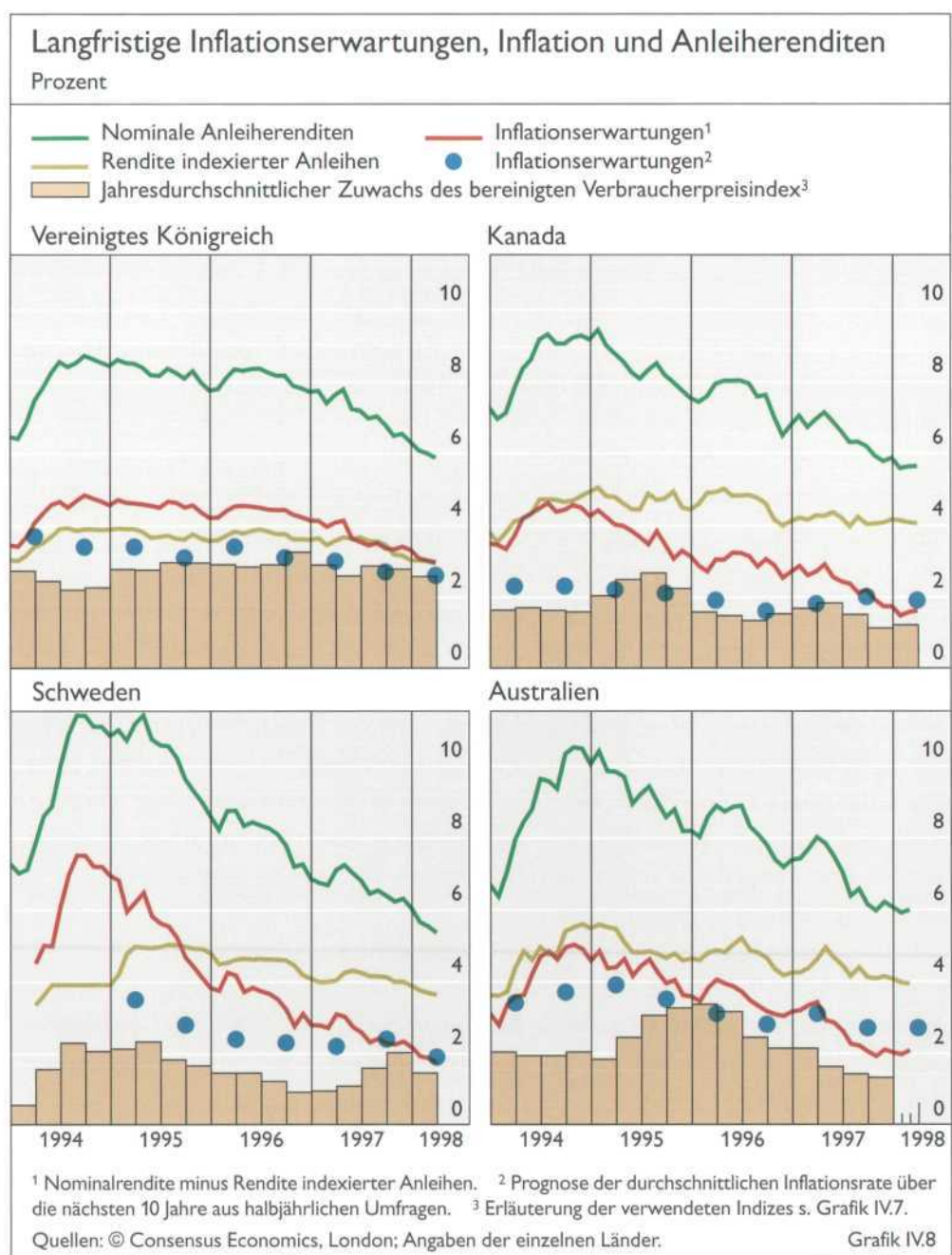
... und geld-  
politische  
Strategie

Vorteile:  
– Förderung  
einer fundierten  
öffentlichen  
Diskussion

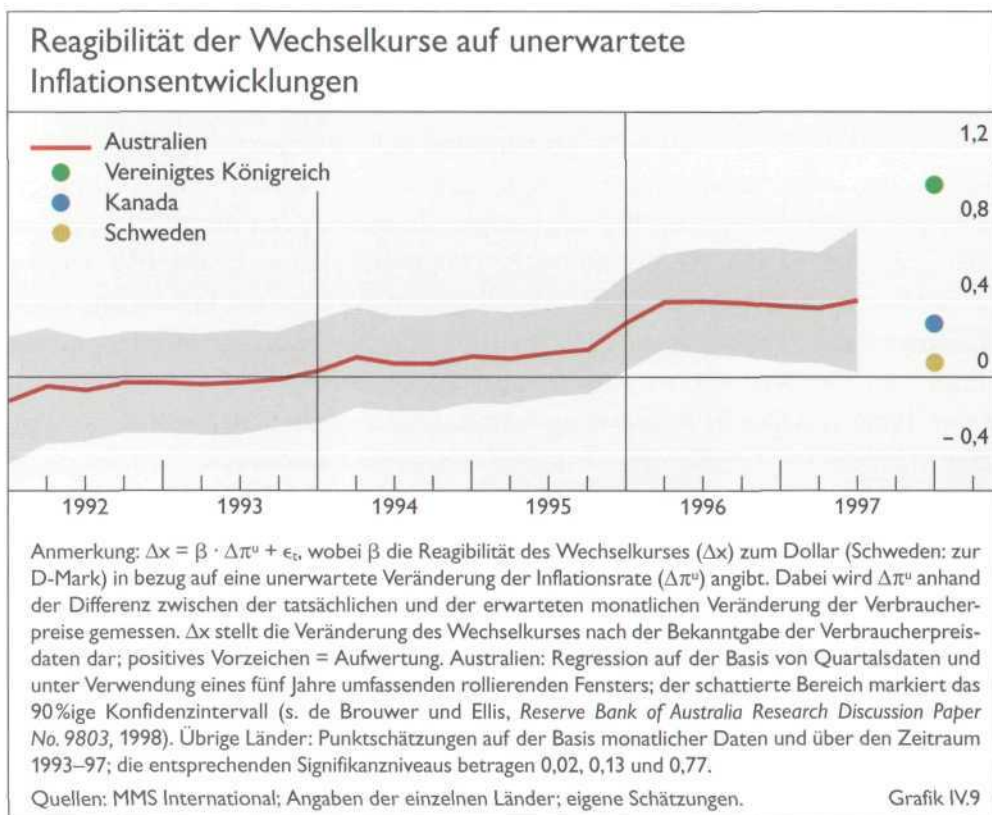
– Beeinflussung  
der Inflations-  
erwartungen

– ausgleichende  
Rolle der Finanz-  
märkte möglich

spielen, wenn sie die Notenbankstrategie besser kennen. Zum Beispiel dürften Nachrichten über einen positiven Nachfrageschock, der den Inflationsdruck zu verstärken droht, zu einer unmittelbaren Reaktion auf den Devisen- und Anleihemärkten führen, da die Marktteilnehmer sich vergegenwärtigen, daß dieser Schock den erwarteten Zinspfad anhebt. Die daraus resultierende Währungsaufwertung und der Anstieg der langfristigen Zinsen würden dem aufkeimenden Inflationsdruck in der Regel automatisch entgegenwirken. Grafik IV.9 scheint diese Hypothese zu belegen. Demnach haben in Australien seit Etablierung einer transparenteren Inflationssteuerung im Jahr 1993 unerwartete Inflationssteigerungen im Durchschnitt zu einer Währungsaufwertung geführt, während sie zuvor keine signifikante Auswirkung hatten. Eine ähnliche Wechselkursreaktion kann auch bei der Inflationssteuerung in Kanada und im Vereinigten Königreich







festgestellt werden. Die australische Erfahrung kann so interpretiert werden, daß ein überraschender Preisauftrieb bei einer intransparenten Reaktionsfunktion der Notenbank, je nachdem, ob eine Akkommodierung oder ein Dagegenhalten erwartet wird, gegensätzliche Auswirkungen auf den Wechselkurs haben kann. Im erstgenannten Fall wird der unerwartete Preisauftrieb zu einer nominalen Abwertung führen, im zweitgenannten zu einer realen Aufwertung.

Wie aus dem unteren Teil von Tabelle IV.2 hervorgeht, besteht weniger Einigkeit, was die Transparenz bei den operativen Verfahren und der internen Entscheidungsfindung betrifft. Allerdings kommt es nach und nach zu einer größeren Transparenz hinsichtlich der aktuellen Ausrichtung der Geldpolitik. Seit Anfang der neunziger Jahre sind die Notenbanken der meisten englischsprachigen Länder dazu übergegangen, Änderungen ihrer operativen Zielgrößen öffentlich bekanntzugeben. So kündigt z.B. die Reserve Bank of Australia seit Januar 1990 jede Änderung des Zielniveaus für den Tagesgeldsatz sofort an. In ähnlicher Weise werden Änderungen des angepeilten US-Tagesgeldsatzes seit Februar 1994 am Tag der FOMC-Sitzung bekanntgegeben.

Diese Strategie hat Unklarheiten über die aktuelle geldpolitische Ausrichtung zu einem guten Teil ausgeräumt. Die Märkte können eine Handlung der Notenbank nicht mehr als Hinweis auf eine Änderung der Geldpolitik fehlinterpretieren, die gar nicht stattgefunden hat. Darüber hinaus dürfte der „Erläuterungszwang“ gegenüber der Öffentlichkeit einige der oben erwähnten Vorteile bringen. Er dürfte zu einer strengeren internen Diskussionsführung in der Notenbank, einer klareren Fokussierung auf das Ziel der geldpolitischen Änderung sowie zu einer größeren Akzeptanz und einem besseren Verstehen geldpolitischer Entscheidungen in der Öffentlichkeit führen. Schließlich dürfte er auch zu einer rascheren

Auch größere Transparenz in bezug auf aktuelle geldpolitische Ausrichtung ...

Durchleitung geldpolitischer Maßnahmen in die für die Wirtschaft relevanten Zinsen beitragen.

Bisweilen wurde befürchtet, daß die Vorankündigung geldpolitischer Maßnahmen die Flexibilität hemmen würde und insbesondere eine größere Zurückhaltung bei der Durchführung der Maßnahmen und dadurch längere Reaktionszeiten die Folge sein würden. Um diesem Problem zu begegnen, wurde in Deutschland und Schweden, wo der Wertpapierpensionssatz derzeit jeweils der wichtigste Notenbankzinssatz ist, zeitweise vom Mengentender auf den Zinstender übergegangen. Beim Zinstender wird nämlich nicht deutlich, ob das Ergebnis die Hinnahme geringfügiger Schwankungen um ein erwünschtes Niveau widerspiegelt oder ob es nicht vielmehr den Beginn einer geldpolitischen Kursänderung darstellt.

... aber weniger in  
bezug auf künftige  
geldpolitische  
Schritte

Zwar wird die aktuelle geldpolitische Ausrichtung zunehmend offen dargelegt, aber die Notenbanken zögern im allgemeinen noch immer, wenn es um genaue Informationen über künftige geldpolitische Schritte geht. Hierzu bildet die Reserve Bank of New Zealand die einzige Ausnahme. Seit ihrem Monetary Policy Statement vom Juni 1997 veröffentlicht sie Prognosen, die einen endogenen geldpolitischen Pfad angeben, der mit der Erreichung des Inflationsziels konsistent ist. Es besteht allerdings eine zunehmende Tendenz, die Finanzmärkte in Reden und Publikationen hinsichtlich etwaiger künftiger geldpolitischer Maßnahmen vorzuwarnen. So signalisierte z.B. der Vorsitzende der Federal Reserve, Greenspan, in seiner Humphrey-Hawkins-Anhörung vom Herbst 1993 die Zinsanhebung von 1994. In ähnlicher Weise betonte die Bank of Canada in ihrem Monetary Policy Report vom November 1997 die Notwendigkeit, die expansive Geldpolitik künftig etwas zurückzunehmen.

Von Nachteil kann Offenheit über die künftigen geldpolitischen Schritte deshalb sein, weil oft beträchtliche Unsicherheit besteht, welches die angemessene Vorgehensweise ist, um ein vorgegebenes Preisstabilitätsziel zu erreichen. Unter diesen Umständen ist möglicherweise eine gewisse Mehrdeutigkeit hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses ratsam. Erstens dürfte dies einen Anreiz für die Finanzmärkte darstellen, die Marktzinssätze entsprechend ihrer eigenen Beurteilung der geldpolitischen Aussichten zu gestalten; daraus können sich nützliche Informationen für die Notenbank ergeben. Zweitens könnte unnötige und kostspielige Volatilität vermieden werden, die dadurch entsteht, daß die Marktteilnehmer zunächst versuchen, sich gegen geplante geldpolitische Maßnahmen abzusichern, die dann gar nicht ergriffen werden. Drittens kann die Notenbank – wenn die Finanzmärkte zu sehr auf deren Äußerungen warten – gezwungen sein, häufiger Stellungnahmen abzugeben oder Maßnahmen zu ergreifen, selbst wenn die Unterschiede zwischen Ergebnissen und Prognosen nur geringfügig sind. Einige dieser möglichen Probleme können allerdings gemildert werden, wenn sich die Finanzmärkte bewußt werden, daß solchen Prognosen stets Unsicherheit innewohnt und daß die geldpolitische Reaktion immer wieder neu beurteilt werden muß, wenn zusätzliche Informationen vorliegen. Dies ist einer der Gründe, warum die Notenbanken immer stärker die Wahrscheinlichkeitsverteilung ihrer Prognosen hervorheben. Ferner kann die Veränderung der Notenbankzinsen ohne ausdrückliche Vorwarnung ebenfalls zu Volatilität führen.



Nur wenige Notenbanken publizieren die Sitzungsprotokolle ihres geldpolitischen Entscheidungsgremiums, und wenn, dann nur mit einer beträchtlichen zeitlichen Verzögerung (s. Tabelle IV.2). Eine solche Veröffentlichung ist möglicherweise der direkteste Weg zur Offenlegung der Argumente und Informationen, die von den für die Geldpolitik Verantwortlichen verwendet wurden. In einigen Fällen ist eine solche Vorgehensweise jedoch nicht praktikabel, weil das geldpolitische Entscheidungsgremium täglich zusammentritt. Werden die Diskussionsprotokolle nicht veröffentlicht, fördert dies außerdem einen offenen Meinungs austausch, und es wird verhindert, daß bestimmte Äußerungen lediglich „fürs Protokoll“ getätigt werden. Schließlich wird häufig die Sorge zum Ausdruck gebracht, daß die Enthüllung von Meinungsunterschieden im Entscheidungsgremium dessen Glaubwürdigkeit schaden und daher die Finanzmärkte in Unruhe versetzen könnte. Demgegenüber kann argumentiert werden, daß Auffassungsunterschiede völlig normal sind, wenn die Geldpolitik fein austariert ist, und daß je nach der Risikogewichtung unterschiedliche Schlußfolgerungen gezogen werden können. Dann kann die Offenlegung der Meinungsunterschiede nützlich sein, weil sich die Finanzmärkte der Unsicherheit und der Risiken, die der wahrscheinlichsten Prognose innewohnen, bewußt werden.

Nur wenige  
Notenbanken  
veröffentlichen  
Protokolle

Insgesamt läßt sich feststellen, daß die Debatte über den angemessenen Grad an Transparenz hinsichtlich der taktischen Aspekte der Geldpolitik weitergeht, während im allgemeinen Einverständnis darüber besteht, daß Transparenz auf strategischer Ebene (Notenbankziele und Strategie zur Zielerreichung) wünschenswert ist. Damit die EZB rasch Glaubwürdigkeit und Legitimation erhält, muß ihre Geldpolitik transparent und nachvollziehbar sein. Der oben erwähnte Beschluß, eine Definition des Ziels der Preisstabilität zu publizieren, ist ein wichtiger Schritt in diese Richtung. Gleichfalls von Bedeutung sind die im Maastricht-Vertrag festgelegten Erfordernisse hinsichtlich der Veröffentlichung von Quartalsberichten und der Vorlage eines Jahresberichts an das Europäische Parlament. Daß Transparenz notwendig ist, ergibt sich noch stärker aus zwei weiteren Überlegungen. Erstens wird – wie bereits oben erörtert – durch die große Unsicherheit hinsichtlich der geldpolitischen Transmission im Euro-Währungsraum sowie der Beziehungen zwischen verschiedenen Indikatoren und dem Ziel der Preisstabilität – zumindest zu Beginn – einem diskretionären geldpolitischen Ansatz größere Bedeutung beikommen; dadurch wird aber die Kommunikation mit der Öffentlichkeit und mit den Finanzmärkten komplizierter. Zweitens ist eine geldpolitische Ausrichtung, die für den Euro-Raum angemessen ist, gegenüber einer nationalen Öffentlichkeit möglicherweise schwieriger erklärbar.

Bedeutung für  
die EZB

## V. Preise von Vermögenswerten und professionelles Portfoliomanagement

### Schwerpunkte

Die Aktienkurse in den Industrieländern setzten ihren kräftigen Anstieg im vergangenen Jahr fort und erreichten im April 1998 neue Höchststände. Einzig Japan und – in geringerem Ausmaß – Australien bildeten erwähnenswerte Ausnahmen von dieser Entwicklung. Der Höhenflug der Kurse war allerdings von Zeit zu Zeit von Wellen der Unsicherheit begleitet. Im Herbst 1997 fielen die Aktienkurse im Gefolge der sich ausbreitenden Krise in Südostasien deutlich, wenn auch nur vorübergehend. Die Anleihekurse gewannen ebenfalls fast das ganze Jahr über an Fahrt. Dabei ist ein Teil der Zugewinne vermutlich auf das Ansteuern „sicherer Häfen“ zurückzuführen, denn bei den Anlegern breitete sich zunehmende Besorgnis hinsichtlich eines Übergreifens der Risiken von den asiatischen Märkten auf das weltweite Finanzsystem aus. Auf dem Immobilienmarkt ergab sich ein weniger einheitliches Bild mit deutlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern.

Die Ereignisse des Berichtszeitraums brachten die Rolle der institutionellen Anleger und ihren Einfluß auf die Stabilität der Finanzmärkte zu Bewußtsein. Das Wachstum dieser Anlegergruppe hat sich auf alle Bereiche der Finanzlandschaft ausgewirkt. Es verlief parallel zur raschen Entwicklung der Finanzmärkte und -instrumente, wobei sich die beiden Tendenzen auch wechselseitig verstärkten. Der zweite Teil des Kapitels befaßt sich zunächst mit den Einflußfaktoren, die die rapide Institutionalisierung der Ersparnis begünstigt haben, und beschreibt wesentliche Charakteristika dieses Bereichs des Finanzgewerbes, die für die Allokation der Ersparnisse von Bedeutung sind. Anschließend wird darauf eingegangen, wie sich ausgewählte Marktteilnehmer während der Serie von Währungskrisen, die die Volkswirtschaften in Südostasien erschütterte, und während der Turbulenzen auf den Aktienmärkten im Oktober 1997 verhielten. Schließlich werden im letzten Abschnitt Vergleiche zu früheren Perioden gezogen und Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik abgeleitet.

### Preise von Vermögenswerten

Was die letztjährige Hausse in den USA und in Europa von vorangehenden ähnlichen Phasen unterschied, war vor allem ihre Stärke und Breite. Die Preise von Vermögenswerten stiegen beinahe überall an, obwohl sich die einzelnen Länder sowohl in bezug auf ihre Stellung im Konjunkturverlauf als auch hinsichtlich ihrer Wachstumsaussichten beträchtlich voneinander unterschieden. Außerdem erhöhten sich sowohl die Aktien- als auch die Anleihekurse, obwohl andere Indikatoren auf größere Unsicherheit bezüglich der künftigen Marktentwicklung hindeuteten. Da die herkömmlichen Wertkennzahlen auf den Aktienmärkten im

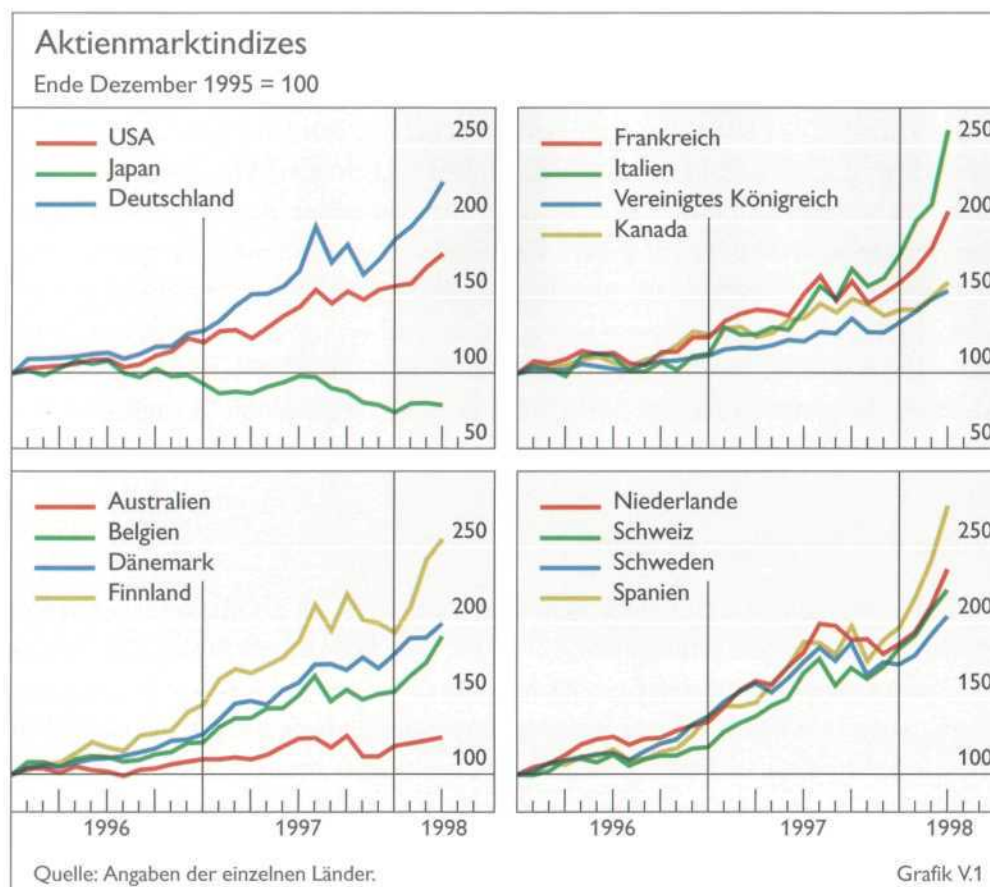


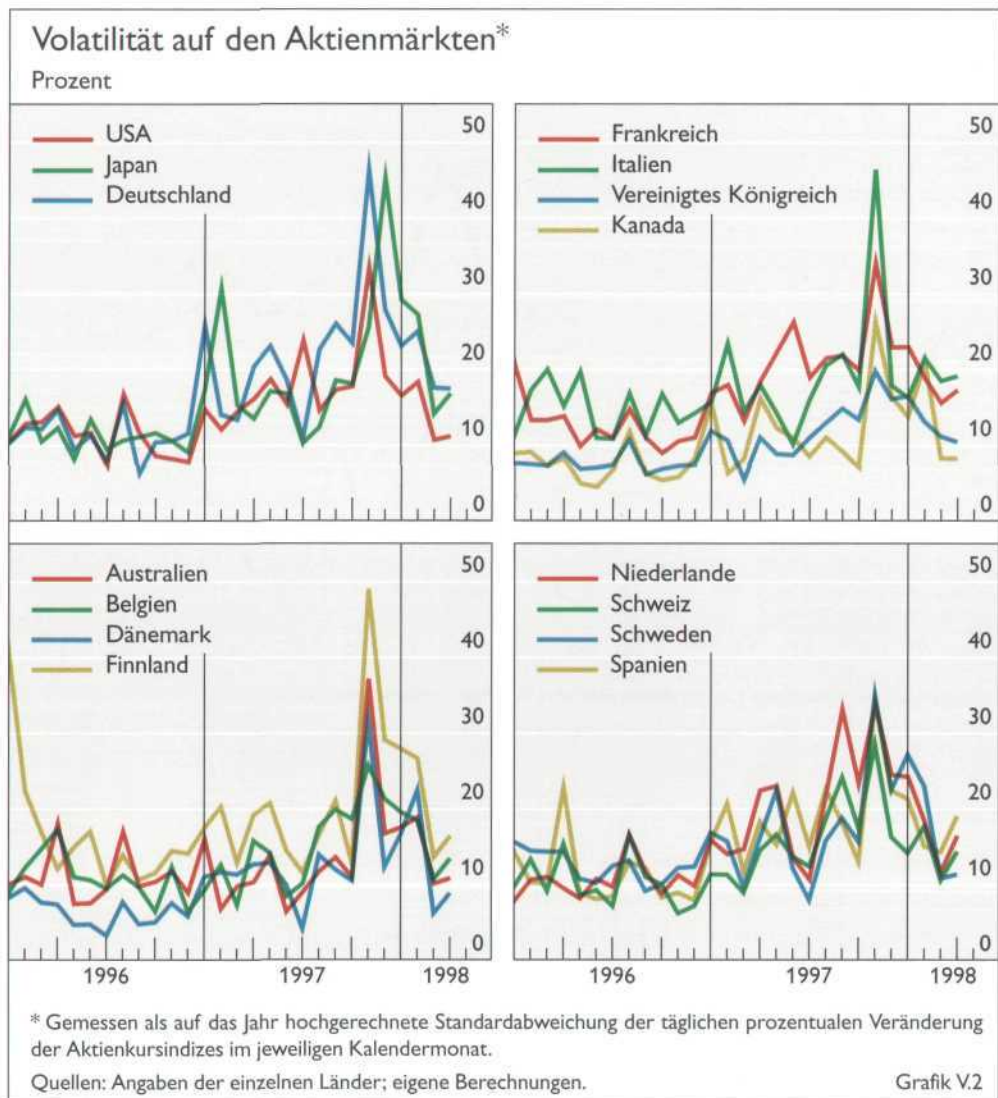
allgemeinen zu den herrschenden Zinssätzen in Beziehung gebracht und nicht isoliert betrachtet werden, läßt das derzeitige Umfeld niedriger Zinsen die Aktien weniger überbewertet erscheinen. Sollten allerdings die Anleihenkurse selbst in nächster Zeit größeren Änderungen unterliegen, müßten auch die Aktienkurse einer Neubewertung unterzogen werden.

#### Aktienmärkte

Die Aktienkurse in Nordamerika und Europa legten im Berichtszeitraum beträchtlich zu (s. Grafik V.1). Trotz weitgehend ähnlicher Bewegungsmuster und zeitlicher Korrelationen zeigten sich doch zwischen den Ländern einige bemerkenswerte Unterschiede. Nach einem Jahr mit eher mäßigen Ergebnissen verzeichnete Italien die höchsten Zuwächse. Auch in Spanien und der Schweiz waren die Kursgewinne erheblich; über einen Zeitraum von nur zwei Jahren sind die Aktienindizes dort auf das Doppelte gestiegen. In den USA, wie auch in den meisten anderen Ländern, erholten sich die Aktienkurse nach dem Abschwung vom Herbst 1997 deutlich. In Japan gingen sie dagegen weiter zurück, worin sich Besorgnis über den Zustand der inländischen Wirtschaft und die Situation im Finanzsektor widerspiegelte. In Australien kann die verhältnismäßig schwache Aktienkursentwicklung teilweise auf Rückgänge der Rohstoffpreise zurückgeführt werden, die sowohl die laufenden als auch die erwarteten Gewinne schmälerten.

Allgemeiner  
Anstieg der  
Aktienkurse ...





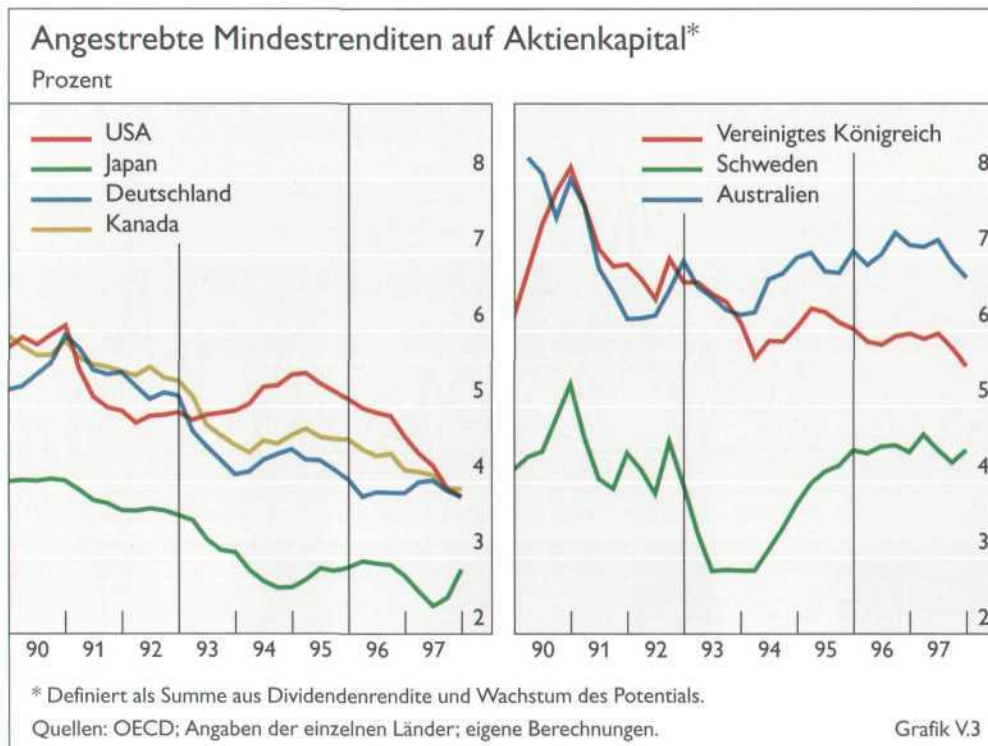
... im zweiten  
Halbjahr vorüber-  
gehend umgekehrt

Anpassungsprozesse vollzogen sich in Form einer Kettenreaktion von Kursrückgängen, die nach und nach alle Industrieländer erfaßte. Darüber hinaus kam es zu einem starken Anstieg der Volatilität, dessen Höhepunkt im Oktober erreicht wurde, als an einigen Märkten tägliche Schwankungen von über 5% beobachtet werden konnten (s. Grafik V.2). Ausmaß und Zeitpunkt des im Juli einsetzenden Rückgangs wichen in den verschiedenen Ländern allerdings beträchtlich voneinander ab. Märkte wie Deutschland, Frankreich und die Niederlande, wo der Abwärtsdruck relativ früh spürbar wurde, mußten in der Regel größere Rückgänge zwischen dem oberen und dem unteren Wendepunkt hinnehmen. Im Vergleich dazu erwiesen sich die Märkte in den USA, Italien und dem Vereinigten Königreich, wo die Kurse erst im Oktober ins Stocken gerieten, als elastischer, denn sie verzeichneten gemäßigte Rückgänge, die zudem auf den Zeitraum eines Monats beschränkt blieben. In den meisten Ländern begannen die Aktienkurse den verlorenen Boden im November oder kurz danach wieder gutzumachen.

Mögliche  
Erklärungsfaktoren:

Es stellt sich die Frage, welche Faktoren diesen Höhenflug der Aktienmärkte während der letzten Jahre eigentlich rechtfertigten. Die Kräfte hinter dem schwungvollen Anstieg können entweder direkt der Erwartung steigender





Unternehmensgewinne zugerechnet oder indirekt auf Veränderungen der Risikobereitschaft der Anleger zurückgeführt werden.

In den G7-Ländern stiegen die inflationsbereinigten Gewinne je Aktie über die letzten drei Jahre an. Der Unternehmenssektor begann die Früchte einer geringeren Schuldendienstbelastung, eines mäßigeren Lohnwachstums und höherer Arbeitsproduktivität zu ernten. Auch das Aufkommen neuer Technologien wird verschiedentlich als wichtiger Grund für den derzeitigen Aufschwung genannt. Der Prozeß der Deregulierung im Finanzsektor müßte eigentlich ebenfalls zu weiteren Effizienzgewinnen geführt haben. In welchem Umfang sich diese Faktoren auf das künftige Wachstum der Gewinne auswirken, ist allerdings nicht leicht abzuschätzen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt bewegen sich die Gewinnprognosen nicht in einer Größenordnung, die es rechtfertigen würde, vom Beginn einer „neuen Ära“ zu sprechen.

– Anstieg der inflationsbereinigten Gewinne

Änderungen im Finanzsektor dürften ebenfalls dazu beigetragen haben, daß sich die Haltung vieler Anleger gegenüber den Aktienmärkten verändert hat und sie sich nunmehr mit einem geringeren Risikoausgleich zufriedengeben. Um die Bedeutung dieses Effekts abzuschätzen, ist in Grafik V.3 für ausgewählte Länder der Zeitpfad der geschätzten angestrebten Mindestrenditen auf Aktienbestände in den neunziger Jahren aufgetragen. Diese Mindestrenditen lassen sich näherungsweise als Summe aus dem Dividenden/Kurs-Verhältnis und dem gesamtwirtschaftlichen Potentialwachstum schätzen, wobei letzteres eine Annäherung für das erwartete Wachstum der inflationsbereinigten Dividenden darstellt. Der tendenzielle Rückgang der angestrebten Mindestrenditen in den meisten Ländern dürfte für die Hypothese einer höheren Risikotoleranz sprechen. Dieses Ergebnis ist allerdings weniger zwingend, wenn es im Verhältnis zu den Veränderungen der langfristigen Realzinsen im selben Zeitraum beurteilt wird. Beispielsweise sind die Realzinsen

– Risikobereitschaft

(s. Grafik IV.8) in den letzten Jahren tendenziell noch stärker zurückgegangen als die angestrebten Mindestrenditen, so daß die Aktienrisikoprämien seit Mitte der neunziger Jahre sogar gestiegen sind. Vor diesem Hintergrund könnte die derzeitige hohe Bewertung der Aktien eher auf die rückläufigen Erträge alternativer Anlageformen, wie etwa Anleihen, als auf eine veränderte Risikobereitschaft zurückzuführen sein.

Wertkennzahlen  
deuten auf Baisse  
hin ...

Aus empirischer Perspektive lassen die traditionellen Wertkennzahlen für die Aktienmärkte eher auf künftige Baissetendenzen schließen (s. Tabelle V.1). In den meisten Ländern erreichten die Dividenden/Kurs-Verhältnisse im Betrachtungszeitraum absolute Tiefstwerte. Verglichen damit stellen sich die Kurs/Gewinn-Verhältnisse weniger ungewöhnlich dar, obwohl der Standard & Poor's Composite Index seinen bisherigen Höchstwert gegen Ende März 1998 überschritt. In der Vergangenheit waren Korrekturen der Wertkennzahlen in Richtung üblicherer Niveaus eher durch langsamere Kursanstiege als durch ein beschleunigtes Wachstum der Gewinne oder Dividenden zustande gekommen. Es gibt jedoch einige Vorbehalte hinsichtlich der scheinbar auf der Hand liegenden Schlußfolgerungen aus diesen Kennzahlen.

... aber mit  
Vorbehalten

Erstens kehren diese Wertrelationen empirisch zwar tendenziell auf ihre historischen Durchschnitte zurück, aber dies geschieht nicht immer gleich rasch. Zweitens müssen die Referenzgrößen für die Wertrelationen um den Effekt der jeweils unterschiedlichen Positionen im Konjunkturverlauf bereinigt werden. Aber Aktienkursgewinne wurden nicht nur in Ländern verzeichnet, die sich am Anfang der Konjunkturerholung befanden, sondern auch dort, wo bereits ein fortgeschrittenes Stadium des Konjunkturzyklus erreicht war und das Wirtschaftswachstum sogar schon dem Potential entsprach oder noch darüber lag. Drittens schließlich können Veränderungen in der Wirtschaftsstruktur Brüche in historischen Zusammenhängen fördern; dies könnte dazu beitragen, die Größenordnungen zu erklären, in denen sich die Dividendenrenditen derzeit bewegen. Die stetige Verringerung des Preisauftriebs während der neunziger Jahre und der

## Wertkennzahlen von Aktienkursen

	Kurs/Gewinn-Verhältnis					Dividendenrendite				
	Anfangs-jahr	Spitzenwert		Durchschnitt	März 1998	Anfangs-jahr	Tiefstwert		Durchschnitt	März 1998
		Niveau	Jahr				Niveau	Jahr		
USA	1957	27	1998	16	27	1947	1,5	1998	4,0	1,5
Japan	1981	100	1996	51	43 <sup>1</sup>	1953	0,4	1989	3,0	1,1 <sup>1</sup>
Deutschland	1973	25	1993	13	21	1973	1,3	1998	2,8	1,3
Frankreich	1973	30	1973	12	20	1964	1,7	1998	4,5	1,7
Italien	1986	29	1994	17	26	1981	0,8	1981	2,3	1,1
Vereinigtes Königreich	1970	23	1994	13	22	1963	2,8	1998	4,7	2,8
Kanada	1956	255 <sup>2</sup>	1994	20	32	1956	1,4	1998	3,4	1,4
Belgien	1961	29	1967	16	25	1961	1,6	1998	4,3	1,8
Niederlande	1973	26	1997	10	24	1973	1,8	1998	4,8	1,8
Schweiz	1973	29	1998	13	29	1973	1,0	1995	2,9	2,4

<sup>1</sup> Februar. <sup>2</sup> Der außergewöhnlich hohe Wert ist auf abschreibungsbedingt sehr niedrige Erträge zurückzuführen.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.1



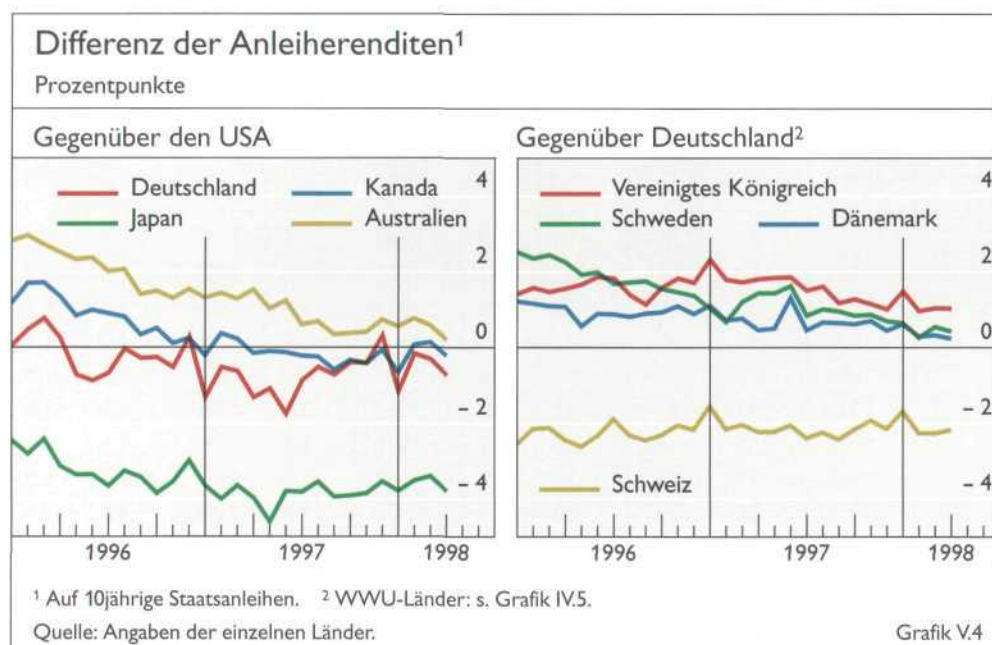
damit einhergehende Gewinn an Glaubwürdigkeit für die Geldpolitik haben im allgemeinen zu einer geringeren Variabilität der Inflationsraten und der kurzfristigen Zinssätze geführt. Darüber hinaus können niedrigere Inflationsraten die Verzerrung der Nettoerträge von Finanzaktiva durch bestehende steuerliche Regelungen mindern. Ein dauerhafter Rückgang der Inflation könnte daher den Boden für eine Phase dauerhaft höherer Werte von Vermögenspositionen bereitet haben.

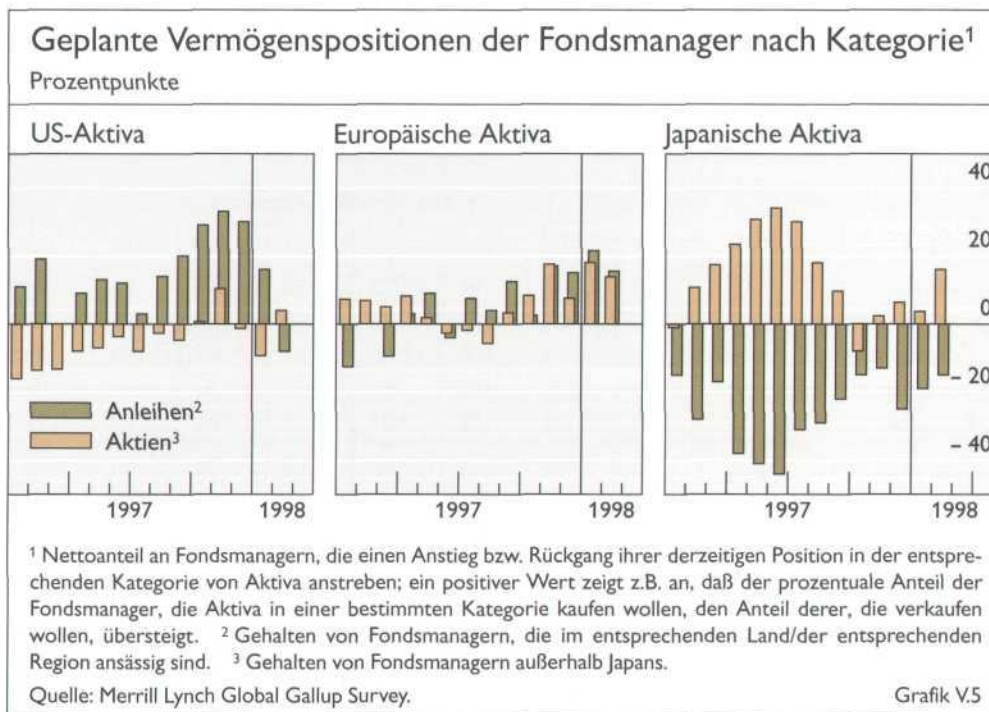
#### Anleihemärkte

Seit den Spitzenwerten vom Oktober 1994 sind die Anleiherenditen kontinuierlich zurückgegangen und erreichten gegen Ende 1997 fast historische Tiefstände. In Kontinentaleuropa und Japan waren sie damit zumeist so niedrig wie zuletzt vor 30 Jahren, während sie sich in den USA dem Tiefpunkt vom Herbst 1993 näherten.

Hinter der allgemeinen Hausse an den Anleihemärkten verbargen sich einige Unterschiede im einzelnen. In Europa verstärkte sich die ausgeprägte Konvergenz der Anleiherenditen weiter, die 1996 durch eine Verringerung der Inflationsunterschiede und eine umfangreiche Konsolidierung der öffentlichen Haushalte vorangetrieben worden war (s. Grafik V.4). In den USA zeigten sich die Märkte unbeeindruckt davon, daß die Arbeitslosenquoten auf Werte sanken, die in der Vergangenheit als Vorboten eines beschleunigten Preisauftriebs interpretiert worden waren. Selbst die Anhebung der Notenbanksätze im März 1997, die angesichts von Anzeichen für eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums weitgehend antizipiert worden war, verhinderte einen weiteren Anstieg der Anleihekurse nicht, da davon ausgegangen wurde, daß die Geldpolitik den Inflationsdruck wirksam bekämpfen würde. Die weiterhin niedrigen Zinssätze in Japan erklären sich auf andere Weise. Dort verschlechterten sich die Konjunkturaussichten, und die Probleme im Finanzsektor wurden durch den Zusammenbruch mehrerer großer Banken und Wertpapierhäuser unterstrichen.

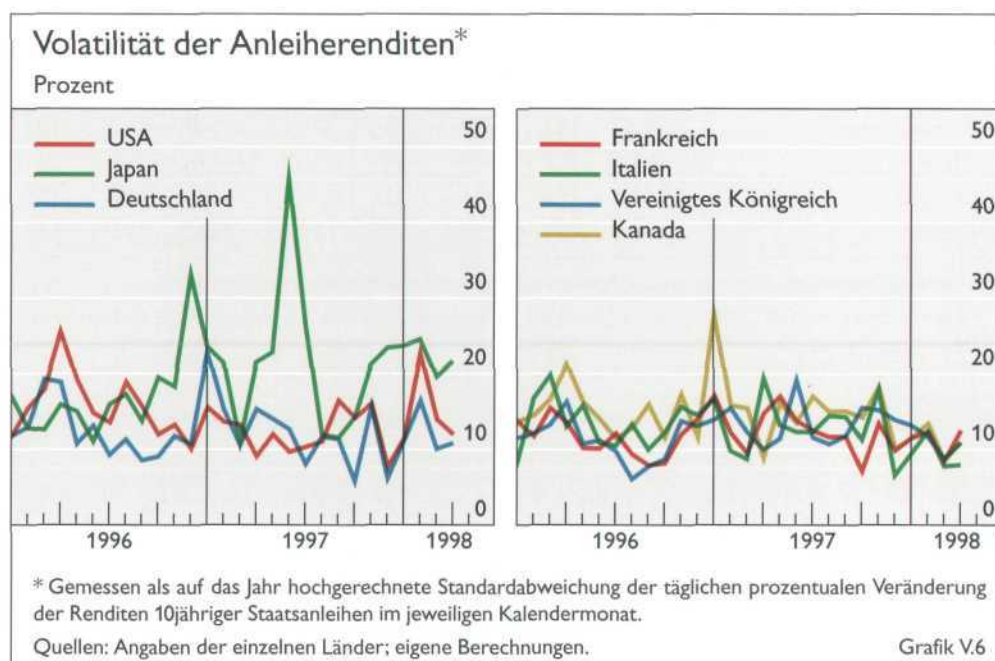
Deutliche  
Konvergenz der  
Anleiherenditen ...





... gestützt durch  
konjunkturelle  
Faktoren ...

Eine Reihe von Faktoren unterstützten diese Entwicklungen an den internationalen Anleihemärkten. Insgesamt wurden die langfristigen Zinssätze stark durch die Aussichten auf ein höheres Wachstum bei niedrigen Inflationsraten beeinflusst. Zusätzlich wurde eine „Flucht auf sicheren Boden“ spürbar, denn die Turbulenzen in den südostasiatischen Ländern veranlaßten die Anleger, ihre Engagements zu überprüfen und Mittel aus den Aktienmärkten abzuziehen und zu repatriieren. Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, daß in diesem Zeitraum eine Mehrheit von Portfoliomanagern außerhalb Japans plante, ihre Aktienbestände in den USA und Europa zu reduzieren, und die Positionen auf den inländischen Anleihemärkten ausbaute (s. Grafik V.5). Die Notwendigkeit, in





Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise								
	Nominale Preise				Inflationsbereinigte Preise			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
Index, 1993 = 100								
Preise für Wohnbauten								
USA	102	104	109	116	100	99	100	104
Japan <sup>1</sup>	98	96	94	93	98	95	94	91
Deutschland <sup>2</sup>	102	101	101	96	99	97	95	89
Frankreich	98	98	100	100	97	95	94	94
Vereinigtes Königreich	103	103	107	117	100	98	99	104
Kanada	103	98	98	101	103	96	94	95
Spanien	101	104	106	108	96	95	94	93
Niederlande	109	113	124	136	106	108	116	125
Australien	108	110	114	127	106	103	104	116
Schweiz	100	98	88	86	99	95	85	83
Belgien	108	113	118	122	105	108	111	113
Schweden	105	105	106	114	102	100	100	107
Dänemark	112	121	134	147	110	116	126	136
Norwegen	113	122	132	143	111	117	125	133
Finnland	106	102	108	126	105	100	105	122
Irland	104	112	125	145	102	106	117	134
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten								
New York	109	109	119	137	107	104	109	123
Tokio <sup>1</sup>	84	69	60	55	83	69	60	54
Frankfurt	87	85	85	81	85	81	80	75
Paris	94	84	79	83	93	81	74	77
Mailand	85	85	78	75	82	78	69	65
London	125	134	141	161	122	126	129	144
Toronto <sup>3</sup>	88	81	78	90	88	79	75	85
Madrid	98	97	116	125	93	89	102	108
Amsterdam	110	120	129	140	107	114	121	129
Sydney	121	123	128	137	119	116	117	125
Zürich	97	94	88	87	96	92	85	83
Brüssel	94	94	100	103	92	90	94	95
Stockholm	131	170	179	214	128	162	170	202
Kopenhagen	97	103	103	115	95	99	97	106
Oslo	108	117	125	142	107	112	119	131
Helsinki	112	118	119	124	111	115	116	119
Dublin	114	128	153	193	112	122	143	179

<sup>1</sup> Grundstückspreise. <sup>2</sup> In vier großen Städten. <sup>3</sup> Preisindex für Büroraum in Ontario.

Quellen: Frank Russell Canada Limited; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement, des Transports et du Tourisme; National Association of REALTORS; OPAK (Oslo); Sadolin & Albæk (Kopenhagen); Sherry FitzGerald (Dublin); Wüest & Partner (Zürich); verschiedene private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.2

Zeiten hoher Volatilität beträchtliche finanzielle Risiken zu steuern, trug schließlich dazu bei, die Nachfrage nach staatlichen Wertpapieren als Absicherungsinstrumenten zu steigern, während zur selben Zeit der Abbau der Haushaltsdefizite dazu führte, daß das verfügbare Angebot an diesen Wertpapieren eher zurückging.

... Märkte  
jedoch nach wie  
vor nervös

Zahlenmaterial zur Volatilität von Anleiherenditen (s. Grafik V.6) deutet darauf hin, daß sich die von der Asien-Krise ausgehenden Spannungen zu Beginn des Jahres 1998 abgeschwächt hatten. Dennoch könnte die Unsicherheit jederzeit wieder aufflammen. Die jüngsten Erfahrungen der Anleger mit Währungskrisen dürften leicht die Furcht vor möglichen Wiederholungen aufkommen lassen. Dann würden Umschichtungen in die traditionellen Fluchtwährungen den internationalen Anleihemärkten tendenziell Auftrieb verleihen. Dem steht die Möglichkeit umfangreicher Verkäufe von US-Wertpapieren bei einem Auftreten von Liquiditätsengpässen in anderen Ländern entgegen. Hieraus könnte der entgegengesetzte Effekt resultieren.

#### *Immobilienmärkte*

Immobilienmärkte  
uneinheitlich

Nach mehreren Jahren schlechter Ergebnisse, die zu einem Großteil vorangegangenen Übersteigerungen zuzuschreiben waren, lag der Immobilienpreisanstieg 1997 in vielen Ländern weit über der Inflationsrate, und zwar unabhängig davon, ob diese Entwicklung durch private Kredite unterstützt wurde oder nicht. Japan und einige wenige Länder in Kontinentaleuropa blieben von diesem Umschwung weitgehend unberührt, wenngleich sich zum Teil eine leichte Verbesserung abzeichnete.

Die Preise für Wohneigentum stiegen in den Beneluxländern, den nordischen Ländern und den meisten englischsprachigen Ländern recht kräftig an (s. Tabelle V.2). In Kanada und Kontinentaleuropa entwickelten sie sich hingegen allgemein schwach und konnten die Inflation dort allenfalls teilweise ausgleichen. In Japan beeinträchtigte der deutliche Rückgang der Preise für Wohngrundstücke die Verwertung von Sicherheiten für notleidende Kredite durch japanische Banken zusätzlich.

Im Segment der gewerblichen Immobilien ergab sich im großen und ganzen dasselbe geographische Muster, allerdings fielen die Unterschiede etwas deutlicher aus. Gegenüber dem Vorjahr stiegen die Preise in Dublin um mehr als 26% und in Stockholm (für erstklassigen Büroraum) um über 19%. Auf der anderen Seite des Spektrums standen Gewerbegrundstücke im Zentrum Tokios, die gegenüber dem Höchststand von 1990 zwei Drittel ihres nominalen Wertes verloren. In einigen größeren europäischen Städten wiederum gab es Anzeichen für eine mögliche Erholung, denn die Büromieten tendierten fester, und der Anteil zweifelhafter Immobilienkredite schien sich einem Wendepunkt zu nähern.

#### **Institutionelle Anleger und Finanzmärkte**

Die Ereignisse von 1997 haben die Aufmerksamkeit einmal mehr auf die institutionellen Anleger und deren Einfluß auf die Stabilität der Finanzmärkte gelenkt. Insbesondere stellte sich die Frage nach der Rolle dieser Kapitalsammelstellen bei der Welle von Währungskrisen in den südostasiatischen Volkswirtschaften. Interessant wäre auch, wie stark sie zu dem Anstieg der Aktienkurse in den Industrieländern beigetragen haben und wie sie sich während der Korrektur der Märkte im Oktober 1997 verhielten.

Das Wachstum des professionellen Portfoliomanagements ist ein Schlüsselement der strukturellen Änderungen an den Finanzmärkten. Diese Entwicklung



hat Auswirkungen auf viele Bereiche der Finanzlandschaft: auf den Umsatz, den Wertpapierabsatz, die internationalen Kapitalströme, die Stabilität der Märkte, die Organisationsmerkmale der Branche sowie die Führungsstrukturen und die Abläufe in den Unternehmen. Die Bedeutung dieser institutionellen Anlageformen für das weltweite Finanzsystem läßt sich leicht aus dem Umfang des verwalteten Finanzvermögens ersehen (s. Tabelle V.3), denn dieser übersteigt mittlerweile das

Vermögenswerte übersteigen BIP, aber immer noch beträchtlicher Wachstums-spielraum

Institutionelle Anleger 1995 weltweit									
	Pen-sions-fonds	Versicherungs-gesellschaften			Kapitalanlage-gesellschaften			Gesamtsumme	
		Ins-gesamt	Lebens-ver-siche-rungen	Nicht-Lebens-ver-siche-rungen	Ins-gesamt	Offene Fonds	Ge-schlos-sene Fonds		
Finanzvermögen in Prozent der weltweiten Summe									Mrd. US-\$
USA	62	35	33	44	57 <sup>1</sup>	63	57	50	10 501
Japan <sup>2</sup>	9	24	27	16	8 <sup>3</sup>	—	—	14	3 035
Deutschland	1	8	7	12	6	7	—	5	1 113
Frankreich	0	7	7	8	9	11	—	6	1 159
Italien	1	1	1	2	1	1	—	1	223
Vereinigtes Königreich	11	10	11	6	4	3	29	9	1 790
Kanada	3	2	2	2	2	2	—	2	493
Spanien	0,2 <sup>4</sup>	1 <sup>3</sup>	—	—	2	2	1	1	215
Australien <sup>5</sup>	1	2	1	2	1	1	2	1	255
Niederlande	5	3	3	1	1 <sup>3</sup>	—	—	3	626
Schweiz	3	2	2	3	1	1	—	2	452
Belgien	0,1	1	1	1	1 <sup>6</sup>	1 <sup>6</sup>	—	1	156
Schweden	1 <sup>7</sup>	2	1	2	1	1	10	1	267
Österreich	0	1	1	0,2	1	1	—	0,4	82
Dänemark	0,5	1	1	1	0,1 <sup>3</sup>	—	—	1	116
Finnland	1 <sup>8</sup>	0,2	0,1	0,5	0	0	—	0,3	63
Portugal	0,1	0,1 <sup>3</sup>	—	—	0,3	0,3	0,1	0,2	35
Luxemburg	0	0,1	0,1	0,1	6	7	—	2	369
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	
Nordamerika	66	37	35	45	59	65	57	52	10 994
Europa	24	37	36	37	33	34	41	32	6 666
Insgesamt, Mrd. US-\$	6 710	8 088	6 276	1 702	6 152	5 340	238		20 949
Insgesamt, in %	32	39	30	8	29	25	1	100	

<sup>1</sup> Einschl. Vermögenswerte und Immobilien, die von den Banken treuhänderisch verwaltet werden (\$ 740 Mrd.), sowie Immobilienfonds (\$ 26 Mrd.). <sup>2</sup> Ohne Treuhandkonten von Treuhandbanken (\$ 916 Mrd.). <sup>3</sup> Keine Unterscheidung nach Kategorien möglich. <sup>4</sup> Gesamtes Vermögen rechtlich unselbständiger Pensionsfonds. <sup>5</sup> Ohne Spezialinstitute, die für den Staat oder Gruppen von Finanzinstituten Anlagen tätigen und sich dabei wie institutionelle Anleger verhalten (\$ 9 Mrd.). <sup>6</sup> Einschl. Pensionssparfonds, die den rechtlichen Status einer Kapitalanlagegesellschaft besitzen (\$ 5 Mrd.). <sup>7</sup> Einschl. Pensionsfonds innerhalb des Sozialversicherungssektors (\$ 88 Mrd.). <sup>8</sup> Betriebliche Pensionskassen.

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

Tabelle V.3

Tabelle V.3

aggregierte BIP der betreffenden Industrieländer. Dabei deutet die ungleiche Verteilung dieser Mittel über die verschiedenen Länder auf einen beträchtlichen Spielraum für ein weiteres Wachstum hin, insbesondere in Kontinentaleuropa.

In den folgenden Abschnitten werden die wichtigsten strukturellen Merkmale der professionellen Vermögensverwaltung zusammengefaßt, und es wird diskutiert, inwieweit dieser strukturelle Rahmen die Entscheidungen hinsichtlich der Portfolioallokation beeinflußt. Zunächst soll das Verhalten verschiedener Marktteilnehmer sowohl während der jüngsten Ereignisse als auch in vergangenen Phasen von Marktturbulenzen untersucht werden; dann werden die Auswirkungen der zunehmenden Institutionalisierung der Ersparnis auf die Stabilität der Finanzmärkte beurteilt sowie mögliche Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik gezogen.

#### *Merkmale und Entwicklung der Marktteilnehmer*

Im Zentrum des Portfoliomanagements steht stets ein Pool von Vermögenswerten, deren Erträge zwischen zwei Arten von Akteuren aufgeteilt werden: den eigentlichen Eigentümern der Vermögenswerte auf der einen Seite und den professionellen Portfoliomanagern, die diese im Namen der Eigentümer verwalten, auf der anderen Seite. Anhand des Vertragsverhältnisses zwischen diesen beiden Akteuren, das u.a. die Verteilung von Risiko und Erträgen bestimmt, lassen sich verschiedene Kategorien institutioneller Anleger unterscheiden.

Unterscheidung  
zwischen  
institutionellen  
Anlegern und  
Handelsabteilungen

Nach der allgemein anerkannten Definition umfaßt der Bereich der institutionellen Anleger die Kapitalanlagegesellschaften, die Versicherungsgesellschaften und die Pensionsfonds. Eine Unterscheidung zwischen den institutionellen Anlegern und den Handelsabteilungen finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen hinsichtlich ihres Einflusses auf die kurzfristigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten wäre wohl eher willkürlich. Jedoch wirken sich die Entscheidungen institutioneller Anleger bezüglich ihrer Portfolioallokation wahrscheinlich stärker auf die längerfristigen Zyklen der Preise für Vermögenswerte aus als die (kürzerfristigen) spekulativen Aktivitäten der Handelsabteilungen. Dies ist zum einen auf den größeren Umfang ihrer Portefeuilles, zum anderen auf ihre traditionelle Präferenz für „Kaufen und Halten“-Strategien zurückzuführen. Zudem kann die Anreizstruktur beim Portfoliomanagement auf fremde Rechnung ihrerseits zur Herausbildung typischer Eigenarten im Anlageverhalten führen, die die Stabilität der Märkte beeinflussen.

*Kapitalanlagegesellschaften* (Investmentfonds und Hedge Funds) bieten Produkte an, die sich durch ein verbessertes Risiko/Ertrags-Profil und einen höheren Grad an Liquidität auszeichnen. Dies wird durch die Nutzung von Synergieeffekten ermöglicht, die dadurch entstehen, daß die Vermögenswerte vieler Anleger zusammengefaßt und die entsprechenden Transaktions- und Verwaltungskosten verringert werden. Der Anleger ist der letztendliche Eigentümer der Forderung und trägt alle damit verbundenen Risiken. Bei Investmentfonds basiert die Vergütung des Portfoliomanagers üblicherweise auf dem Umfang der verwalteten Vermögenswerte, während sie sich bei den Hedge Funds normalerweise auch nach dem erzielten Ergebnis richtet.

Investmentfonds  
attraktiv für private  
Anleger

Investmentfonds werden zunehmend zur wichtigsten Anlageform für individuelle Anleger, die in marktfähige Wertpapiere investieren wollen. Geringe



Wachstum der Kapitalanlagegesellschaften <sup>1</sup>										
	Gesamtes Nettovermögen									
	1987	1990	1993	1996	Fondsklasse in % des Vermögens, 1996				1996 in % von	
	Mrd. US-Dollar				Geldmarkt-fonds	Anleihen-fonds	Aktien-fonds	Gemischte Fonds	BIP	Markt-kapitali-sierung <sup>2</sup>
USA	770	1 069	2 075	3 539	25	22	49	3	46	15
Japan	305	336	455	420	29	45	24	2	9	4
Deutschland	42	72	79	134	16	56	25	3	6	4
Frankreich	204	379	484	529	45	29	11	14	34	18
Italien	51	42	65	129	36	39	17	7	11	5
Vereinigtes Königreich	68	89	131	188	0	5	88	6	16	8
Kanada	16	21	86	155	15	9	52	14	26	14
Spanien	4	12	72	136	51	41	3	6	23	14
Niederlande	16	24	46	67	10	30	54	6	17	8
Luxemburg	74 <sup>3</sup>	85	248	352	25	52	18	5	1 840	337

<sup>1</sup> Offene Fonds, die in handelbare Wertpapiere und Geldmarktinstrumente investiert waren. <sup>2</sup> Ohne Geldmarktfonds. <sup>3</sup> 1989.  
Quellen: Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement; Investment Company Institute; Investment Funds Institute of Canada; International Finance Corporation; Salomon Brothers.  
Tabelle V.4

Mindestbeträge und ein gut ausgebauter aufsichtsrechtlicher Rahmen vergrößern ihre Attraktivität für die privaten Anleger. Ein nicht unbeträchtlicher Teil von Investmentfondsanteilen wird allerdings auch von anderen institutionellen Anlegern gehalten, die nach einem kostengünstigen Zugang zu professionellem Portfoliomanagement in einer bestimmten Anlagekategorie suchen. Die Investmentfonds haben sich global kräftig ausgeweitet, wobei die Zuflüsse den verschiedenen Fondsarten allerdings je nach Land in unterschiedlichem Maße zugute kamen (s. Tabelle V.4). In Nordamerika verstärkten sich gegen Ende der achtziger Jahre die Zuflüsse in Geldmarktfonds, weil zum einen die Zinsen auf Bankeinlagen tief waren und zum anderen vermehrt Produkte mit Zahlungsverkehrseigenschaften angeboten werden konnten, während die anhaltende Aktienhausse seither zu einem Anschwellen der Anlagen in Aktienfonds beigetragen hat. In Frankreich, wie auch in vielen anderen kontinentaleuropäischen Ländern, floß das Kapital vorwiegend in festverzinsliche Fonds oder Fonds mit einer gemischten Ausrichtung statt in reine Aktienfonds. Im Vereinigten Königreich und in Japan hat sich der Anteil der in Aktienfonds investierten Mittel am Gesamtvermögen in den letzten Jahren verringert. Bei den britischen Investmentgesellschaften dürfte dies allerdings eine Annäherung der bisher untypisch hohen Anteile an Aktienbeteiligungen an den weltweiten Durchschnitt darstellen. Im Falle Japans ist die Abnahme dagegen wohl eher eine Folge der schleppenden Entwicklung auf den Aktienmärkten in den letzten Jahren.

Hedge Funds unterscheiden sich von Investmentfonds durch ihren spekulativen Charakter. Ihr Zielpublikum setzt sich aus Privaten und Institutionen mit einem hohen Nettovermögen zusammen und zeichnet sich durch eine größere Risikobereitschaft aus. Es ist auch nicht unüblich, daß der Fondsmanager eigene Mittel in den Fonds einbringt. Da die Hedge Funds entweder als inländische Finanzanlagegesellschaft oder als Offshore-Investmentfonds operieren, unterliegen sie zudem nicht denselben aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen und Offen-

Hedge Funds

legungserfordernissen wie Investmentfonds. Obwohl sie seit 1990 durchschnittliche jährliche Wachstumsraten in der Größenordnung von 40% verzeichnen, repräsentieren Hedge Funds nur ein sehr kleines Segment des Marktes für institutionelle Anleger. Ende 1997 betrug der gemeldete Gesamtbetrag des verwalteten Vermögens US-\$ 90 Mrd. Der Ruf der Hedge Funds als wendige und aggressive Anleger beruht darauf, daß sie die Möglichkeit haben, Short-Positionen einzugehen oder durch ungehinderten Gebrauch der Hebelwirkung Ertragschancen in vollem Umfang auszunutzen.

Pensionsfonds:

Betriebliche oder private Pensionspläne im Kapitaldeckungsverfahren stellen die Alternative des privaten Sektors zur Sozialversicherung dar, die üblicherweise auf dem Umlageverfahren basiert. *Pensionsfonds* erheben Beiträge vom Begünstigten und vom Träger – in der Regel ein großer Arbeitgeber oder eine Gewerkschaft – und legen sie an, um damit für die Rentenansprüche des Begünstigten vorzusorgen. Die Verwaltung der angelegten Mittel kann sowohl durch den Fonds selbst vorgenommen werden oder, wie es oft der Fall ist, teilweise oder ganz an externe professionelle Portfoliomanager übertragen werden. Je nachdem, ob der Beitrag oder die Leistung fest definiert ist, bestehen dabei beträchtliche Unterschiede hinsichtlich der Verteilung des Anlagerisikos zwischen dem Träger und dem Begünstigten. Ist – wie in der Mehrzahl der Fälle – die Leistung fest definiert, so werden die Rentenansprüche auf der Basis des Lohnprofils des Beschäftigten errechnet und stellen rechtlich gesehen eine Verbindlichkeit des Trägers dar, der jede Deckungslücke ausgleichen muß. Das Risiko des Begünstigten ist damit auf den Fall eines möglichen finanziellen Zusammenbruchs des Trägers begrenzt. Ist dagegen der Beitrag festgeschrieben, so hat der Begünstigte die Wahl zwischen verschiedenen Anlagevarianten (häufig in Form von Investmentfonds), zwischen denen die regelmäßigen Lohnabzüge und die Einlagen des Trägers aufzuteilen sind. Das Anlagerisiko wird hierbei in vollem Umfang durch den Begünstigten getragen, dessen Anspruch sich anhand der kumulierten Erträge der gewählten

– fest definierte  
Leistung

– fest definierter  
Beitrag

Wachstum der Pensionsfonds							
	Gesamte Finanzaktiva						
	1980	1985	1990	1993	1996 <sup>1</sup>		
	Mrd. US-Dollar					in % des BIP	in % des Vermögens der privaten Haushalte
USA	701	1 606	2 492	3 449	4 752	62	20
Japan	..	..	343 <sup>2</sup>	460	442 <sup>3</sup>	10 <sup>3</sup>	4 <sup>3</sup>
Deutschland	15	22	52	47	65	3	2
Italien	..	..	39	34	43	4	2
Vereinigtes Königreich	116	224	537	682	897	77	25
Kanada	42	75	165	187	241	40	20
Australien	..	45 <sup>4</sup>	45	78	100	29	22
Niederlande	77	105	230	262	363	92	..
Schweiz	..	107 <sup>5</sup>	138	148 <sup>6</sup>	189	73	..
Schweden	..	..	79	71	93	40	38

<sup>1</sup> Italien und Australien: 1995; Schweiz: 1994. <sup>2</sup> 1991. <sup>3</sup> Geschätzt. <sup>4</sup> 1988. <sup>5</sup> 1987. <sup>6</sup> 1992.  
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle V.5



Portfoliozusammensetzung zum Zeitpunkt des Eintritts in den Ruhestand bestimmt.

Das Wachstum des Gesamtvermögens der Pensionsfonds übersteigt mittlerweile den Zuwachs des BIP, ist jedoch in den Ländern am höchsten, die in der Vergangenheit Pensionssysteme auf der Basis des Kapitaldeckungsverfahrens gefördert haben, wie etwa die USA, das Vereinigte Königreich und Kanada. Am geringsten ist es dagegen dort, wo die Sozialversicherung im Umlageverfahren traditionell eine größere Rolle spielt. Zu nennen sind hier die kontinentaleuropäischen Länder mit Ausnahme der Niederlande und der Schweiz. Das geringere Risiko für den Träger und eine größere Freizügigkeit für die Beschäftigten haben dem raschen Wachstum der Pensionspläne mit definierten Beiträgen in den letzten Jahren Auftrieb verliehen. Ende 1996 machten diese Pläne mit insgesamt \$ 577 Mrd. 16% des Vermögens der US-Investmentfonds aus, verglichen mit 11% im Jahr 1992. In vielen Ländern, darunter in Australien und Italien, wurden in jüngerer Zeit gesetzliche Regelungen verabschiedet, die auf eine Reform des Pensionssystems ausgerichtet sind und ebenfalls den Pensionsplänen mit festen Beiträgen den Vorzug geben.

Selbst wenn die Portefeuilles von *Versicherungsgesellschaften* nicht zu einem großen Teil aus handelbaren Vermögenswerten bestünden, wäre es schwierig, sie anhand der Art ihrer Produkte oder ihrer Geschäftsbeziehungen von anderen Kategorien institutioneller Anleger und hier insbesondere von Pensionsfonds abzugrenzen. Ein Paradebeispiel hierfür sind die Lebensversicherungsgesellschaften, die das größte Segment des Versicherungsgewerbes darstellen und Produkte wie Kapital- oder Rentenversicherungen anbieten, die auf die Bedürfnisse individueller und kollektiver Pensionspläne zugeschnitten sind. In einigen Ländern, wie etwa in Japan, in der Schweiz, in Schweden und in Dänemark, können Lebensversicherungsgesellschaften sogar Portfoliomanagement und Administration für Pensionsfonds anbieten.

Versicherungsgesellschaften

Im letzten Jahrzehnt hat sich das Versicherungsgewerbe weniger rasch ausgeweitet als das Segment der Kapitalanlagegesellschaften. Dies läßt sich allerdings teilweise darauf zurückführen, daß es bereits zuvor besser entwickelt gewesen war. Besonders ausgeprägt war das Wachstum des Versicherungssektors gerade in denjenigen Ländern, in denen die betrieblichen Pensionskassen noch nicht so weit entwickelt waren, was auch unterstreicht, daß sich die entsprechenden Produktlinien wechselseitig ergänzen.

Das stürmische Wachstum der institutionellen Anleger über die letzten Jahre läßt sich mit einer Kombination mehrerer Faktoren erklären. Der wichtigste Faktor ist die weltweite Deregulierungswelle, die etablierte Wettbewerbshemmnisse beseitigte und den Marktkräften damit einen beispiellosen Auftrieb verlieh. Den Gegebenheiten moderner Märkte entsprechend und motiviert durch die Erkenntnis, daß Pensionssysteme im Umlageverfahren recht bald einem großen demographisch bedingten Druck ausgesetzt sein würden, haben die Regierungen vieler Länder rechtliche und fiskalische Anreize geschaffen, um die Entwicklung von Pensionsversicherungen im Kapitaldeckungsverfahren zu fördern. Hierzu beigetragen hat auch die langandauernde Phase des Wachstums der Preise von Vermögenswerten, die mit Ausnahme von kurzen Korrekturphasen über einen Zeitraum von 15 Jahren stetig hohe Portfolioerträge abgeworfen und bedingt

Wachstumsschub durch mehrere Faktoren

Wachstum der Versicherungsgesellschaften										
	Gesamte Finanzaktiva									
	1985		1990		1993		1996 <sup>1</sup>			
	Lebens- ver- siche- rung	Nicht- Lebens- versiche- rung	Lebens- ver- siche- rung	Nicht- Lebens- versiche- rung	Lebens- ver- siche- rung	Nicht- Lebens- versiche- rung	Lebens- ver- siche- rung	Nicht- Lebens- versiche- rung	Lebens- ver- siche- rung	Nicht- Lebens- versiche- rung
	Mrd. US-Dollar								in % des BIP	
USA	796	299	1 367	533	1 780	642	2 272	780	30	10
Japan	271 <sup>2</sup>	–	887	180	1 387	233	1 691	265	33	5
Deutschland	108	47	285	116	320	132	478	214	20	9
Frankreich	57	17	184	55	279	84	450	132	29	9
Italien	10 <sup>3</sup>	14 <sup>3</sup>	36	30	46	29	60	40	6	4
Vereinigtes Königreich	160	30	384	70	592	75	697	95	63	9
Kanada	55	13	111	27	122	27	142	33	24	5
Spanien <sup>2</sup>	8	–	50	–	58	–	107	–	18	–
Niederlande	39	7	101	16	130	17	214	30	55	8
Schweiz	..	..	79	36	94	37	117	44	45	17
Schweden	34 <sup>4</sup>	–	64	15	67	18	93	28	40	12

<sup>1</sup> Frankreich, Italien, Vereinigtes Königreich, Schweden: 1995; Schweiz: 1994. <sup>2</sup> Keine Unterscheidung zwischen Lebensversicherung und Nicht-Lebensversicherung möglich. <sup>3</sup> 1986. <sup>4</sup> Versicherungsgesellschaften und rechtlich selbständige Pensionsfonds.  
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle V.6

durch die Suche nach weiteren Gewinnen immer neue Mittel angezogen hat. Schließlich kann das Wachstum von Investmentfonds auch als Ausdruck einer neuen Aktienkultur verstanden werden, die allmählich auch die Privatanleger erfaßt, und dies selbst in Ländern, in denen Aktienanlagen der privaten Haushalte traditionell von geringerer Bedeutung sind.

#### Fragen der Portfolioallokation

Die Allokation von Ersparnissen ist weder auf strategischer Ebene (Entscheidung über die grobe Aufteilung des Portefeuilles in verschiedene Vermögenskategorien) noch auf taktischer Ebene (Auswahl spezifischer Wertpapiere) unabhängig von dem Umfeld, in dem die Entscheidungen getroffen werden. Die zunehmende Institutionalisierung der Ersparnis wird sich insofern auf die Portfolioallokation auswirken, als die Unterschiede zwischen Privaten und Institutionen in bezug auf die zugrundeliegenden Motive und die Risiko/Ertrags-Einschätzungen ein unterschiedliches Anlageverhalten zur Folge haben. Diese Unterschiede lassen sich anhand der typischen Zusammensetzung der Portefeuilles von Pensionsplänen mit definierten Leistungen bzw. definierten Beiträgen in den USA verdeutlichen. So haben Pensionspläne mit definierten Leistungen, deren strategische Ausrichtung die höhere Risikobereitschaft des Trägers widerspiegelt, zumeist einen höheren Anteil an Aktien und einen geringeren Anteil an Anleihen und Geldmarktanlagen als vergleichbare Portefeuilles von Pensionskassen mit definierten Beiträgen, die von den Begünstigten selbst ausgewählt werden.

Der kräftige Anstieg der internationalen Kapitalströme in den letzten Jahren hat sich auch in der regionalen Gliederung der Portefeuilles institutioneller

Vermögens-  
allokation durch  
strukturelle  
Unterschiede  
beeinflußt

Zunehmende Inter-  
nationalisierung ...



Anleger niedergeschlagen. Aus den verfügbaren Statistiken lassen sich eine Reihe stilisierter Fakten ableiten: Aktienbestände sind im allgemeinen stärker international diversifiziert als Bestände an festverzinslichen Wertpapieren, denn ausländische Anleihen bieten – unter Berücksichtigung des Währungsrisikos – nicht dieselben langfristigen Diversifizierungsvorteile wie Aktien. Der Anteil ausländischer Vermögenswerte ist in den Portefeuilles von Pensionsfonds am höchsten, während Versicherungsgesellschaften in der Regel am wenigsten international diversifizieren. Die institutionellen Anleger aus den Industrieländern neigen dazu, ihre internationalen Bestände auf Wertpapiere aus anderen Industrieländern zu konzentrieren, auch wenn sich der Anteil an Kapitalanlagen in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren erhöht hat.

Trotz ihres Wachstums machen internationale Anlageformen einen viel geringeren Anteil an den Portefeuilles institutioneller Anleger aus, als anhand der relativen Kapitalisierung der nationalen Märkte zu erwarten wäre. Diese Präferenz für inländische Wertpapiere scheint zu ausgeprägt zu sein, als daß sie allein durch die offenkundigen Nachteile von Auslandsanlagen erklärt werden könnte, nämlich höhere Transaktions- und Informationskosten, Wechselkursrisiken sowie gesetzliche, aufsichtsrechtliche und steuerliche Erwägungen. Der derzeitige Diversifizierungsgrad wird aber verständlicher, wenn die Struktur der Verbindlichkeiten institutioneller Anleger berücksichtigt wird. So haben die Passiva von Versicherungsgesellschaften zumeist festverzinslichen Charakter, was die möglichen Vorteile einer internationalen Diversifizierung beträchtlich einschränkt. Bei Investmentfonds sind die potentiellen Vorteile am größten, da diese eine einfachere Struktur der Passivseite aufweisen.

... beeinflusst  
Inlandspräferenz  
kaum ...

Internationale Diversifizierung institutioneller Portefeuilles 1996							
	Pensionsfonds		Versicherungsgesellschaften <sup>1</sup>		Kapitalanlagegesellschaften		Marktkapitalisierung in % weltweit <sup>4</sup>
	Insgesamt <sup>2</sup>	Aktien <sup>3</sup>	Insgesamt <sup>2</sup>	Aktien <sup>3</sup>	Insgesamt <sup>2</sup>	Aktien <sup>3</sup>	
	in Prozent der entsprechenden Vermögenskategorie						
USA	11	16	7	4	7	10	45
Japan	23	35	13	10	—	—	16
Deutschland	4	21	—	—	—	—	4
Frankreich	—	—	1 <sup>5</sup>	1 <sup>5</sup>	—	—	3
Italien	—	—	15	40	16	34	1
Vereinigtes Königreich	28	28	18	19	15	16	9
Kanada	17	37	26 <sup>6</sup>	30 <sup>6</sup>	37	40	3
Australien	20	27	22	29	—	—	2
Niederlande	30	58	18	21	7	9	2
Schweden	6	27	16	36	20	23	1
Schweiz	16	33	—	—	49	51	2

<sup>1</sup> 1995. <sup>2</sup> Ausländische Aktien und Anleihen in Prozent der Aktien und Anleihen insgesamt. <sup>3</sup> Ausländische Aktien in Prozent der Aktien insgesamt. <sup>4</sup> Auf der Basis des „IFC Investable“-Index für aufstrebende Volkswirtschaften. <sup>5</sup> 1994. <sup>6</sup> 1991.

Quellen: OECD; Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement; International Finance Corporation; Watson Wyatt.

Tabelle V.7

... dabei Asymmetrie zwischen Anleger- und Empfängerländern

Ein Gesichtspunkt der internationalen Diversifizierung, den diese Zahlen nicht unbedingt erkennen lassen, ist die Asymmetrie zwischen Anlegern und Empfängern, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Der hohen Konzentration institutionellen Vermögens in einigen der finanziell am weitesten entwickelten Länder steht die geringe Größe vieler Empfängermärkte gegenüber. Diese Asymmetrie in Verbindung mit dem Auf und Ab, das die Portfolioinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit langem kennzeichnet (s. Kapitel VII), zeigt das vorhandene Potential für Instabilität auf, denn geringfügige Portfolioanpassungen durch die Anleger können sehr leicht schwerwiegende Folgen für die Schuldner haben. So würde beispielsweise eine angenommene Umschichtung in Höhe von 1% der Aktienbestände institutioneller Anleger der G7-Länder aus heimischen Aktien heraus im Jahr 1995 nur wenig mehr als 1% der gesamten Marktkapitalisierung ausmachen, in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften aber 27% und in Lateinamerika über 66%.

#### *Anlegervielfalt und Rückkopplungsmechanismen*

Höhere Finanzmarktstabilität durch Anlegervielfalt

Ähnlich wie ein Ökosystem bezieht auch das Finanzsystem seine Stabilität aus der Koexistenz von Marktteilnehmern mit unterschiedlichen Zielsetzungen und einander ergänzenden Verhaltensweisen. Volatilitäten auf den Finanzmärkten und zeitweilige Fehlentwicklungen bei den Preisen von Vermögenswerten entstehen dann, wenn sich das Bestreben der Verkäufer, Vermögenswerte einer bestimmten Kategorie zu liquidieren, nicht mit dem Wunsch der Käufer, entsprechende Vermögenswerte zu erwerben, deckt. Wie sich der wachsende Anteil an Ersparnissen, der über institutionelle Anleger in die Märkte geleitet wird, auf die Vielfalt der Verhaltensweisen der Marktteilnehmer auswirkt, ist bisher nicht eindeutig geklärt. Auf der einen Seite können sowohl die Motive als auch die Risikobereitschaft zwischen verschiedenen Arten institutioneller Anleger beträchtlich variieren. In dieser Hinsicht würde das fortschreitende Wachstum über die gesamte Bandbreite unterschiedlicher Arten von Anlegern die Vielfalt an Marktteilnehmern fördern. Auf der anderen Seite gibt es einleuchtende Gründe anzunehmen, daß ein Portfoliomanager, der Vermögenswerte für Rechnung Dritter verwaltet, aufgrund der Risiko- und Ertragsstrukturen einer solchen Geschäftsbeziehung in geringerem Maße in der Lage oder bereit sein könnte, Positionen einzugehen, die dem allgemeinen Trend entgegengerichtet sind. Dadurch würde ein herdenartiges Verhaltensmuster verstärkt. Darüber hinaus ist die zunehmende Institutionalisierung der Ersparnis Teil der beginnenden Verbreiterung und Vertiefung der Wertpapiermärkte. Wechselnde Verhaltensweisen auf den Märkten, die vom ungehinderten Renditenstreben bis hin zur defensiven Vermeidung jeglichen Risikos reichen können, finden ihren Niederschlag auch in den Allokationsentscheidungen institutioneller Anleger. Oft dürften solche Stimmungsänderungen noch durch Rückkopplungseffekte verstärkt werden, denn die Schwankungen der Preise von Vermögenswerten beeinflussen ihrerseits wieder die institutionelle Nachfrage nach Vermögenswerten, was wiederum den Preistrend verschärft.

Die Entwicklung in diesem Bereich hat zur Folge, daß die Verantwortung für die strategische Ausrichtung zunehmend vom professionellen Verwalter des Vermögenspools auf den Eigentümer des Vermögenswerts übergeht, der letztlich



das gesamte Anlagerisiko trägt. Das Wachstum der Anlagen in Investmentfonds zu Lasten von Bankkonten, die Entwicklung von Pensionsmodellen im Kapitaldeckungsverfahren und hier insbesondere von Pensionskassen mit definierten Beiträgen sind allesamt Ausdruck dieses Wandels. Infolgedessen kann sich die größere Vielfalt an Präferenzen und Sichtweisen der Marktteilnehmer direkt in den Entscheidungen zur Portfolioallokation niederschlagen.

Manche Trends fördern die Vielfalt ...

Dieser Trend wird durch zwei parallele Entwicklungstendenzen im professionellen Portfoliomanagement gestützt: durch das Aufkommen spezieller Anlageprofile und durch die Rolle von Anlageberatern. Sowohl Investmentfonds als auch unabhängige Portfoliomanager von Pensionsfonds neigen dazu, sich auf Portfolios einer bestimmten Kategorie von Vermögenswerten zu spezialisieren. Bei der Auswahl der Wertpapiere folgen sie oftmals einer speziellen Anlagephilosophie, die als „Anlageprofil“ bezeichnet werden kann. Das Anlageprofil ist eine nützliche Information für Anleger, die ihr Vermögen über verschiedene Kategorien verteilen, indem sie es zwischen verschiedenen Portfoliomanagern mit unterschiedlichen Anlageprofilen aufteilen. Ebenso nützlich ist es für die Anlageberater, die die Ergebnisse der Portfoliomanager überwachen und mit Benchmarks für die entsprechenden Anlageprofile vergleichen. Während sich das Mandat der Portfoliomanager auf diese Weise immer enger definiert, wächst die Verantwortung der Anleger in Investmentfonds und der Träger von Pensionsfonds für größere Umschichtungen zwischen den verschiedenen Kategorien.

Daß die Ergebnisse beim Portfoliomanagement auf fremde Rechnung häufig anhand von Benchmarks beurteilt werden, kann sich negativ auf die Marktvielfalt auswirken. Da befürchtet werden muß, daß eine Unterschreitung der Benchmarks – selbst wenn sie ausschließlich auf Zufallseinflüsse zurückgeführt werden kann – zu Kapitalabzügen und damit Honorarverlusten führt, besteht der Anreiz, keine Positionen einzugehen, die größere Abweichungen von den Benchmarks zur Folge haben könnten. Dieser Anreiz, den Handelsstrategien anderer möglichst eng zu folgen, wird zusätzlich verstärkt, wenn die Beurteilung durch Vergleich mit anderen Portfoliomanagern erfolgt. Ein schlechtes Ergebnis, das allgemein geteilt wird, ist für den einzelnen weniger gravierend als das Risiko, nach einer mißglückten Spekulation gegen den Markttrend als einziger exponiert dazustehen. Für diese theoretischen Überlegungen gibt es durchaus auch gewisse Belege aus der Praxis. Empirisch ist ein derartiges Verhalten jedoch wegen schwerwiegender Identifikationsprobleme kaum nachzuweisen, und zudem besteht die Möglichkeit, daß sich das Herdenverhalten bei Marktanspannungen verstärkt. Die empirische Forschung, die bisher einen eher geringen Umfang aufweist und sich vor allem auf das kurzfristige Auswählen bestimmter Titel durch die Portfoliomanager konzentriert, hat ergeben, daß das Herdenverhalten zwar existiert, aber kein größeres Ausmaß annimmt.

... andere führen zu Herdenverhalten ...

Während sich das Herdenverhalten speziell auf die Handelsmuster professioneller Portfoliomanager bezieht, kann es bei den institutionellen Anlegern zu positiven Rückkopplungsmechanismen kommen, die wiederum tendenziell die Dynamik der Preise von Vermögenswerten verstärken. Ein derartiger Mechanismus kann sich beispielsweise daraus ergeben, daß die Portfoliomanager ein spezielles Anlageprofil einzuhalten versuchen, während die Anleger dazu tendieren, eine gute Performance mit weiteren Kapitalzuflüssen zu belohnen. Da die Port-

... und begünstigen sich selbst verstärkende Preisentwicklung

foliomanager kaum von ihrem definierten Anlageprofil abweichen werden, wird der neuerliche Zufluß vermutlich in derselben Vermögenskategorie angelegt. In der Tat haben einige Marktbeobachter die Befürchtung geäußert, die massiven Kapitalzuflüsse in Aktienfonds nach der Aktienhausse im ersten Quartal 1998 könnten unrealistische Erwartungen seitens kleinerer Anleger widerspiegeln.

Ein ähnlicher, wenn auch etwas subtiler wirkender Mechanismus kommt dann zum Tragen, wenn das Ziel des Portfoliomanagements lediglich darin besteht, die vorgegebenen Erträge eines Benchmark-Index zu erwirtschaften. Da viele der gebräuchlichen Indizes kapitalisierungsgewichtete Durchschnitte darstellen, variieren die Gewichte in etwa mit der Performance der Indexbestandteile. Dadurch wird wiederum die Allokation neuer Mittel an den gewählten Märkten beeinflusst. Ein Beispiel für diesen Effekt stellen die relativen Gewichte Asiens und Lateinamerikas im „IFC Investable“-Index dar. Diese betrugen nach der südostasiatischen Krise 24% bzw. 41% und hatten sich damit gegenüber ihren Werten vom Januar 1997 (45% bzw. 34%) beinahe vollständig umgekehrt. Dies könnte zur Trägheit der Kapitalrückflüsse in die asiatischen Volkswirtschaften beigetragen haben.

Auch Mindestanforderungen für die Bonität ihrer Wertpapierbestände können es manchen institutionellen Anlegern verwehren, Positionen einzugehen, die sich dem Markttrend entgegenstellen. Derartige Mindeststandards spiegeln in einigen Fällen die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen wider, sind aber oftmals auch selbstauferlegt, so beispielsweise durch die Treuhänder eines Pensionsfonds. Wird eine bestimmte Klasse von Kreditnehmern bonitätsmäßig herabgestuft, so bleibt den Anlegern oft keine andere Wahl, als ihre Bestände zu liquidieren, selbst wenn sie überzeugt sind, daß sich die Situation bereits in naher Zukunft wieder ins Gegenteil verkehren wird.

Eine gute Performance der Portefeuilles von Pensionsfonds, die dazu führt, daß die Erträge die versicherungsmathematisch berechneten Mindestanforderungen übersteigen, hat oftmals beitragsfreie Jahre für den Träger zur Folge. Bisweilen wird vermutet, daß in einem solchen Fall ein Multiplikatormechanismus zum Tragen kommt, der über höhere Unternehmensgewinne höhere Aktienkurse und damit weitere beitragsfreie Jahre nach sich zieht. Dabei wird allerdings implizit davon ausgegangen, daß ein mit den geringeren Beiträgen des Trägers einhergehender Bremseffekt auf den Aktienkursanstieg nicht groß genug ist, um den positiven Effekt höherer Gewinne wieder auszugleichen.

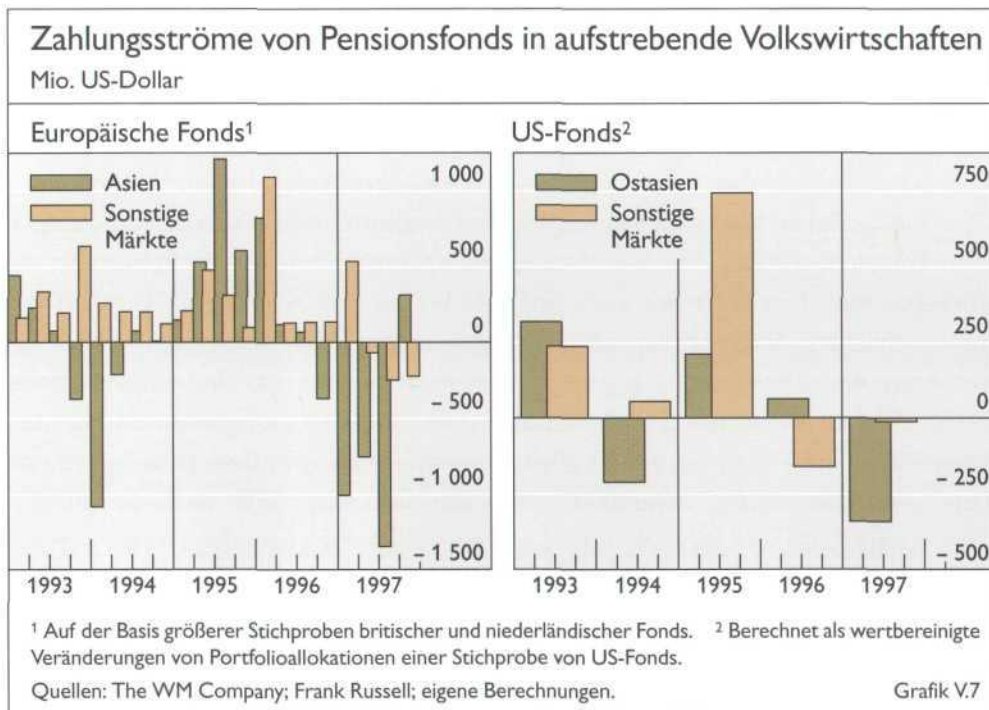
#### *Das Verhalten der institutionellen Anleger während der Ereignisse von 1997*

Die ansteckenden Währungskrisen, die die südostasiatischen Länder nach dem Juli 1997 erfaßten, und die allgemeinen Turbulenzen auf den Aktienmärkten vom Oktober letzten Jahres bieten die Gelegenheit, das Verhalten institutioneller Anleger in Phasen unruhiger Märkte zu analysieren. Zudem ist es aufschlußreich, ihre Verhaltensweisen sowohl mit denen anderer Marktteilnehmer als auch mit vorangegangenen Phasen von Marktanspannungen zu vergleichen, um ihren Einfluß auf die Stabilität der Finanzmärkte zu beurteilen.

Daten zur Portfolioallokation von Pensionsfonds aus den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich und den USA deuten darauf hin, daß die Portfoliomanager bereits im letzten Quartal 1996 begonnen hatten, ihre Positionen in Asien zu

Früher Rückzug  
aus Asien durch  
Pensionsfonds ...



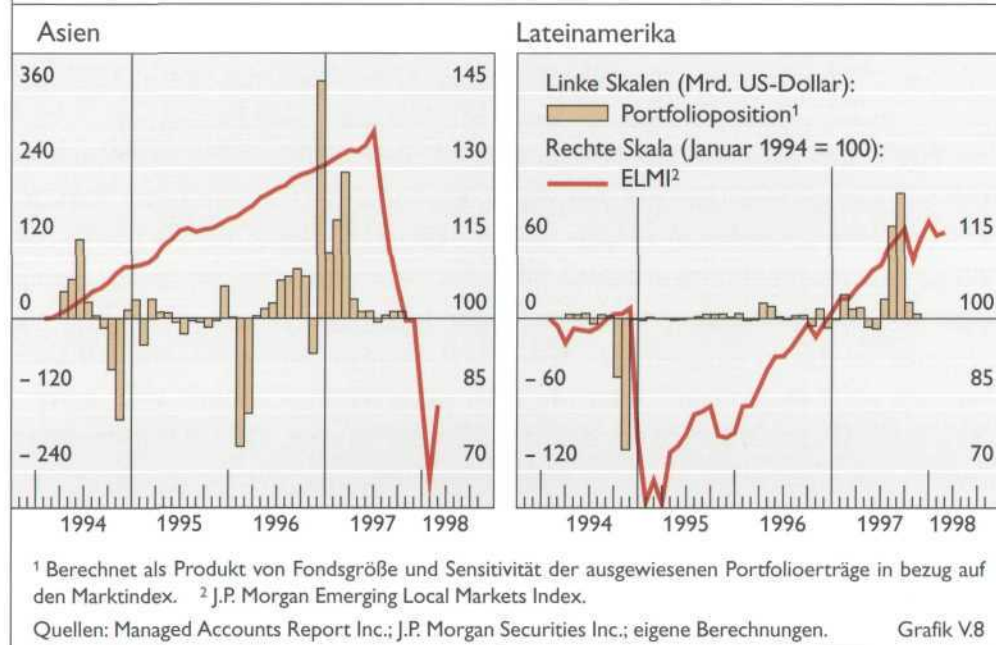


verringern, möglicherweise als Reaktion auf die ersten Anzeichen von Anspannungen. Zwar könnten diese Kapitalabzüge teilweise auch eine Korrektur von ursprünglich zu hohen Positionen darstellen, aber Marktumfragen zeigten ebenfalls bereits einige Monate vor dem Ausbruch der Krise im Juli eine nachlassende Begeisterung für diese Region. Das Verhalten dieser Portfoliomanager steht damit in krassem Gegensatz zum Verhalten der Banken, die allem Anschein nach ihre Positionen gegenüber asiatischen Kreditnehmern bis zum zweiten Quartal des Jahres 1997 ausgebaut haben (s. Grafik VIII.5). Ob es sich dabei um einen größeren Weitblick der Portfoliomanager von Pensionsfonds handelt oder um die mangelnde Bereitschaft der Banken zu einem raschen Kapitalrückzug, um ihren Kundenbeziehungen nicht zu schaden, bedarf einer genaueren Untersuchung. Ebenfalls unklar ist, inwieweit die Anlageentscheidungen der Banken durch Sicherheitsgarantien für Geschäftspartner auf dem Interbankmarkt oder durch die Erwartung eines Eingreifens der internationalen Finanzgemeinschaft im Falle einer Krise beeinflusst wurden. Auf jeden Fall bleibt die Tatsache bestehen, daß Pensionsfonds und Banken unterschiedliche Verhaltensweisen an den Tag legten.

Hedge Funds haben aufgrund eines aggressiven Anlageverhaltens und der Tatsache, daß sie eher im verborgenen agieren, einen schlechten Ruf erlangt. Trotz oft wiederholter einzelner Berichte gibt es allerdings kaum konkrete Beweise dafür, daß die Hedge Funds als Gruppe die Serie von Abwertungen in Südostasien maßgeblich ausgelöst oder auch nur beschleunigt haben. Da keine öffentlich verfügbaren Zahlen über das Engagement von Hedge Funds existieren, sind in Grafik V.8 statistische Schätzungen der aggregierten Positionen einer Gruppe von Fonds wiedergegeben, die auf weltweite Anlagen, einschließlich Währungsanlagen, spezialisiert sind. Dargestellt ist das Engagement gegenüber Asien und Lateinamerika für den Zeitraum 1994–97. Die Werte wurden unter Zuhilfenahme der Fondsgröße und der geschätzten Sensitivität der ausgewiesenen Erträge der

... und Hedge Funds ...

## Geschätzte Portfoliopositionen von Hedge Funds in den aufstrebenden Volkswirtschaften



Hedge Funds gegenüber den Basismärkten errechnet. Die Grafik zeigt, daß Anfang 1997 beträchtliche Long-Positionen in Asien bestanden, die allerdings einige Monate vor der Krise erheblich reduziert wurden. Zur selben Zeit kam es zum Aufbau von Positionen in lateinamerikanischen Ländern. Überdies ergibt diese Analyse offenbar keine statistischen Anhaltspunkte dafür, daß die Hedge Funds *in ihrer Gesamtheit* zu irgendeinem Zeitpunkt während oder nach dem Sommer 1997 übermäßige Short-Positionen gegenüber asiatischen Währungen hatten.

Damit steht das Verhalten der Portfoliomanager von Pensionsfonds und Hedge Funds vor, während und nach der Krise in Asien in deutlichem Gegensatz zu dem der Anleger in US-Investmentfonds, die sich auf die aufstrebenden Märkte spezialisiert hatten (s. Grafik V.9). Die Anfang 1997 begonnenen Kapitalumschichtungen dieser Anleger aus asiatischen Fonds heraus und in lateinamerikanische Fonds hinein verstärkten sich während der Sommermonate nach den ersten Abwertungsphasen. Im Herbst kam es zu einem allgemeinen Rückzug aus beiden Regionen, da sich die Turbulenzen fortsetzten und ihre Auswirkungen an den Aktienmärkten der Industrieländer spürbar wurden. Beim Ausbruch der Mexiko-Krise im Dezember 1994 war der Zufluß in die auf aufstrebende asiatische Volkswirtschaften spezialisierten Anlagefonds dagegen nur vorübergehend unterbrochen worden. Dies legt nahe, daß das Vertrauen der Investmentfondsanleger in diese Volkswirtschaften durch die Ereignisse in Lateinamerika nicht nachhaltig gestört worden war.

In den Tagen nach dem scharfen Rückgang auf vielen Aktienmärkten gegen Ende Oktober des letzten Jahres konzentrierte sich die Aufmerksamkeit vieler Marktteilnehmer auf die Reaktion der individuellen Fondsanleger. Das Ausbleiben umfangreicher Kapitalabzüge war einer der Faktoren, die die Märkte in ihrer Überzeugung bestärkten, daß die Korrektur nur vorübergehend sein würde. Tatsächlich registrierten die US-Aktienfonds im Oktober einen Nettozufluß in der

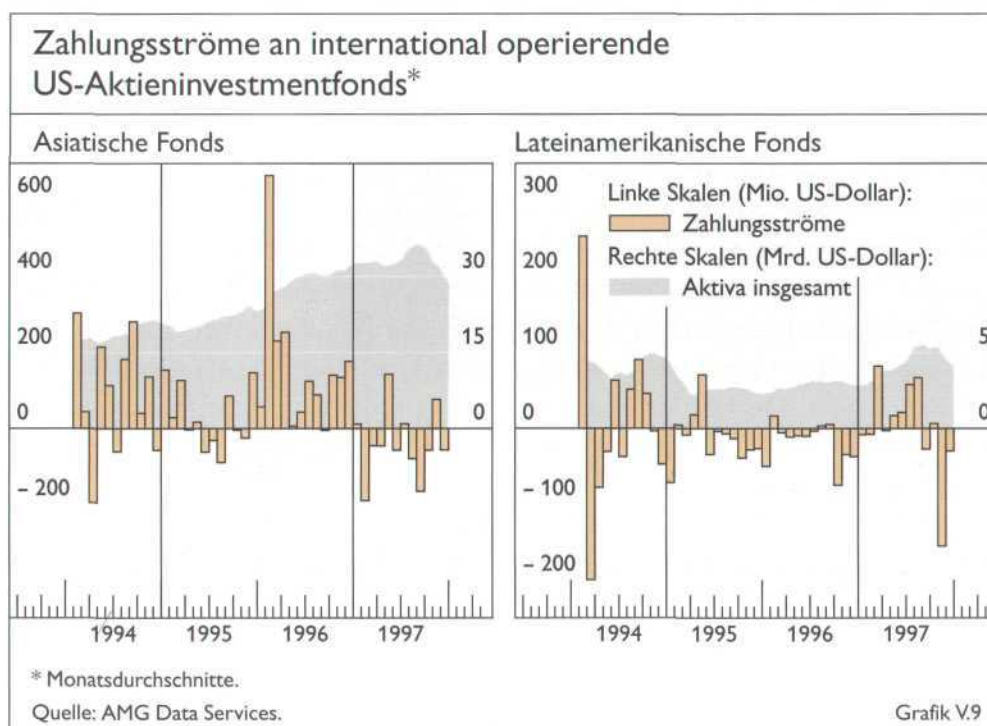
... hingegen Rückzug der Investmentfonds von allen aufstrebenden Märkten ...

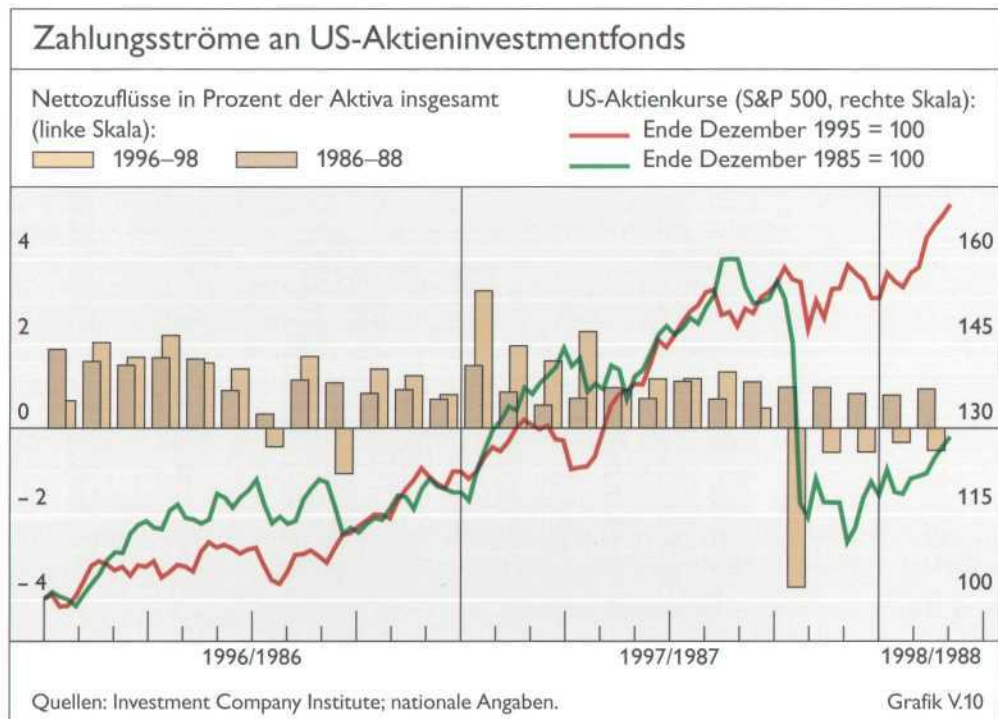
... nicht aber vom US-Aktienmarkt



Größenordnung von 0,8%, was als Hinweis auf das anhaltende Vertrauen der Privatanleger in die bestehenden Marktbewertungen interpretiert werden konnte. Ein Vergleich mit früheren Episoden abrupter Rückgänge und erhöhter Volatilität auf den Aktienmärkten ist nützlich. Im Gefolge des Einbruchs der Märkte vom Oktober 1987 hatten die Kapitalabflüsse aus Aktienfonds mit netto 3,7% des Vermögens einen neuen Rekord erreicht. Ein Großteil dieses Betrags war in den drei Tagen nach dem Börsenkrach abgeflossen, aber die Nettoabflüsse dauerten noch fast das ganze folgende Kalenderjahr an. Im nachhinein und unter Berücksichtigung des jeweiligen Ausmaßes des Kurssturzes scheint es, als hätten die Anleger in Investmentfonds in beiden Fällen durchaus vernünftig und intuitiv richtig reagiert. Die elastischen Reaktionen der Privatanleger trugen dazu bei, die Liquidität im Markt wiederherzustellen und so eine langanhaltende erhöhte Volatilität auf den Aktienmärkten wie etwa neuerlich im Oktober 1989 zu vermeiden. Die Ex-post-Analyse der damaligen Ereignisse zeigt, daß die Marktmacher inmitten der allgemeinen Verkäufe und großer Nervosität der Anleger zögerten, Liquidität bereitzustellen, und damit die Spannungen auf den Märkten weiter verschärften. Im Gegensatz dazu ebnete die prompte Erholung im letzten Oktober den Weg für einen aufsehenerregenden Anstieg der Aktienkurse im ersten Quartal dieses Jahres.

Diese Beispiele verdeutlichen, daß die institutionellen Anleger in verschiedenen Ländern und verschiedenen Situationen nicht unbedingt einheitlich reagieren. Aber auch wenn die verschiedenen Anleger ihre Positionen in Südostasien zu unterschiedlichen Zeitpunkten abzubauen begannen, sah sich die Region im zweiten Halbjahr 1997 einem allgemeinen Kapitalabzug sowohl durch Banken als auch durch Nichtbankinstitute ausgesetzt. Dies veranschaulicht das Ausmaß, in dem weitgehend gleichgerichtete Strategien verschiedener Marktteilnehmer zu einer Verschärfung der Preisbewegungen bei Vermögenswerten beitragen können.





Angesichts des Umfangs der institutionellen Portefeuilles können dann selbst geringe Tendenzen dieser Art zu großen Brüchen im Preisbildungsmechanismus führen.

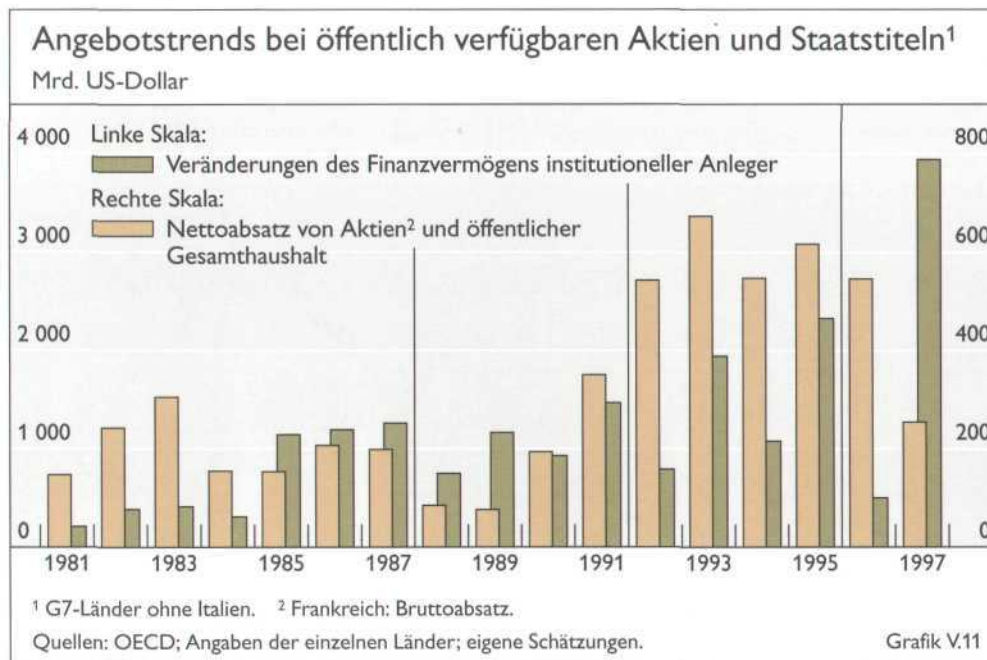
#### Ausblick

Institutionelle Anleger sind ein fester Bestandteil der Finanzlandschaft, und ihr Wachstum wird sich mit derselben Geschwindigkeit fortsetzen, wenn nicht gar beschleunigen. Die Faktoren, die ihrer Entwicklung zugrunde liegen, sind keineswegs nur vorübergehender Natur und beginnen vielfach gerade erst zu wirken. Das Verhalten der institutionellen Anleger wird daher für die Lage auf den inländischen und internationalen Finanzmärkten eine immer wichtigere Rolle spielen, und ihre Bedeutung für die Finanzstabilität verdient ernsthafte Beachtung.

Das wachsende Interesse an liquiden und übertragbaren Wertpapieren, die Möglichkeiten zur Diversifizierung bieten, ist eine natürliche Folge der raschen Ausweitung der institutionellen Finanzanlagen. Gleichzeitig hat sich jedoch das Angebot an zentralen Bestandteilen der Portefeuilles von Pensions- und Investmentfonds, wie z.B. Staatsanleihen und öffentlich notierten Aktien aus den Industrieländern, beträchtlich verringert. Das Nettovolumen an neuen US-Aktienemissionen ist seit über vier Jahren rückläufig. Dies spiegelt zum einen die Welle von Fusionen und Übernahmen wider, die anders als in den späten achtziger Jahren nicht durch Anleihen finanziert wurden. Zum anderen kam es auch zu Rückkäufen von Aktien durch Unternehmen, die darauf abzielten, die Rendite der Aktionäre zu erhöhen. Darüber hinaus bringen die Bemühungen der Industrieländer um fiskalische Konsolidierung (s. Kapitel II) einen Rückgang des Angebots an hochwertigen Staatspapieren mit sich. Die jüngsten Zuwachsraten der Preise von Vermögenswerten und die in historischer Betrachtung hohe Bewertung, die im ersten Teil dieses Kapitels erörtert wurden, mögen daher zumindest teilweise

Bei traditionellen Instrumenten Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ...





das vorübergehende Ergebnis eines strukturellen Ungleichgewichts zwischen Angebots- und Nachfragetrends sein.

Dieses Ungleichgewicht zwischen dem Portfoliobedarf der institutionellen Anleger und dem Angebot an Aktien und Staatsanleihen bedeutet auch, daß die Nachfrage dann durch andere Vermögenskategorien befriedigt werden muß. Das dürfte den Märkten für verbrieft Verschuldung, nicht notierte Aktien, Wertpapiere aufstrebender Volkswirtschaften und andere alternative Anlageformen Auftrieb verleihen. Vermutlich wird dadurch auch die weitere Entwicklung synthetischer Wertpapiere gefördert, die mit Hilfe strukturierter derivativer Instrumente die Risiko/Ertrags-Profile staatlicher Wertpapiere nachbilden. In der Tat lassen die Ergebnisse von Umfragen darauf schließen, daß in den letzten Jahren alternative Anlageformen wie etwa Fonds für fremdfinanzierte Übernahmen, nicht notierte internationale Aktien und Risikokapital bereits in beträchtlichem Ausmaß Eingang in die Portefeuilles institutioneller Anleger gefunden haben. Die entsprechenden Anlagen von Pensionsfonds in den USA und Kanada betragen rund \$ 70 Mrd. In Kontinentaleuropa wird das Wachstum der institutionellen Anleger gemeinsam mit der Errichtung eines einheitlichen Währungsraums wahrscheinlich die Entwicklung auf dem Markt für Unternehmensanleihen weiter beflügeln, der bisher hinter der Entwicklung in den englischsprachigen Ländern zurückgeblieben ist.

Der Trend zur Konsolidierung über das gesamte Spektrum des Finanzdienstleistungssektors ist sowohl für die Struktur des Portfoliomanagementsektors als auch für dessen Beziehungen zu anderen Arten von Finanzinstituten von Bedeutung. Die Vermögensverwaltungskonglomerate vergrößern sich kontinuierlich, sei es auf natürliche Art und Weise oder durch Übernahmen. In den letzten Monaten gab es auch in der Versicherungsbranche einige vielbeachtete Zusammenschlüsse, einige davon grenzüberschreitend. Im übrigen werden zwei wesentliche strukturelle Veränderungen in naher Zukunft dem Bereich der internationalen Geschäftsverbindungen beträchtliche Impulse verleihen, nämlich zum einen die

... dadurch  
Aufschwung für  
alternative Anlagen

Konsolidierungstrend eine Herausforderung für die Aufsichtsstrukturen

fortschreitende Liberalisierung des Marktes für Finanzdienstleistungen in Japan, zum anderen die Errichtung des einheitlichen Währungsraums in Europa. Die Banken sind bereits in erheblichem Ausmaß mit Herstellung, Marketing und Vertrieb neuer kollektiver Anlageformen beschäftigt und haben bereits die ersten Schritte getan, um sich auch auf dem Versicherungssektor zu etablieren. Die schwebende Fusion zwischen zwei großen Schweizer Banken wird die Gründung der größten Vermögensverwaltungsgesellschaft der Welt zur Folge haben. Der Trend geht außerdem zu Fusionen bzw. strategischen Allianzen zwischen Banken und Vermögensverwaltungsgesellschaften, die zum Ziel haben, die Verbindung zwischen Herstellung und Vertrieb von Finanzinstrumenten zu verbessern. In einigen Ländern werden erfolgreiche Pensionsfonds erwägen, ihre Palette an Finanzdienstleistungen auszuweiten, indem sie Allianzen mit den Anbietern, also Banken und Versicherungen, eingehen oder indem sie diese Produkte selbst herstellen. Diese Entwicklungen werfen die Frage auf, ob die bestehenden aufsichtsrechtlichen Regelungen, die bisher stark an Sektoren- und Staatsgrenzen gebunden sind, ausreichend an eine Finanzlandschaft angepaßt sind, in der diese Grenzen zunehmend verschwimmen.

Trägt das Wachstum der institutionellen Anleger zu finanzieller Instabilität bei? Als Hauptursache von Marktturbulenzen vermutlich nicht, aber aufgrund der Größe ihrer Portefeuilles sind die institutionellen Anleger in der Regel der wichtigste Kanal, über den sich Stimmungsänderungen bei den Anlegern an den Finanzmärkten fortpflanzen. Die weiter oben angesprochenen Kräfte, die institutionelle Anleger möglicherweise zu einem Verhalten veranlassen, das bisweilen die Dynamik der Preise von Vermögenswerten verstärken könnte, bedürfen weitergehender Untersuchungen. Die Verantwortlichen für die Wahrung der Finanzstabilität sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene müssen wissen, wie sich verschiedene Arten von Anlegern verhalten und wie sie auf die Marktbedingungen reagieren. An einem zunehmend liberalisierten Finanzplatz von weltweitem Ausmaß sind Kenntnis und Handhabung der Marktdynamik und ihrer Gefahren die beste Versicherung gegen eine exzessive Volatilität, die kostspielige Krisen zur Folge hat.



## VI. Wechselkurse und Kapitalverkehr

### Schwerpunkte

Während des Jahres 1997 und Anfang 1998 wurden sowohl die Zinserwartungen als auch die Wechselkursentwicklung des US-Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark von der aktuellen und der zu erwartenden Konjunkturentwicklung in den drei größten Volkswirtschaften beherrscht. Der Yen wies größere Schwankungen auf als die D-Mark, da die Marktteilnehmer ihre Einschätzung hinsichtlich der Dynamik der japanischen Konjunkturentwicklung revidierten. Ebenso wie 1996 trug die Stärke des US-Dollars dazu bei, die Weltnachfrage mit stabilisierendem Effekt umzuleiten, und zwar weg von der vollbeschäftigten US-Wirtschaft hin zu jenen Volkswirtschaften, die noch unter dem Produktionspotential lagen. Offen bleibt die Frage, ob das US-Leistungsbilanzdefizit, das sich aufgrund der Wechselkursentwicklung und der Asien-Krise deutlich ausweiten dürfte, angesichts der kontinuierlichen Zunahme der US-Auslandsverbindlichkeiten aufrechterhalten werden kann.

In Ostasien und darüber hinaus kam es im Jahr 1997 durch verschiedene Einflußfaktoren zu beträchtlichen Währungsabwertungen. Abgesehen von ähnlichen Bedingungen in den einzelnen Ländern können dabei folgende Gemeinsamkeiten angeführt werden: die Stärke des US-Dollars, der Wettbewerb im internationalen Handel, weitverbreitete Umschichtungen spekulativer Positionen und schließlich der Abzug von Mitteln ausländischer Anleger aus Märkten, die als einander ähnlich betrachtet wurden. Der Rückgang des Wirtschaftswachstums und Vermögensseinbußen in Asien drückten die Preise für Rohstoffe und Gold und setzten dadurch den kanadischen und den australischen Dollar unter Druck.

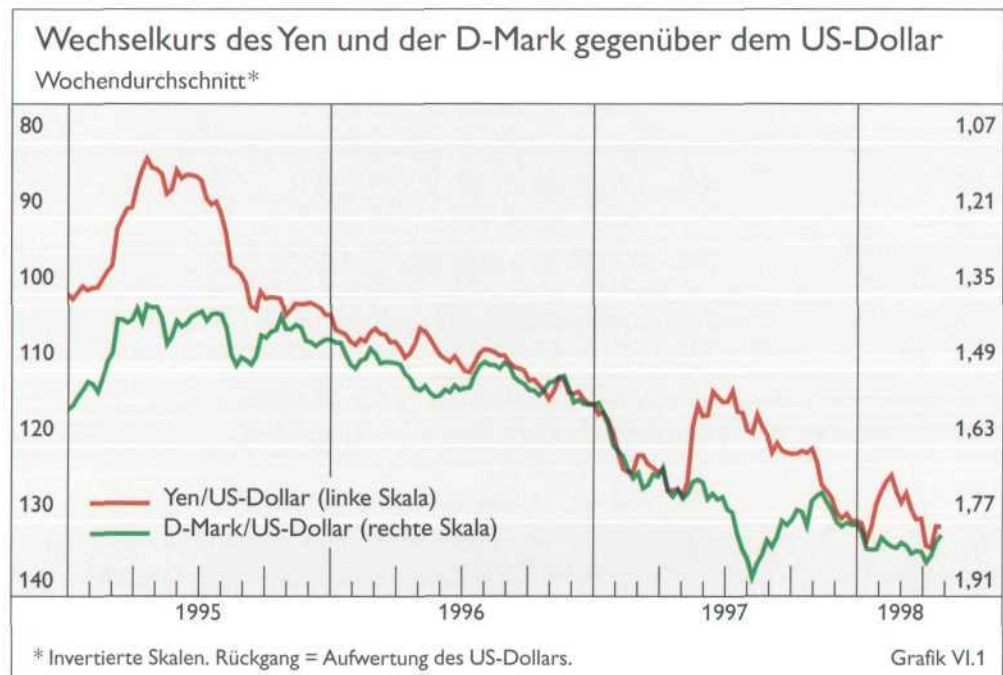
Die meisten europäischen Währungen blieben vor dem Hintergrund des starken US-Dollars gegenüber der D-Mark stabil oder notierten fester. Mit der Konvergenz der Haushaltspolitik und der Inflationsraten nahmen die Devisenterminkurse und die Preise von Währungsoptionen die Einführung des Euro mehr als ein Jahr vor dem festgelegten Start der Währungsunion vorweg. Der Handel von D-Mark gegen die anderen künftigen Teilnehmerwährungen hatte sich bereits im Jahr 1997 verringert.

### US-Dollar, D-Mark und Yen

#### *US-Dollar und Konjunkturentwicklung*

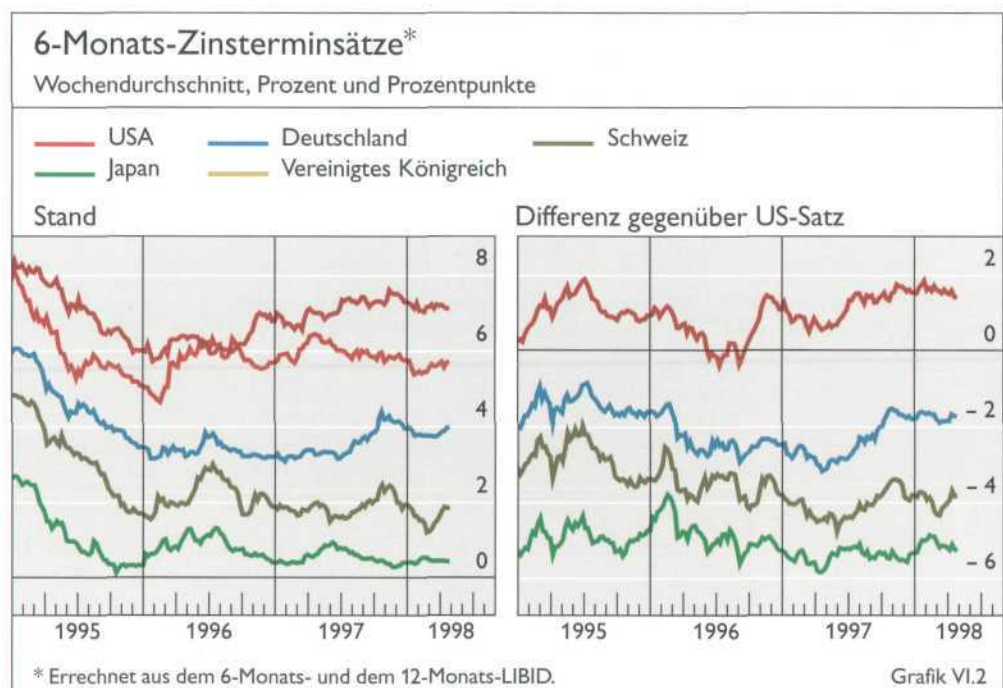
Anfang 1997 setzte sich die Aufwertungstendenz des US-Dollars sowohl gegenüber dem Yen als auch gegenüber der D-Mark fort (s. Grafik VI.1), da die Märkte eine geldpolitische Straffung in den USA und eine unveränderte Geldpolitik in Deutschland und Japan erwarteten (s. Grafik VI.2). Diese Erwartungen

Reaktion  
des Dollars auf  
geänderte Wach-  
tumserwartungen



basierten auf Anzeichen eines beschleunigten Wirtschaftswachstums in den USA sowie auf der zunehmenden Arbeitslosigkeit in Deutschland und einer anhaltenden Schwäche des Finanzsektors in Japan. Im April verstärkten die besonders umfangreichen Kapitalbewegungen von Japan in die USA, die für den deutlichen Anstieg der internationalen Anleihe- und Aktientransaktionen mitverantwortlich waren (s. Tabelle VI.1), die Abschwächung des Yen noch (s. Grafik VI.3).

Von Mai bis Juli bewegte sich der Wechselkurs des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark gleich einer sich öffnenden Schere. Gegenüber der D-Mark festigte er sich in Richtung der in den neunziger Jahren noch nie erreichten Marke von DM 1,90, und zwar vor dem Hintergrund einer stärker werdenden





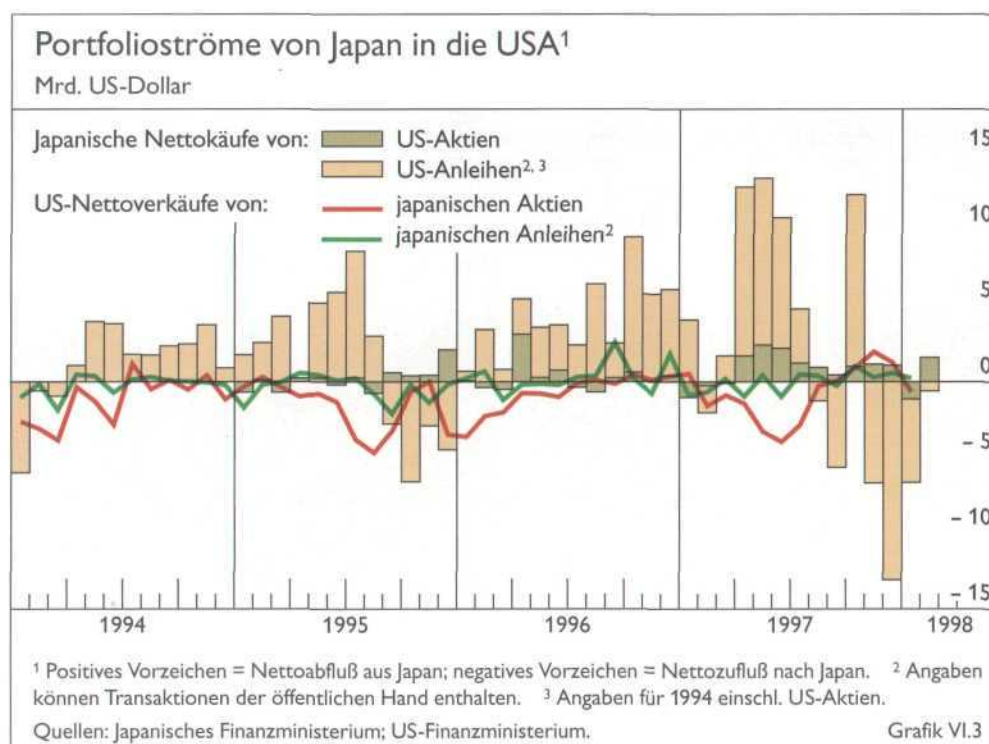
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen*												
	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	in Prozent des BIP											
USA	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213
Japan	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96
Deutschland	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	199	253
Frankreich		5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
Italien	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672
Kanada	3	9	27	55	65	83	114	153	208	189	251	358

\* Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden.  
 Quelle: Zahlungsbilanzstatistik der einzelnen Länder.

Tabelle VI.1

allgemeinen Überzeugung, daß der Euro zeitplangemäß und mit einer großen Teilnehmerzahl eingeführt wird. Gleichzeitig schwächte er sich gegenüber dem Yen erheblich ab, da der (letztendlich falsche) Eindruck entstanden war, daß sich die japanischen Konjunkturaussichten verbesserten. Der Yen legte ebenfalls zu, als die Marktteilnehmer aus den wirtschaftspolitischen Stellungnahmen in Japan und den USA entnehmen zu können glaubten, daß offizielle Interventionen zugunsten des Yen denkbar seien. Japanische Anleger nutzten die Yen-Stärke während dieses Zeitraums, indem sie weiterhin in großem Ausmaß US-Anleihen kauften.

Während des Sommers schloß sich die Schere, als die Veröffentlichung schwacher japanischer Wirtschaftsdaten den früheren Wachstumsoptimismus dämpfte. Damit wurde ein Anstieg der japanischen Zinsen weniger wahrscheinlich. Hinsichtlich der US-Zinsen wurden keine Änderungen erwartet. Die Besorgnis über das Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber Japan dürfte die Dollaraufwertung gegenüber dem Yen allerdings gebremst haben. Die Erholung der D-Mark



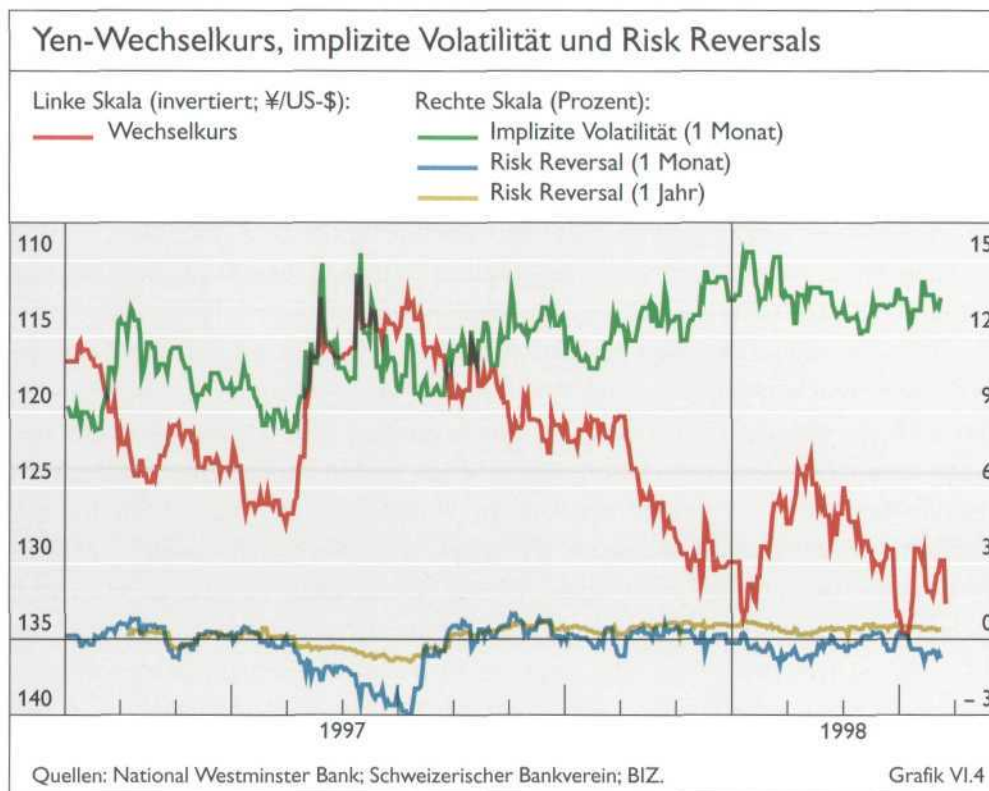
Grafik VI.3

gegenüber dem Dollar in diesem Zeitraum spiegelte Erwartungen einer gewissen geldpolitischen Straffung in Deutschland wider; diese Erwartungen wurden Anfang Oktober erfüllt.

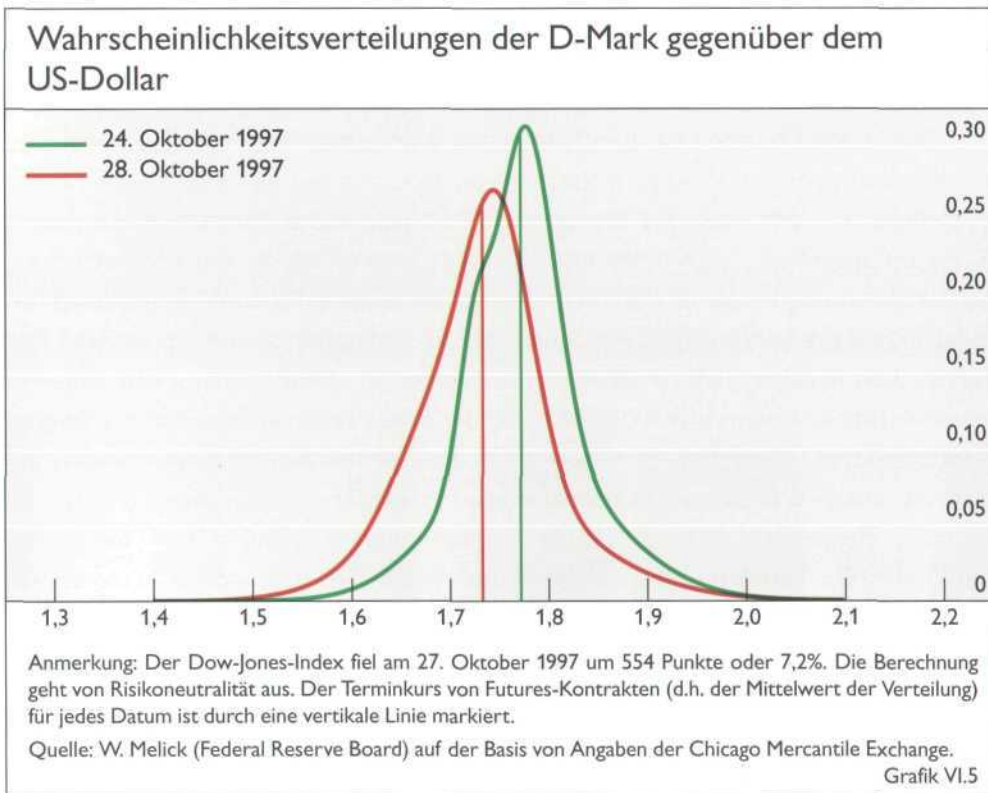
Umfangreiche japanische Verkäufe von Auslandsanleihen ...

... durch spekulative Positionen noch übertroffen

Von Ende Oktober bis zum Jahresende wurde die Wechselkursentwicklung in den drei größten Volkswirtschaften von der sich ausweitenden Asien-Krise beeinflusst. Die Meinung des Marktes, daß die japanische Wirtschaft die Asien-Krise am meisten zu spüren bekommen würde, verstärkte die Yen-Abschwächung tendenziell noch, zu der es durch den Pessimismus über die Konjunkturaussichten in Japan und die Sorge wegen Anspannungen im Finanzsektor gekommen war. Die japanischen Anleger verkauften Auslandsanleihen in einem bisher nicht dagewesenen Ausmaß, wodurch sich die während der Phase relativer Yen-Stärke erfolgten Kapitalabflüsse umkehrten (s. Grafik VI.3). Ein Teil der Kapitalströme entfiel auf Banken, die ihre Dollaraktiva reduzierten, um Dollarverbindlichkeiten tilgen zu können. Einige der Anleiheverkäufe führten aber zu Käufen von Yen gegen US-Dollar. Die Yen-Schwäche deutet daher darauf hin, daß andere Faktoren am Werk waren. Ein solcher Faktor waren möglicherweise die beträchtlichen Short-Positionen, die spekulativ orientierte Marktteilnehmer außerhalb Japans sowohl auf dem Kassa- als auch auf dem Optionsmarkt gegen den Yen eingingen. Hedge Funds und im Eigengeschäft tätige Händler erwarben Dollar-Kaufoptionen mit langer Laufzeit zum aktuellen Wechselkurs, was der Erwartung entsprach, daß die Wirtschaftsschwäche und die Anspannungen im Finanzsystem zu einer weiteren Dollaraufwertung gegenüber dem Yen führen würden. Aufgrund des beträchtlichen Zinsabstands waren diese Optionen „aus dem Geld“ (und daher billig) und würden selbst bei einer nur marginalen Festigung des Dollars einen Ertrag abwerfen. Ein Indikator für das Eingehen solch spekulativer Positionen war der kontinuierlich vorhandene Aufschlag auf Dollar-Kaufoptionen mit einjähriger Laufzeit gegenüber







gleichfalls „aus dem Geld“ befindlichen Yen-Kaufoptionen Ende 1997 und Anfang 1998 (s. das positive Risk Reversal in Grafik VI.4).

Gegenüber der D-Mark schwächte sich der US-Dollar dagegen zwischen Ende Oktober und Mitte November ab, worin die Meinung des Marktes zum Ausdruck kam, daß sich die Asien-Krise auf die USA wirtschaftlich stärker auswirken würde als auf Europa. Ebenso wie 1996 fiel der Dollar an dem Tag am meisten, an dem der US-Aktienmarkt am stärksten nachgab, nämlich am 27. Oktober. Dieser Rückgang, der durch ein Absacken des Aktienmarktes in Hongkong ausgelöst worden war, wurde von einer wachsenden Unsicherheit des Marktes begleitet (sichtbar an einer Zunahme der Varianz der Dichtefunktion der Wahrscheinlichkeitsverteilung, die aus Optionspreisen abgeleitet wird). Die Marktteilnehmer waren jetzt auch bereit, mehr für Optionen zu bezahlen, die sich im Falle eines deutlich schwächeren Dollars während der folgenden Monate rentieren würden (eine Verdickung des linken Astes der Verteilung in Grafik VI.5).

Mit Ausnahme der Tage, an denen der US-Aktienmarkt einbrach, war die Beziehung zwischen dem Wert der Währung und dem Aktienmarkt in Japan und in den USA jeweils unterschiedlich. Bei einem großen, aber stabilen Abstand der kurzfristigen Zinssätze zwischen Dollar und Yen in den vergangenen zwei Jahren beeinflussten die Stimmungsschwankungen hinsichtlich der Aussichten für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum in Japan den Yen-Wechselkurs und den japanischen Aktienmarkt in ähnlicher Weise. (Diese Beziehung ist ziemlich eng, auch wenn die allgemein positive Reaktion der japanischen Unternehmensgewinne auf einen schwächeren Yen eine negative Korrelation erwarten lassen würde, wie sie in Kontinentaleuropa beobachtet wird.) Der US-Aktienmarkt und der Dollar/DM-Wechselkurs weisen einen viel loseren Zusammenhang auf, vor allem im Jahr 1998 (s. Grafik VI.6). Sicherlich spiegeln sich in beidem die sich ändernde

Dollarrückgang bei Einbruch der US-Aktienkurse im Oktober ...

... unterstreicht Beziehung zwischen Wechselkursen und Aktienmärkten

Erwartung der Anleger hinsichtlich eines dauerhaften Wirtschaftswachstums in den USA und damit die Hoffnung auf eine starke Preissteigerung bei Vermögenswerten wider; dies ist an den ausländischen Käufen von US-Aktien in Höhe von netto \$ 66 Mrd. im Jahr 1997 erkennbar. Gleichzeitig zeigt der schwache Zusammenhang aber den starken Einfluß der sich ändernden Einschätzung der Konjunkturlage nicht nur in den USA, sondern auch in Europa. Die Singularität des Einflusses auf den Dollar/Yen-Wechselkurs im Gegensatz zur Vielschichtigkeit der Bestimmungsfaktoren im Falle des Dollar/DM-Wechselkurses trägt dazu bei, die scherenartige Bewegung des Dollarkurses zu erklären.

Spätestens Mitte November hatte sich bei den Marktteilnehmern der Eindruck durchgesetzt, daß Europa stärker als ursprünglich angenommen von der Asien-Krise betroffen sein würde. Dies führte – zusammen mit Erklärungen von offizieller Seite über die Zinskonvergenz in Europa – dazu, daß weitere Erhöhungen der deutschen Notenbankzinsen als weniger wahrscheinlich betrachtet wurden. Daraufhin gab die D-Mark gegenüber dem Dollar bis zum Jahreswechsel allmählich nach.





Mitte Januar 1998 öffnete sich die Schere erneut, als der Dollar innerhalb einer engen Bandbreite um DM 1,80 notierte, während der Yen sprunghaft von fast ¥ 134 auf rund ¥ 125 je Dollar anstieg, begünstigt durch die Erwartung, noch vor dem Treffen der Siebenergruppe am 20. Februar würden ein weiteres fiskalisches Konjunkturpaket und Deregulierungsmaßnahmen angekündigt. Von Bedeutung waren außerdem die positiveren Aussichten für die anderen ostasiatischen Volkswirtschaften und die Markterwartungen im Hinblick auf Interventionen durch die japanischen Währungsbehörden. Als jedoch in der Tankan-Erhebung Anfang April die flauen japanischen Wirtschaftsaussichten zutage traten und überdies eine Rating-Agentur ihre Prognose für die Bonitätseinstufung Japans von stabil auf negativ änderte, fiel der Yen auf rund ¥ 135 je Dollar zurück und damit auf das niedrigste Niveau seit September 1991. Dollarverkäufe durch die Bank of Japan verhinderten, daß der Yen gegenüber dem Dollar noch stärker nachgab.

#### Aussichten für den US-Dollar

Vom konjunkturellen Standpunkt aus gesehen hat die Dollarstärke 1997 – wie schon in den beiden vorangegangenen Jahren – zu einer ausgewogeneren Wachstumsverteilung unter den Industrieländern beigetragen. Sie leitete die Weltnachfrage tendenziell von der dynamischen US-Wirtschaft auf die sich weniger robust entwickelnden Volkswirtschaften um. Langfristig allerdings dürfte die anhaltende Stärke des Dollars letztlich weniger ausgleichend wirken. Beurteilt man seine Kaufkraft im Hinblick auf deutsche oder japanische Güter und Dienstleistungen anhand des Unterschieds zwischen dem Marktkurs und der geschätzten Kaufkraftparität, so ist der Dollar unterbewertet (s. Tabelle VI.2). Dennoch dürfte sich das Leistungsbilanzdefizit, das 1997 \$ 166 Mrd. betrug, angesichts der Dollarstärke und des Rückgangs der Exporte nach Asien in diesem Jahr weiter vergrößern. Es stellt sich daher die Frage, ob die wachsenden US-Leistungsbilanzdefizite bei weiter zunehmender US-Auslandsverschuldung aufrechterhalten werden können.

Eine Möglichkeit, diese Frage zu beantworten, besteht darin, fundamentale Gleichgewichts-Wechselkurse zu schätzen, mit denen das Dollarniveau ermittelt wird, das langfristig mit einem stabilen Verhältnis von Auslandsverschuldung zu BIP vereinbar ist. Solche Schätzungen sind notgedrungen ungenau, deuten aber darauf hin, daß der Dollar bei Zugrundelegung der Wechselkurse vom Mai 1998

Dollarstärke  
fördert  
ausgewogenere  
Wachstums-  
verteilung ...

... wirft aber  
langfristig Fragen  
auf

Kaufkraftparität und fundamentaler Gleichgewichtswert des US-Dollars (geschätzt)						
	Wechselkurs <sup>1</sup> gegenüber dem Dollar	Kaufkraftparität		Kaufkraftparität, produktivitäts- bereinigt	Fundamentaler Gleichgewichts- Wechselkurs	
		OECD <sup>2</sup>	Penn <sup>3</sup>		IIE	SBV <sup>4</sup>
D-Mark	1,77	2,02	2,12	1,51	1,45–1,50	1,40
Yen	132	169	188	124	100	95

<sup>1</sup> 11. Mai 1998. <sup>2</sup> Jahresdurchschnitt 1997. <sup>3</sup> 1992. <sup>4</sup> Anfang 1998.  
 Quellen: OECD; Penn World Table 5.6; Goldman Sachs; John Williamson, unveröffentlichte Aktualisierung der Schätzungen aus *Estimating equilibrium exchange rates*, Institute for International Economics (IIE), Washington D.C. (September 1994) von 1996; Schweizerischer Bankverein (SBV).  
 Tabelle VI.2

Offizielle Währungsreserven					
	1994	1995	1996	1997	Stand Ende 1997
	Mrd. US-Dollar				
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	153,0	200,1	172,3	45,9	1 578,5
Industrieländer	60,9	79,3	69,6	-10,3	692,6
Junge Industrieländer Asiens <sup>1</sup>	31,7	22,7	17,5	- 4,1	272,2
Übrige Länder	60,4	98,1	85,2	60,3	613,7
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen <sup>2</sup>				
Insgesamt	112,2	182,1	200,6	105,3	1 578,5
Reserven in US-Dollar	90,7	143,8	161,8	54,5	1 103,5
davon:					
In den USA <sup>3</sup>	38,3	106,0	128,0	20,6	738,7
Bei Banken außerhalb der USA <sup>4</sup>	30,0	-15,4	19,2	- 4,0	122,2
Nicht aufgliederbar	22,4	53,2	14,6	37,9	242,6
Reserven in anderer Währung	21,5	38,3	38,8	50,8	475,0
darunter: Bei Banken <sup>4</sup>	1,8	7,6	8,0	17,0	126,1

<sup>1</sup> Hongkong, Korea, Singapur, Taiwan. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende. Differenz auf der Basis der bekannten Reserven zugeordnet. <sup>3</sup> Ohne erhaltene Vorauszahlungen auf Verkäufe von Rüstungsgütern im Ausland und ohne Marktwert von Nullkuponanleihen, emittiert für die Regierungen Argentiniens, Mexikos und Venezuelas als Sicherheit für deren Brady-Anleihen. <sup>4</sup> Einlagen von Währungsinstitutionen bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Tabelle VI.3

gegenüber der D-Mark deutlich und gegenüber dem Yen noch mehr überbewertet ist.

Immerhin waren die privaten Anleger im vergangenen Jahr bereit, das Leistungsbilanzdefizit der USA zu finanzieren. Der Großteil des Wachstums der US-Auslandsverbindlichkeiten im Jahr 1997 wurde vom Privatsektor offenbar mühelos absorbiert; die offiziellen Währungsreserven im allgemeinen und die US-Dollar-Reserven im besonderen nahmen nach mehreren Jahren sehr starken Wachstums nur geringfügig zu (s. Tabelle VI.3). In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen die Währungsreserven infolge des Rückzugs des privaten Kapitals aus Asien ab; allerdings stiegen sie insbesondere in China, Hongkong, Indien, Polen und sogar Rußland – trotz eines Rückgangs im vierten Quartal – übers Jahr gesehen an. In den Industrieländern wuchsen sie währenddessen moderat (zu konstanten Wechselkursen), wobei die japanischen Reserven im Jahr 1997 nicht weiter zunahmen. Trotzdem läßt die reichliche private Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits, u.a. durch die umfangreichsten Käufe von US-Aktien seit der ersten Jahreshälfte 1987, die Frage offen, ob diese Kapitalzuflüsse anhalten werden.

Gemessen an der Wertschöpfung der USA dürften die steigende Auslandsverschuldung und die entsprechende Zunahme der Zinsbelastung keinen unmittelbaren Anlaß zur Sorge darstellen. Die Auslandsverbindlichkeiten, die sich aus den US-Leistungsbilanzdefiziten seit Ende der achtziger Jahre ergeben haben, betragen netto weniger als ein Sechstel der inländischen Wertschöpfung. Darüber hinaus war der Saldo der Kapitalertragsbilanz 1997 zwar negativ, belief sich aber auf nur



1/5% der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den USA. Im Vergleich hierzu betragen die japanischen Nettokapitalerträge aus der – positiven – internationalen Nettovermögensposition, die sich auf rund ein Viertel des BIP beläuft, etwas mehr als 1% des japanischen BIP. Dieser erstaunliche Unterschied zwischen der deutlich negativen internationalen Nettovermögensposition der USA und den geringen Nettoaufwendungen ist auf zwei Faktoren zurückzuführen: Erstens ist der Bestand der US-Direktinvestitionen im Ausland älter als die ausländischen Direktinvestitionen in den USA und erwirtschaftet daher eine höhere Rendite. Zweitens emittieren die USA relativ sichere Schuldinstrumente, wie z.B. Schatzscheine und Bankeinlagen, während ihre institutionellen Anleger (s. Kapitel V) risikoreichere, aber entsprechend höher rentierende Aktiva im Ausland erwerben, wie z.B. festverzinsliche Wertpapiere von aufstrebenden Volkswirtschaften. Insgesamt ist festzustellen, daß sich die Belastung durch die Bedienung der Auslandsverbindlichkeiten erst jetzt bemerkbar zu machen beginnt, obwohl sich die internationale Nettovermögensposition der USA bereits seit zwei Jahrzehnten fast durchgehend verschlechtert. Die Einführung des Euro könnte jedoch diesen Trend deutlicher sichtbar machen (s. weiter unten).

## Währungsentwicklung in Asien

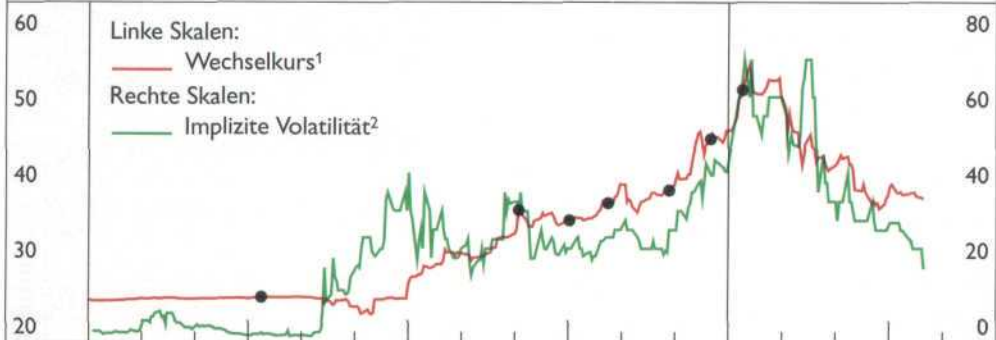
Die Abwertungen asiatischer Währungen im Jahr 1997 gingen im wesentlichen auf Krisen im Inland zurück, deren Ursachen in Kapitel III und VII näher untersucht werden. Allerdings dürfte der konjunkturbedingt starke US-Dollar die Abwertung asiatischer Währungen, deren Außenwert von Anfang bis Mitte der neunziger Jahre stabil gewesen war, beschleunigt haben. Obwohl die Inflationsraten der asiatischen Länder in dieser Zeit oft über denen ihrer industrialisierten Handelspartner lagen, verhinderte die enge Bindung an den nachgebenden Dollar damals eine Erhöhung des realen gewichteten Außenwerts der betreffenden Währungen (s. Grafik III.2). Demgegenüber bewirkte der Anstieg des Dollars gegenüber dem Yen um 56% und gegenüber der D-Mark um 27% seit dem Frühjahr 1995 einen Anstieg des gewichteten Außenwerts der asiatischen Währungen, der dann durch die Abwertungen in der Anfangsphase der Krise rückgängig gemacht wurde. Gleichfalls bemerkenswert ist, daß die letzte Baht-Abwertung vor 1997 – im Jahr 1984 – in der Spätphase einer anhaltenden Periode der Dollarstärke erfolgt war.

Einmal begonnen, schien sich die Währungsabwertung von Land zu Land auszubreiten. Wann die Währungen unter Druck gerieten, läßt sich jedoch aus den beobachteten Wechselkursen allein nicht unbedingt ablesen, da die Währungsbehörden die Währungen mit unterschiedlicher Entschlossenheit durch Interventionen und Zinsanhebungen verteidigten. So wurden der thailändische Baht und die tschechische Krone beide im Mai attackiert, allerdings wurde der Baht – unterstützt durch Kapitalverkehrsbeschränkungen – bis zum 2. Juli verteidigt, während die tschechische Krone nach einer energischen, aber kurzen Verteidigung unter ihre Bandbreite fiel. Die Optionsmärkte können einen besseren Indikator für den Zeitpunkt von Angriffen auf eine Währung bieten. Der Preis einer Option – und damit die implizite Wechselkursvolatilität während der Laufzeit – steigt bei wirtschaftspolitischen Unsicherheiten oder Ereignissen in Nachbarländern selbst

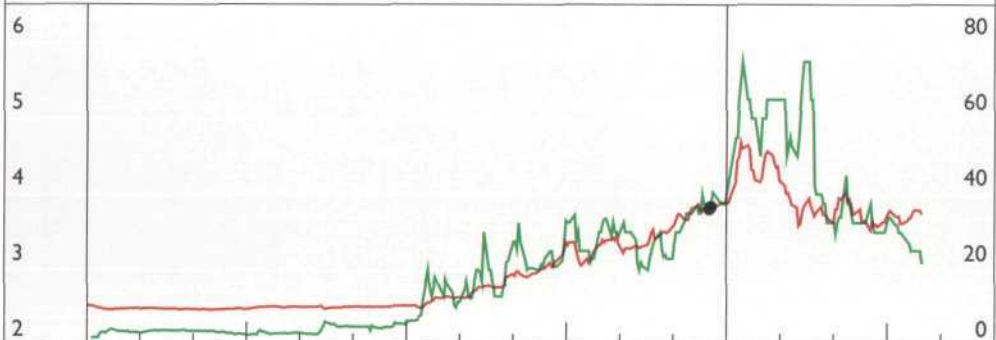
Druck auf  
Währungen an  
Optionsmärkten  
erkennbar

## Wechselkurse, implizite Volatilität und Rating-Änderungen in Asien

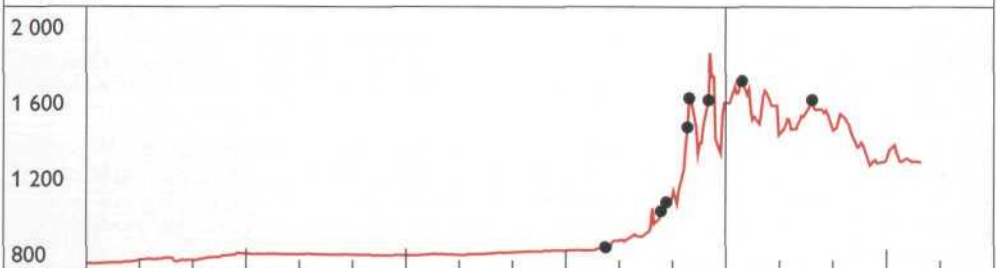
### Thailand



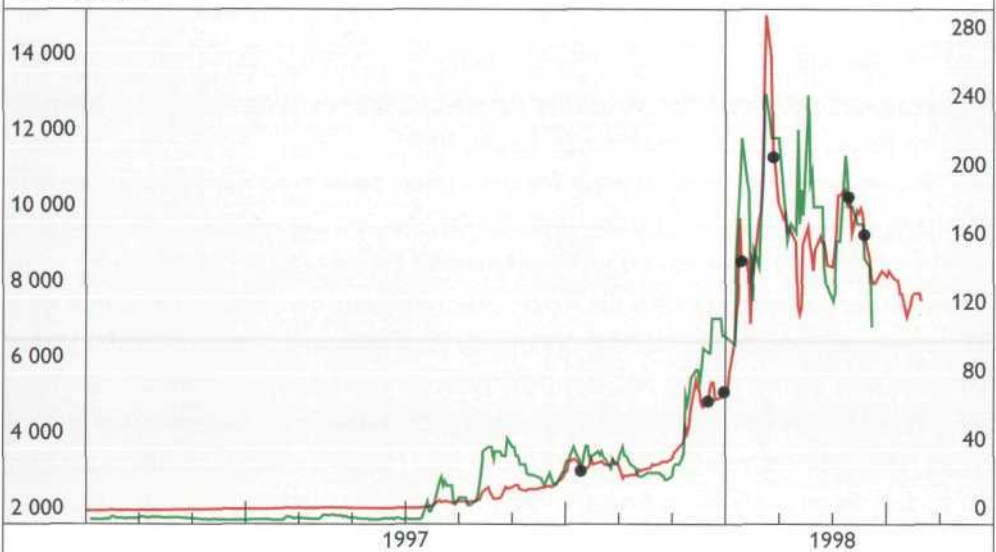
### Malaysia



### Korea



### Indonesien

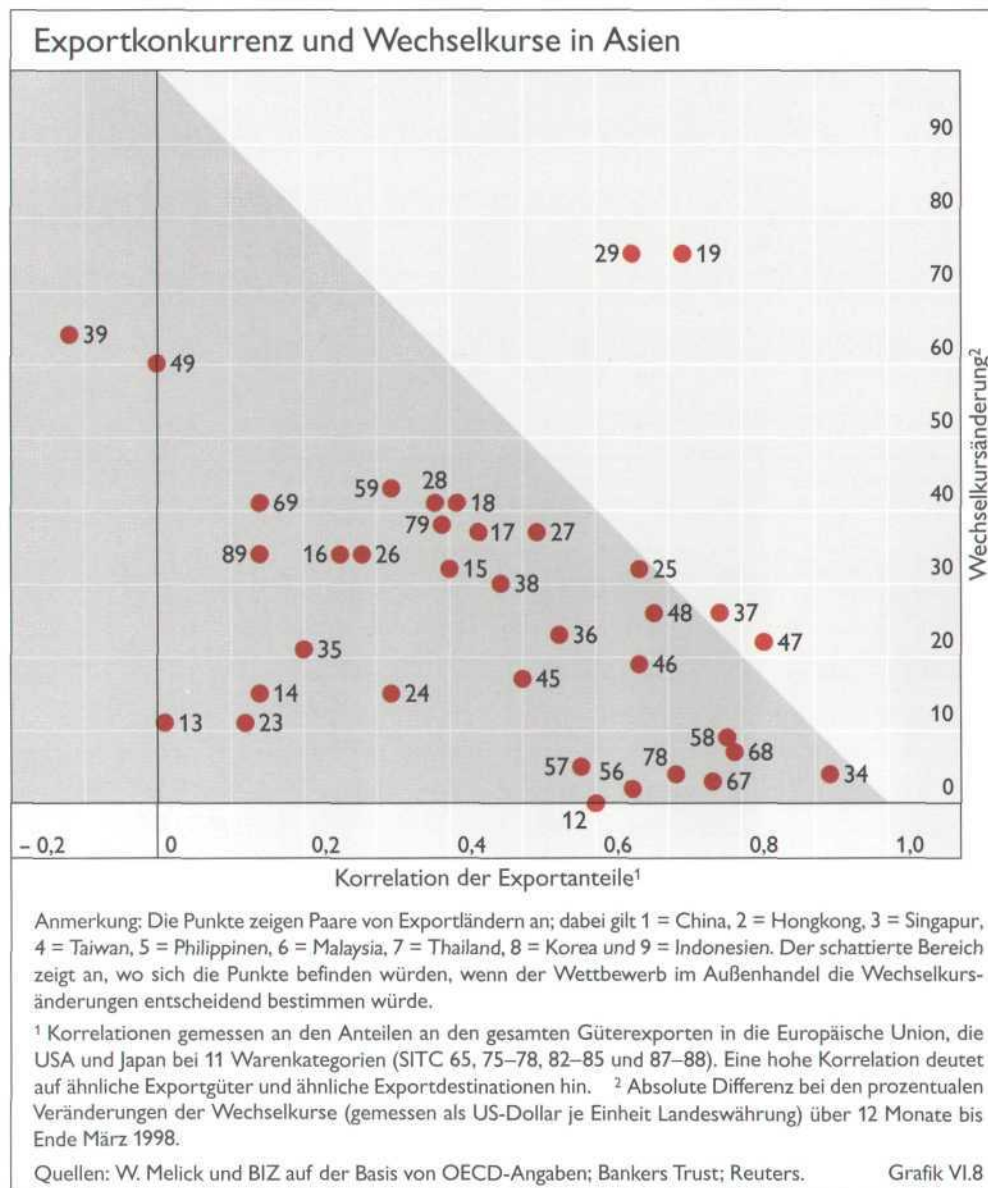


<sup>1</sup> In Einheiten Landeswährung je US-Dollar. Die Punkte zeigen Änderungen im Rating von Staatsanleihen an, wie sie von Moody's und Standard & Poor's bekanntgegeben wurden (s. Tabelle VII.3). <sup>2</sup> Über einen Monat, in %.

Quellen: Deutsche Morgan Grenfell; Bankers Trust; Reuters.

Grafik VI.7





dann tendenziell an, wenn die Währungsbehörden den Kassakurs halten können. So signalisierte die implizite Volatilität für den Baht bereits im Februar und nochmals im Mai erhöhte Unsicherheit (s. Grafik VI.7).

Zumindest drei verschiedene Mechanismen bewirkten die Ausbreitung der Währungsspannungen in Ostasien und darüber hinaus. Ein wohlbekannter Mechanismus ist der Wettbewerb im internationalen Handel. Wenn die Währung eines Mitbewerbers abwertet, wird die Konkurrenzfähigkeit der Wirtschaft durch eine Steigerung des Außenwerts der Währung beeinträchtigt, die die Konjunktur dämpfen und so zu einem Abwertungsdruck führen kann. Ein zweiter, weniger bekannter Mechanismus ist der Demonstrationseffekt von Gewinnen und Verlusten bei spekulativen Positionen. Der dritte Mechanismus schließlich besteht darin, daß die ausländischen Anleger ihre Mittel aus Finanzmärkten und Instrumenten abziehen, die auf irgendeine Weise als ähnlich angesehen werden.

Trotz unterschiedlicher Exportstruktur – Textilien und Schuhe in einem Land, elektrische Bauteile und Werkzeugmaschinen in einem anderen – konkurriert jedes asiatische Land intensiv mit mindestens zwei weiteren Ländern. Dies zeigen

Ausbreitung von Abwertungen durch:

– Wettbewerb im internationalen Handel

die Korrelationen der Exportanteile der einzelnen Länder in 11 Warenkategorien gegenüber drei bedeutenden Exportdestinationen, nämlich EU, USA und Japan (s. Grafik VI.8). Grob gesprochen, haben enge Mitbewerber in ähnlichem Ausmaß gegenüber dem Dollar abgewertet; dadurch blieben die Wechselkursbewegungen untereinander begrenzt.

– Demonstrations-  
effekt von Speku-  
lationsgewinnen  
und -verlusten

Beim zweiten Mechanismus kann die Realisierung von Gewinnen oder Verlusten aufgrund einer Abwertung in einem Land zu einer Verschiebung spekulativer Positionen führen, die die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung in einem weiteren Land steigen läßt. Spekulativ orientierte Anleger aus dem Ausland können ihre Abwertungsgewinne in Operationen umschichten, die von einer weiteren Abwertung profitieren würden. Überdies können Verluste aus im wesentlichen spekulativen Positionen in einem Land dazu führen, daß ähnliche Positionen in einem anderen Land glattgestellt werden. Ein solches Verhalten ist keineswegs auf Ausländer beschränkt. Inländer, die einen Vermögenswert in heimischer Währung, wie z.B. eine Immobilie, mit geborgter Fremdwährung finanzierten, waren im Grunde eine spekulative Position eingegangen, selbst wenn solche Inkongruenzen in Asien jahrelang Gewinne gebracht hatten. Als diese Inländer sahen, daß ähnliche Risiken in Nachbarländern zu Verlusten führten, versuchten sie solche Positionen durch den Kauf von Dollars zu schließen. Daß dieser Verstärkungseffekt in Asien in den neunziger Jahren eine größere Rolle spielte als in Lateinamerika Anfang der achtziger Jahre, ist ironischerweise ein Ergebnis der deutlich solideren Situation der öffentlichen Haushalte in Asien. Die lateinamerikanischen Staaten und Staatsbetriebe, die beträchtliche Auslandsschulden hatten, versuchten im allgemeinen nicht, Dollars zu kaufen, als ihre Währungen unter Druck gerieten. Demgegenüber reagierten asiatische Unternehmen, deren Eigenkapital von der Wechselkursstabilität abhängig war, auf künftige und bereits realisierte Verluste in einer Weise, die die Verluste noch wahrscheinlicher und größer werden ließ. Da darüber hinaus die Absicherung zu spät und nur teilweise erfolgte, beeilten sich die ausländischen Banken angesichts des sinkenden Eigenkapitals der asiatischen Unternehmen, ihre vorwiegend kurzfristigen Kredite einzuschränken, was die Abwertung weiter verschärfte.

– Mittelabzug aus  
anderen Märkten  
bedingt durch ...

Beim dritten Mechanismus ziehen sich ausländische Investoren möglicherweise aus einer Reihe von Märkten zurück, die in irgendeiner Weise als ähnlich betrachtet werden. Nach der Mexiko-Krise prüften die Anleger die Volkswirtschaften auf große Leistungsbilanzdefizite und wenig flexible Wechselkurssysteme und setzten den thailändischen Baht und den Hongkong-Dollar unter Druck. Die Herstellung einer Verbindung zwischen Thailand und der Tschechischen Republik im Jahr 1997 kann in diesem Sinne erklärt werden, denn beide Länder hielten ihre Wechselkurse stabil und wiesen beträchtliche Leistungsbilanzdefizite auf.

... vergleichbare  
historische  
Erträge ...

Ein spezielles gemeinsames Merkmal der früheren Wechselkurspolitik Thailands und der Tschechischen Republik ließ fälschlicherweise auf weitere Ähnlichkeit schließen. Unter Heranziehung von Daten ab 1994 hatten Anleger, deren Heimwährung der US-Dollar war, mit 0,32 eine recht hohe historische Korrelation zwischen den Erträgen auf Geldmarktinstrumente in Krone und Baht beobachtet (0,48, wenn zwei Tage im Januar 1995 ausgeschieden werden, als der Baht, nicht aber die Krone, von der starken Abwertung des mexikanischen Peso in Mitleidenschaft gezogen wurde). Tabelle VI.4 zeigt, daß dies die zweithöchste



### Korrelation der Dollarrenditen an den Geldmärkten aufstrebender Volkswirtschaften

	AR	CZ	ID	MX	MY	PH	PL	TH	TR	ZA
Argentinien	1,00									
Tschechische Republik	0,06	1,00								
Indonesien	0,01	0,02	1,00							
Mexiko	0,02	0,07	0,03	1,00						
Malaysia	0,04	0,24	0,12	0,01	1,00					
Philippinen	0,01	0,00	0,00	0,03	0,01	1,00				
Polen	0,06	0,65	0,02	0,06	0,20	0,03	1,00			
Thailand	0,04	0,32	0,06	0,08	0,20	0,05	0,31	1,00		
Türkei	0,03	0,11	0,03	0,02	0,04	0,04	0,13	0,07	1,00	
Südafrika	0,07	0,22	0,02	0,03	0,13	0,02	0,15	0,10	0,00	1,00

Anmerkung: Diese Korrelationen wurden anhand der täglichen prozentualen Veränderung der im Emerging Local Markets Index in US-Dollar (ELMI) enthaltenen Werte der einzelnen Länder im Zeitraum Januar 1994–April 1997 berechnet.

Quellen: J.P. Morgan Securities Inc.; eigene Berechnungen.

Tabelle VI.4

historische Korrelation unter 45 Geldmarktpaaren war, für die bis zum Frühjahr 1997 Daten zusammengestellt worden waren. Dieser bekannte Zusammenhang veranlaßte die Anleger, Kronen abzustoßen, als sich beim Baht Abwertungsdruck zeigte.

Nicht berücksichtigt wurde von vielen allerdings die Tatsache, daß die hohe Korrelation auf der Basis dieser langen Datenreihen größtenteils ein Nebenprodukt der engen Ausrichtung des Baht und der Krone an Währungskörben war, die den Dollar und die D-Mark enthielten. Obwohl die thailändischen Währungsbehörden – im Gegensatz zu den tschechischen – anderen Währungen als dem US-Dollar in ihrem Währungskorb nur ein geringes Gewicht zuteilten, genügte bei normaler Volatilität des Dollar/DM-Kurses die Straffheit der beiden Wechselkursregime, um die hohe Korrelation herzustellen. Als die tschechischen Währungsbehörden Anfang 1996 auf ein breiteres Band übergingen (die Bandbreite um einen Korbleitkurs wurde von ½% auf 7½% erweitert), sank die über einen kürzeren Zeitraum berechnete Korrelation deutlich (s. Grafik VI.9), so daß die Geldmarktrenditen der beiden Währungen im Mai 1997 nur noch eine bescheidene Korrelation von rund 0,2 aufwiesen. Als der Baht unter Druck geriet, hatten es die Portfoliomanager möglicherweise eilig, Kronen zu verkaufen, weil sie von der vormals bestehenden Korrelation ausgingen.

Liquiditätsunterschiede im Zeitablauf und auf den verschiedenen Märkten können ebenfalls zu einem Verhalten führen, das den Abzug von Auslandskapital in einer Reihe von Ländern bewirkt. Anleger verkaufen möglicherweise auf Märkten, wo die verfügbare Liquidität Verkäufe in großem Umfang zuläßt. So waren z.B. im vergangenen Jahr brasilianische Dollaranleihen die meistgehandelten Finanzinstrumente einer aufstrebenden Volkswirtschaft und rangierten sogar unter den umsatzstärksten Anleihen der Welt. Manchmal verkaufen Marktteilnehmer eher das, was sie verkaufen können, als das, was sie verkaufen wollen. (Ein ähnliches „Ersatz-Hedging“ wurde während der europäischen Wechselkurskrise 1992 praktiziert, als Inhaber von relativ illiquiden schwedischen Anleihen Futures

... „Ersatz-Hedging“ ...

### Korrelation der Dollarrenditen auf dem tschechischen und dem thailändischen Geldmarkt



auf britische Staatsanleihen verkauft.) Die Nachfrage nach solchem Ersatz-Hedging im Jahr 1997 entstand, weil abwertende Währungen meist auch an Liquidität einbüßten. Die Geld/Brief-Spannen der angegebenen Währungsoptionspreise in Asien weiteten sich massiv aus, was darauf hindeutet, daß die Absicherungsgeschäfte gerade dann schwierig oder unmöglich wurden, als die inländischen Unternehmen am meisten auf sie angewiesen waren. Die in Dollar gemessenen Umsätze in den Währungen, die als erste abwerteten, nämlich der tschechischen Krone und dem thailändischen Baht, gingen von April bis Oktober 1997 um ein Drittel und mehr zurück (s. Tabelle VI.5). Die indonesische Rupiah und der koreanische Won wiesen ebenfalls geringere Dollarumsätze auf als im April 1997. Dabei war die Volatilität allgemein größer, was normalerweise mit höheren Umsätzen einhergeht (wie im Falle der italienischen Lira, s. weiter unten).

... oder Rating-  
Änderungen

Die Ereignisse des vergangenen Jahres haben zu einer intensiven Diskussion über die Rolle der Rating-Agenturen in der Dynamik der Asien-Krise geführt. Viele werden sich an die Ereignisse in den Tagen vor Weihnachten erinnern, als Moody's eine Herabstufung der Bonität koreanischer, indonesischer und thailändischer Staatsanleihen auf „non-investment grade“ bekanntgab und auf die Risiken der kurzfristigen Verschuldung, einschließlich einer eventuellen Umschuldung von in Fremdwährung denominierten Bankeinlagen, hinwies. Einen Handelstag später hatte der Won 9%, die Rupiah 3% und der Baht 2% eingebüßt. Standard & Poor's überholte seinen Rivalen am darauffolgenden Tag und stufte Korea um fast zwei ganze Schritte von BBB- auf B+ herab, woraufhin der Won um weitere 15% nachgab (s. Grafik VI.7 und Tabelle VII.3). Da einige Anleger keine Aktiva mit niedrigeren Ratings halten dürfen, könnten diese Änderungen der Bonitätseinstufung dazu beitragen, die negativen Wechselkursreaktionen zu erklären.

Allerdings ist es irreführend, die Rating-Änderungen isoliert zu betrachten. Die Bekanntgabe der Änderung durch Standard & Poor's hob die Unsicherheit hervor, ob die ausländischen Banken bereit wären, ihre fällig werdenden Einlagen



## Devisenumsätze und Volatilität der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften

Währung	Umsatz <sup>1</sup>				Volatilität <sup>2</sup>			
	Mrd. US-Dollar pro Tag				Prozent			
	April 1995	April 1996	April 1997	Oktober 1997	April 1995	April 1996	April 1997	Oktober 1997
Asien	>13,6	19,0	22,1	20,5				
Indonesien: Rupiah	4,8 <sup>3,4</sup>	7,8 <sup>3,4</sup>	8,7 <sup>3,4</sup>	8,5 <sup>3,4</sup>	1,5	1,5	3,2	39,3
Korea: Won	3,1	3,2	4,0	3,6	2,5	1,5	1,6	9,3
Thailand: Baht	2,6	4,0	4,6	2,5	2,3	1,6	1,9	15,6
Taiwan: Neuer Taiwan-Dollar	1,5	1,6	1,7	2,3	8,7	0,9	1,2	18,2
Indien: Rupie	1,6	1,2	1,7	2,0	1,5	6,0	0,5	1,3
Malaysia: Ringgit	n.v.	1,1	1,2	1,5	5,3	3,4	2,7	31,5
Philippinen: Peso	0,02	0,1	0,2	0,1	2,9	0,6	0,4	25,0
Lateinamerika	10,1	12,9	17,5	23,7				
Mexiko: Neuer Peso	3,2 <sup>4</sup>	4,2 <sup>4</sup>	7,1 <sup>4</sup>	9,5 <sup>4</sup>	28,3	5,5	5,0	30,2
Brasilien: Real	4,3 <sup>4</sup>	5,5 <sup>4</sup>	6,7 <sup>4</sup>	8,5 <sup>4</sup>	13,9	3,8	6,2	1,6
Argentinien: Peso	1,7	2,0	2,2	3,0	0,0	0,5	0,6	0,5
Chile: Peso	0,8	1,0	1,1	2,2	6,2	3,0	2,3	8,5
Kolumbien: Peso	n.v.	0,1	0,2	0,3	4,6	2,2	3,8	8,2
Peru: Neuer Sol	0,1	0,1	0,2	0,2	4,0	2,5	2,2	6,4
Osteuropa	1,8	7,5	8,8	15,3				
Rußland: Rubel	0,6	2,6	3,7	10,7	5,2	2,2	0,3	0,2
Tschechische Republik: Krone	0,6	2,5	3,2	2,1	6,1	2,1	14,6	8,6
Polen: Zloty	0,3 <sup>3</sup>	1,6 <sup>3</sup>	0,9 <sup>3</sup>	1,7 <sup>3</sup>	9,7	5,1	3,4	15,5
Ungarn: Forint	0,3	0,6	0,4	0,6	3,6	11,2	2,9	6,0
Slowakische Republik: Krone	0,03	0,2	0,6	0,2	9,0	2,7	4,8	7,0
Andere Währungen	5,4	6,7	5,2	7,3				
Südafrika: Rand	3,7	4,7	3,6	5,4	2,9	19,0	2,6	5,9
Saudi-Arabien: Riyal	1,4	1,5	1,1	1,3	0,1	0,1	0,0	0,2
Israel: Neuer Schekel	0,3	0,5	0,5	0,5	7,4	7,4	3,6	9,4
Türkei: Lira	0,01	0,02	0,04	0,1	7,8	3,9	5,1	5,5
Insgesamt	>30,9	46,1	53,6	66,8				

<sup>1</sup> Schätzungen laut jeweiliger Zentralbank, bereinigt um Doppelzählungen (sofern nicht anders angegeben). Thailand: Durchschnitt 2. Halbjahr 1995 und Jahresdurchschnitt 1996. Indonesien und Argentinien: Jahresdurchschnitt 1995 und 1996. Der Umsatz von Rubel und Rand lag im April 1996 deutlich über dem jeweiligen Jahresdurchschnitt. <sup>2</sup> Auf das Jahr hochgerechnete Standardabweichung der prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar. Schekel, Lira und osteuropäische Währungen (ohne Rubel): Volatilität gemessen an einem Korb, in dem US-Dollar und D-Mark mit gleichem Gewicht enthalten sind. <sup>3</sup> Auf Bruttobasis. <sup>4</sup> Enthält andere Währungen. Tabelle VI.5

bei koreanischen Banken zu erneuern, und diese Unsicherheit drückte den Won und andere asiatische Währungen nach unten. Der Einfluß der Rating-Agenturen darf daher nicht überschätzt werden, was den verbreiteten Abzug von ausländischem Kapital betrifft. Zwar dürften Änderungen der Bonitätseinstufung bisweilen dem Devisenmarkt die Richtung gewiesen haben, zumeist aber haben sie die Marktentwicklungen begleitet.

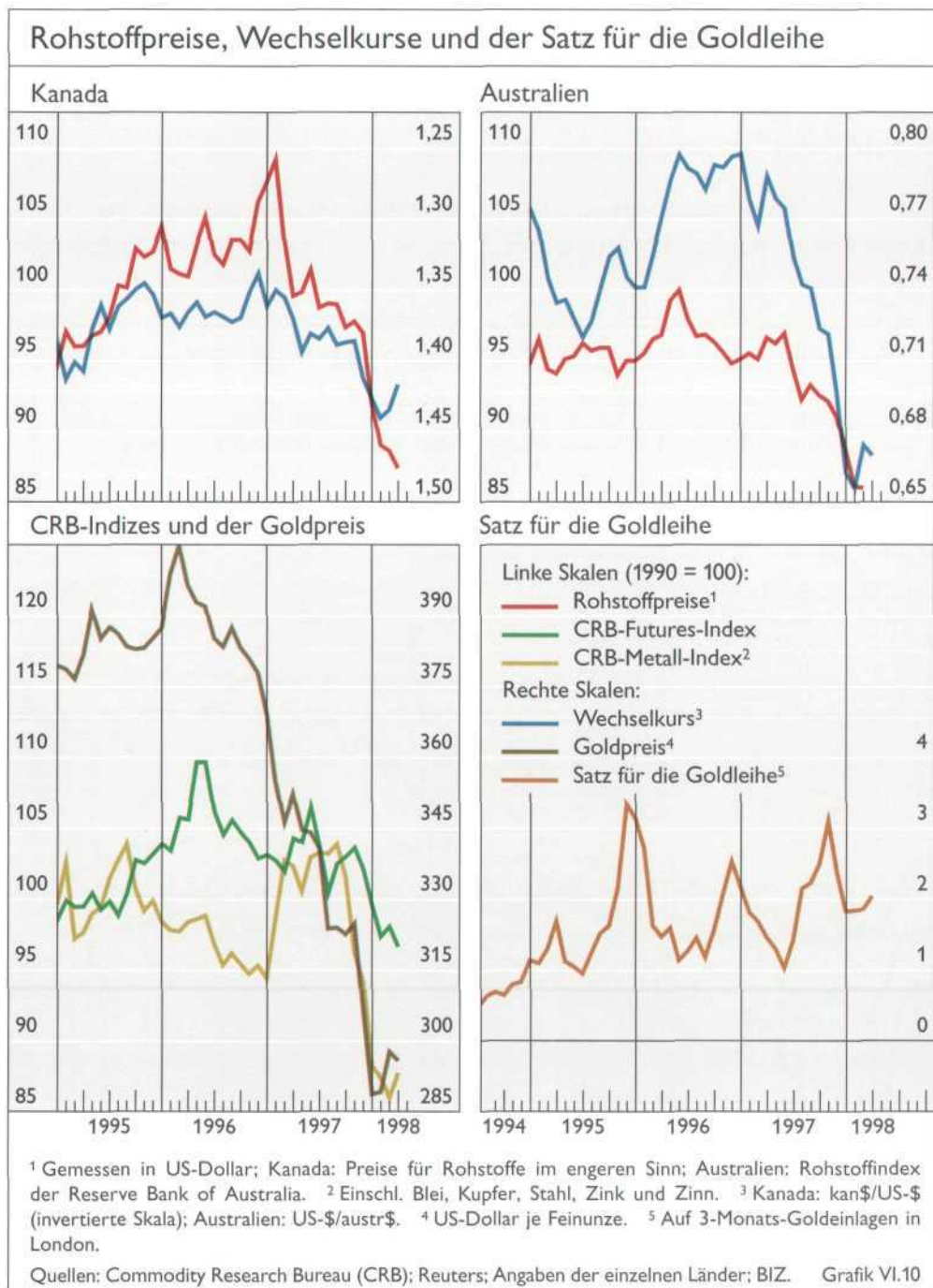
## Rohstoffpreise und Wechselkurse

Wachstums-  
verlangsamung und  
Vermögensein-  
bußen in Asien ...

... drücken  
Rohstoffpreise,  
einige Wechsel-  
kurse ...

Die nachlassende Konjunktur und die internationalen Vermögenseinbußen in Asien drückten die Preise für Rohstoffe und Gold ab Mitte 1997 nach unten. Die Schwäche der Rohstoffpreise wiederum wirkte sich negativ auf den Wert des kanadischen und des australischen Dollars aus.

In den vergangenen Jahren war Asien zu einem wesentlichen Teil für das Wachstum der weltweiten Nachfrage nach Rohstoffen, einschließlich Gold, verantwortlich. Noch vor einem Jahr rechneten Marktteilnehmer und offizielle Stellen gleichermaßen mit einer Fortsetzung dieses Trends; mit der Korrektur dieser Erwartungen im zweiten Halbjahr 1997 fielen die Rohstoffpreise aber. In der Folge zogen die





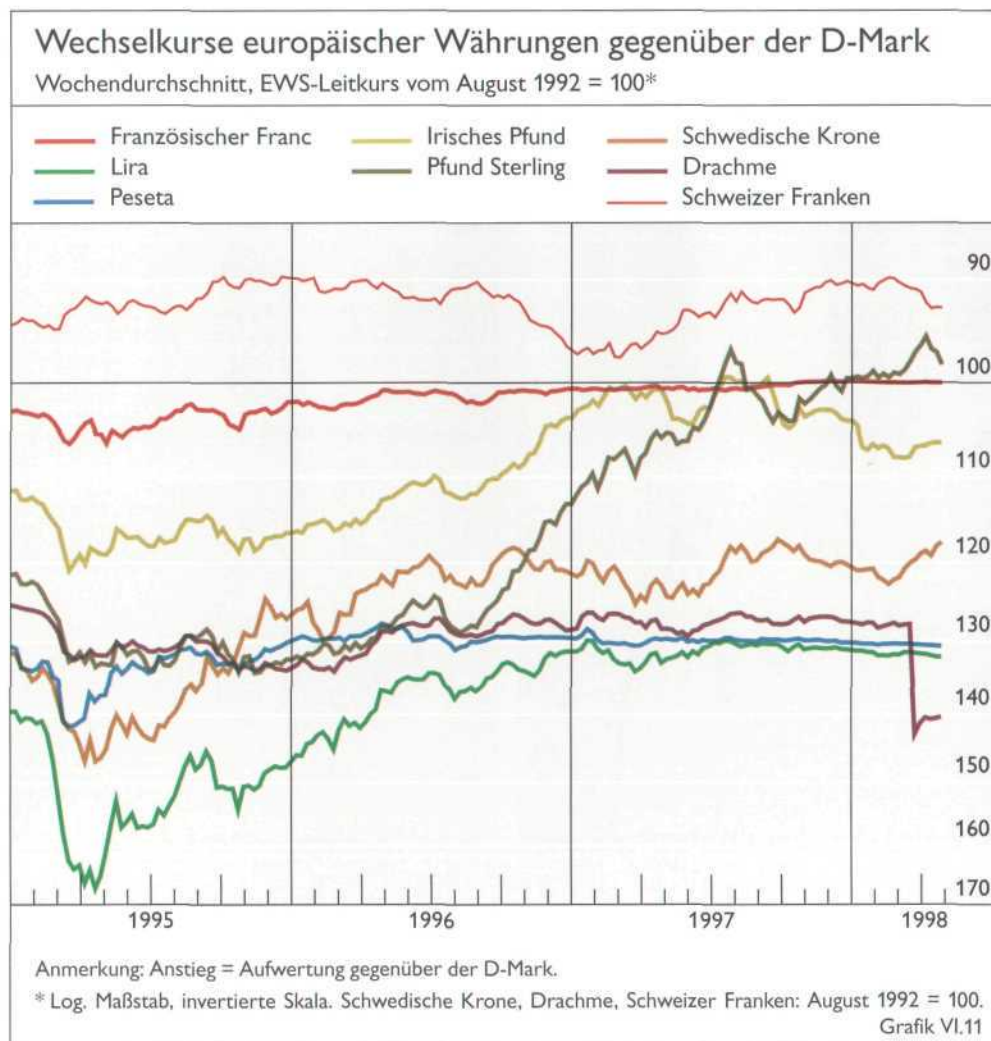
niedrigeren Rohstoffpreise dann den kanadischen und den australischen Dollar in unterschiedlichem Ausmaß in Mitleidenschaft. Wie aus Grafik VI.10 ersichtlich, wird ein Rückgang des kanadischen Rohstoffpreisindex prozentual betrachtet auf dem Devisenmarkt erfahrungsgemäß deutlich weniger als zur Hälfte nachvollzogen, während der australische Dollar sogar stärker fällt als der australische Rohstoffpreisindex. Diese starke Reaktion hat skurrilerweise zur Folge, daß die Rohstoffpreise in australischen Dollars ausgedrückt im vergangenen Jahr sogar anstiegen.

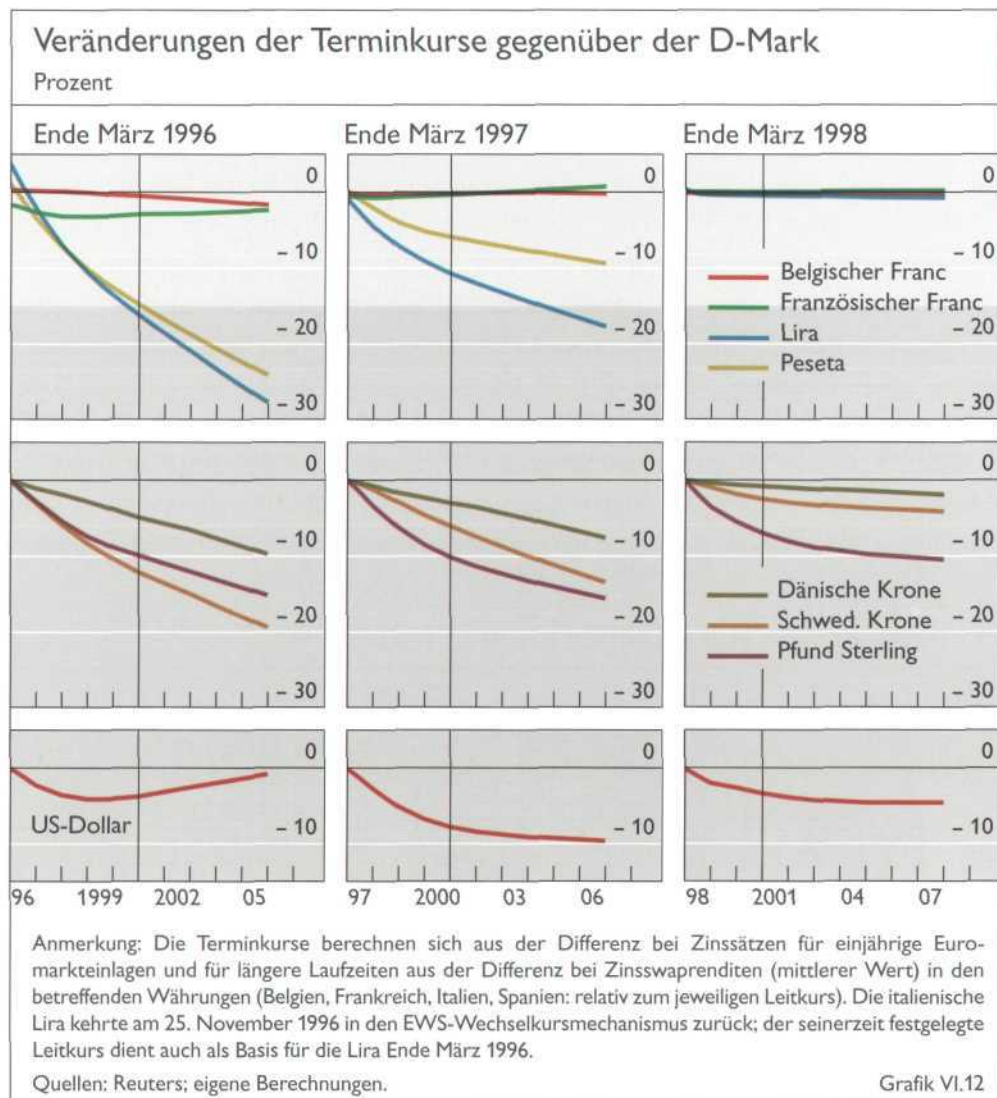
Der Goldpreis reagierte auf die Entwicklungen in Asien und auf den weltweiten Rückgang der Inflationsraten. Als weitere Erklärungen für die Goldschwäche wurden Verkäufe von Währungsgold, der deutsche Beschluß, Währungsgold zu verleihen, sowie ein Vorschlag, schweizerische Goldreserven zu verkaufen, angeführt. Von seinem frühzeitigeren Eintreten abgesehen, war der Rückgang des Goldpreises während der zwölf Monate bis zum April 1998 jedoch nicht stärker ausgeprägt als der der Metallpreise insgesamt.

... und den  
Goldpreis

## Europäische Wechselkurse und WWU

Vor dem Hintergrund der Dollarstärke verharrten die europäischen Devisenmärkte in ruhiger Erwartung des Euro. Wie in Kapitel V des letztjährigen





Stabile europäische  
Wechselkurse  
deuten auf  
Währungsunion ...

Jahresberichts betont, fördert ein starker Dollar die Stabilität der wichtigsten europäischen Wechselkurse, und dieser Zusammenhang zeigte sich im vergangenen Jahr erneut (s. Grafik VI.11). Länder, deren Haushalts- und Inflationsdaten mit dem offiziell bekundeten Willen zum WWU-Beitritt vereinbar waren, wiesen stabile Wechselkurse gegenüber der D-Mark auf. Das Pfund Sterling zog gegenüber der D-Mark an, weil die britische Konjunktur stärker mit der US-Konjunktur synchron verlief als mit der kontinentaleuropäischen. Das irische Pfund hatte die Aufwertung des Pfund Sterling teilweise mitvollzogen, und sein Leitkurs wurde daher am 14. März 1998 nach oben angepaßt. Gleichzeitig trat die Drachme dem Wechselkursmechanismus des EWS bei, wobei der Kurs gegenüber der D-Mark an einem Tag um 10% nachgab. Griechenland kündigte an, sich noch vor Ende 2001 für den Beitritt zum Euro-Raum zu bewerben.

... mit großem  
Teilnehmerkreis ...

Seit dem Sommer 1997 spiegeln die Devisenterminkurse die Ergebnisse von Umfragen bei Marktteilnehmern wider, was die wahrscheinliche Kandidatengruppe für die Währungsunion betrifft (s. Grafik VI.12). In den Marktpreisen kommt ein Konsens zum Ausdruck, daß die Währungsunion eine breite Gruppe von Ländern umfassen würde. Darüber hinaus deutet der Rückgang der impliziten Volatilität bei Währungsoptionen auf französische Franc/D-Mark, Lira/D-Mark und



Peseta/D-Mark darauf hin, wie zuversichtlich die Marktteilnehmer in ihren Erwartungen geworden waren.

Die Abschwächung des Geschäfts an den europäischen Devisenmärkten ist ein klarer Hinweis darauf, daß mit der planmäßigen Einführung des Euro gerechnet wurde. Auf der Basis der von den Zentralbanken durchgeführten Devisenmarkterhebung aus dem Jahr 1995 kann geschätzt werden, daß durch den Euro 8% des weltweiten Devisenumsatzes eliminiert werden könnten. Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, daß der Handel in den größeren europäischen Währungen bereits austrocknet. Daten des Electronic Broking Service über den Devisenhandel am Kassamarkt zeigen Umsatzspitzen für den Handel von französischen Francs gegen D-Mark im Jahr 1996 und für den Lira/DM-Handel Anfang 1997 (s. Grafik VI.13). Im bisherigen Jahresverlauf 1998 haben sich die Umsätze in diesen Marktsegmenten kaum von ihrem saisonbedingten Tief um Weihnachten und Neujahr erholt. Parallel zum Umsatzrückgang verringerten sich auch die implizite

... und pünktlichem Start



Internationale Bestände an Bankeinlagen Ende 1997								
Währung	Wohnsitz des Einlegers							
	EU-Länder				Übrige Länder		Insgesamt	
	Euro-Raum		Sonstige EU-Länder					
	Mrd. US-Dollar und Prozent							
Euro-Raum	200,9	100,0	93,1	100,0	165,5	100,0	459,5	100,0
D-Mark	109,4	54,5	37,3	40,1	72,4	43,7	219,1	47,7
Französischer Franc	21,7	10,8	9,8	10,5	28,4	17,2	59,9	13,0
Lira	20,1	10,0	19,6	21,1	14,3	8,6	54,0	11,7
Gulden	18,2	9,1	5,6	6,0	15,6	9,4	39,4	8,6
Belgisch-luxemburgischer Franc	11,3	5,6	9,9	10,6	17,3	10,5	38,5	8,4
Peseta	6,9	3,4	5,2	5,6	5,7	3,4	17,8	3,9
ECU	11,4	5,7	3,1	3,3	9,9	6,0	24,4	5,3
Sonstige <sup>1</sup>	1,9	0,9	2,6	2,8	1,9	1,2	6,4	1,4
Sonstige EU-Währungen	30,0	14,9	8,1	8,7	88,4	53,4	126,5	27,5
Pfund Sterling	28,7	14,3	2,7	2,9	87,3	52,7	118,7	25,8
Sonstige <sup>2</sup>	1,3	0,6	5,4	5,8	1,1	0,7	7,8	1,7
EU-Währungen insgesamt	230,9	114,9	101,2	108,7	253,9	153,4	586,0	127,5
US-Dollar	158,1	78,7	122,3	131,4	470,9	284,5	751,3	163,5
Yen	20,3	10,1	31,6	33,9	28,9	17,5	80,8	17,6
Schweizer Franken	23,1	11,5	5,5	5,9	32,7	19,8	61,3	13,3
Währungen insgesamt	432,4	215,2	260,6	279,9	786,4	475,2	1479,4	321,9
Anmerkung: Nur Bankeinlagen von Nichtbanken; ohne Bankeinlagen von Gebietsansässigen des jeweiligen Ausgabelandes dieser Währung im Ausland (z.B. ohne DM-Einlagen von deutschen Gebietsansässigen in Luxemburg). Dänemark, Finnland, Irland, Österreich, Schweden, Spanien: nur Auslandseinlagen in Inlandswährung. Portugal und Griechenland berichten nicht an die BIZ, aber die Bestände des Euro-Raums umfassen auch Auslandsverbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken in Portugal, und die sonstigen EU-Bestände umfassen auch Auslandsverbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken in Griechenland.								
<sup>1</sup> Schilling, irisches Pfund, Finnmark. <sup>2</sup> Dänische Krone und schwedische Krone.								
Tabelle VI.6								

Volatilität bei den entsprechenden Währungsoptionen und – im Falle Italiens – der Zinsabstand am langen Ende zwischen Lira und D-Mark. Es ist also zu erwarten, daß zahlreiche europäische Wechselkurse – zur Zufriedenheit der europäischen Währungsbehörden – auf sanfte Weise von den Bildschirmen der Händler verschwinden werden.

Portfolio-  
umschichtungen  
möglicherweise  
Herausforderung  
während des  
Übergangs

Obwohl der Markt den Übergangsprozeß eindeutig unterstützt, bleiben verschiedene Herausforderungen bestehen. Wie die internationalen Inhaber von in Teilnehmerwährungen denominierten Bankeinlagen auf die Währungsunion reagieren werden, kann nur schwer vorhergesagt werden (s. Tabelle VI.6). Als Transaktionsguthaben dürften die derzeitigen Bestände an Bankeinlagen unnötig hoch sein, denn Euro-Bestände werden in jedem Teilnehmerland zur Zahlungsabwicklung verwendet werden können. (Die aktuelle Konzentration solcher Einlagen auf die D-Mark, die zu niedrigen Kosten in andere europäische Währungen umgetauscht werden kann, dürfte allerdings darauf hindeuten, daß die Inhaber von Bankeinlagen bereits in hohem Maße Einsparungen realisiert haben.) Eine eventuelle Reduzierung dieser Bestände würde – ebenso wie etwaige Portfolioumschichtungen – im Übergang eine Herausforderung für die neue



Zentralbank darstellen. Die EZB muß zwischen dem Einfluß einmaliger Portfolioverschiebungen und den Auswirkungen wichtigerer Erwartungsänderungen hinsichtlich Preisen und Wirtschaftswachstum unterscheiden, insbesondere dann, wenn sie ein europaweites Geldmengenziel verfolgt.

Die Wechselkursbewegungen der europäischen Währungen, die an den erwarteten Euro-Raum angrenzen, spiegelten konjunkturelle Faktoren, geldpolitische Maßnahmen und möglicherweise auch Unsicherheiten über die Einführung des Euro wider. Die Festigung des Schweizer Frankens während der DM-Schwäche gegenüber dem US-Dollar zwischen Mai und Juli war ungewöhnlich. Hier spielte nicht nur die Erwartung höherer Zinssätze in der Schweiz eine Rolle, sondern auch die Umschichtung in den Schweizer Franken durch Anleger, die hinsichtlich des Euro unsicher waren. Die mit dem Dollar gleichgerichtete Bewegung des Pfund Sterling entspricht der engeren Korrelation der Konjunkturverläufe in den USA und im Vereinigten Königreich während der neunziger Jahre. Das Pfund Sterling festigte sich gegenüber der D-Mark und in geringerem Ausmaß gegenüber dem Dollar, wofür anhaltende Zeichen eines starken Wirtschaftswachstums und eine über dem Zielwert liegende Preissteigerungsrate verantwortlich waren, und so erwarteten die Marktteilnehmer, daß die Bank of England im Jahr 1997 die kurzfristigen Zinsen anheben würde.

Reaktion des Pfund  
Sterling und des  
Schweizer  
Frankens auf  
konjunkturelle  
Faktoren und  
Unsicherheit  
wegen des Euro

## VII. Finanzintermediation und Asien-Krise

### Schwerpunkte

Zwei Schwächen waren bei allen von der Asien-Krise erfaßten Ländern gleichermaßen festzustellen. Die erste bestand darin, daß eine übermäßige Ausweitung der Bankkredite zu Überinvestitionen führte; diese wiederum hatten die Schaffung unrentabler Kapazitäten in der Industrie sowie Übersteigerungen bei den Preisen von Vermögenswerten und anschließende abrupte Korrekturen zur Folge. Die zugrundeliegende labile Verfassung der asiatischen Finanzsysteme wurde oftmals nicht erkannt, da eine hohe Geldwert- und Wechselkursstabilität – in Verbindung mit der raschen Entwicklung der inländischen Bankensysteme – über einen langen Zeitraum hinweg ein investitionsinduziertes Wachstum ermöglichte. Angesichts vieler Jahre praktisch ununterbrochenen Wachstums unterschätzten die Banken und andere Wirtschaftsakteure die Risiken, die mit der Entstehung eines offeneren, weniger regulierten Umfelds und mit der fortschreitenden Entwicklung der Volkswirtschaften einhergingen. Die Annahme, daß größere Finanzinstitute von staatlicher Seite unterstützt würden, dürfte sie in dieser Haltung noch bestärkt haben. Außer in Hongkong, auf den Philippinen und in Singapur wurde die Eigenkapitaldecke im allgemeinen zu dünn gehalten, um im Notfall ausreichende Sicherheit zu bieten. Hinzu kam, daß sich die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger der zunehmenden Anfälligkeit ihrer Bankensysteme gegenüber größeren Wachstumsabschwächungen ebenso wenig bewußt waren wie der Tatsache, daß die größere Öffnung der Kapitalmärkte und die heftigen Schwankungen des Yen/Dollar-Wechselkurses die Verteidigung einer Wechselkursbindung an den Dollar immer problematischer werden ließen.

Der zweite – in vielerlei Hinsicht damit zusammenhängende – Schwachpunkt bestand in der Abhängigkeit von potentiell volatilen Finanzierungsquellen im Ausland, insbesondere kurzfristigen Bankkrediten, die für die inländische Wirtschaft eine zunehmende Gefährdung durch Stimmungsumschwünge an den internationalen Finanzmärkten bedeuteten. Mehrere Länder sahen sich in den neunziger Jahren über weite Strecken massiven Kapitalzuflüssen ausgesetzt. Die wachsende Auslandsverschuldung hatte zunächst keinen Einfluß auf das Vertrauen der Anleger in die Wirtschaft. Die Risikozuschläge für Anleihen der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften gingen 1996 und über längere Perioden des Jahres 1997 deutlich zurück, und vor der Krise gab es nur wenige Fälle von Bonitätsrückstufungen. Auch offizielle Stellen, die die Wirtschaftsentwicklung in diesen Ländern beobachteten, erfaßten nicht das volle Ausmaß der Gefahren, die vielen asiatischen Volkswirtschaften drohten. Der Ausbruch der Krise führte an den Märkten jedoch zu panischen Reaktionen. Es kam zu einem Überschießen der Wechselkurse und der Aktienmärkte, zu einem sprunghaften Anstieg der Volatilität sowie zum Erliegen der Liquidität auf einigen Märkten, und



die Rating-Agenturen stuften die Bonität der am meisten betroffenen Länder herab.

Die Krise stellte die Wirtschaftspolitik vor eine Reihe ernster Zielkonflikte. Die Frage, wie bei einer plötzlichen und mit schwerwiegenden Folgen einhergehenden Umkehrung der privaten Kapitalströme am besten zu verfahren sei, ist ein besonders schwieriges Problem. Dabei wurden bezüglich des Ausmaßes der internationalen Hilfeleistung offizieller Stellen neue Maßstäbe gesetzt. Für große Aufmerksamkeit sorgte die Frage, wie private Anleger für ihre Entscheidungen zur Verantwortung gezogen werden könnten und wie sicherzustellen wäre, daß auch sie einen Teil der Kosten für die Unterstützungsleistungen an die betroffenen Länder übernehmen. Als sich die Krise ausbreitete, kam es außerdem zu Kontroversen hinsichtlich der Frage, welchen Kurs die Geldpolitik unmittelbar nach einem Zusammenbruch des Vertrauens in die Landeswährung einschlagen sollte. Im Bereich der inländischen Bankensysteme hat inzwischen ein umfassender Umstrukturierungsprozeß begonnen.

### Explosionsartige Ausweitung der Inlandskredite und Instabilität des Finanzsystems

Eine Hauptursache für die Krise lag in der mangelnden Sorgfalt der Banken mehrerer Länder bei der außerordentlich raschen Ausweitung der Kredite in den neunziger Jahren. Dies führte zu einem allgemeinen Preisauftrieb bei den Vermögenswerten, der sich am deutlichsten in übermäßigen Investitionen auf dem Immobilienmarkt manifestierte. Darüber hinaus übernahmen die Banken (teilweise unter staatlicher Anleitung) für Unternehmen die Finanzierung von Investitionsplänen, die sich hauptsächlich auf eine Ausweitung der Marktanteile konzentrierten, ohne den Ertragsaussichten ausreichende Beachtung zu schenken. Der Boom wurde auch durch eine massive Investitionstätigkeit von Unternehmen alimentiert, die Verbindungen zu Japan hatten. Aufgrund des steigenden Kurswerts des Yen Ende der achtziger Jahre hatten japanische Unternehmen mit Hilfe von Krediten japanischer Banken ihre Produktion in asiatische Volkswirtschaften mit niedrigerem Lohnniveau verlagert. Mit dem Ende des Booms traten die grundlegenden Schwächen der inländischen Bankensysteme (wie im letztjährigen Jahresbericht eingehend analysiert) deutlich zutage.

In den meisten der in Tabelle VII.1 angeführten Länder Asiens wurden die Bankkredite während der neunziger Jahre real um mehr als 10% ausgeweitet, und in einigen Ländern betrug die Kreditexpansion fast 20% pro Jahr. Während der achtziger Jahre hatten die Zuwachsraten bei der Kreditvergabe in vielen Ländern ebensolche Ausmaße angenommen, aber das Ausgangsverhältnis zwischen Kreditvolumen und BIP war damals viel geringer gewesen. Ende der neunziger Jahre war das Verhältnis von Kreditvolumen zu BIP in vielen Ländern auf Niveaus angestiegen, wie man sie sonst im allgemeinen selbst bei entwickelten Ländern nicht antrifft. Obwohl umfassende und verlässliche Zahlen kaum verfügbar sind, dürfte die Geschäftstätigkeit von Finanzgesellschaften und ähnlichen Instituten den Risikogehalt der gesamtwirtschaftlichen Kreditausweitung deutlich erhöht haben. Ein wichtiger Grund für diese Expansion bestand darin, daß das Fehlen gut entwickelter inländischer Anleihemärkte in vielen asiatischen

Rasche Ausweitung  
der Bankkredite

Kreditexpansion und Kennzahlen für den Bankensektor							
	Bankkredite an den Privatsektor <sup>1</sup>			Kennzahlen für den Bankensektor			
	Jährliche Zuwachsraten <sup>2</sup>		in Prozent des BIP	Betriebskosten		Nettozinsspanne	
	1981–89	1990–97 <sup>3</sup>		1990–94	1995/96	1990–94	1995/96
				in Prozent der Bilanzsumme			
Indien	8	4	24	2,3	2,5	3,1	3,5
China <sup>4</sup>	12	13	97	1,0	1,4	1,7	2,2
Hongkong	13	8	157	0,1 <sup>5</sup>	0,4	0,2 <sup>5</sup>	0,3
Taiwan	15	13	138	1,3	1,3	2,1	2,2
Indonesien	22	18	57	2,3	2,8	3,3	3,6
Korea	13	12	64	1,9 <sup>6</sup>	2,1	2,2 <sup>6</sup>	2,2
Malaysia	11	16	95	1,6 <sup>5</sup>	1,4	4,7 <sup>5</sup>	3,2
Philippinen	– 5	18	52	4,0	3,5	5,3	4,8
Singapur	10	12	97	0,8	0,7	2,2	2,0
Thailand	15	18	105	1,9	1,8	3,6	3,6
Argentinien	– 2	4	18	11,0	6,3	13,1	7,2
Brasilien	7	2	24	10,1	6,7	15,5	6,7
Chile	8	11	53	3,1	3,2	6,3	5,7
Kolumbien	7	9	20	7,5	7,5	8,7	10,0
Mexiko	– 2	7	14	4,0	3,0	5,4	4,4
Peru	–13	27	19	9,9	7,0	8,0	7,0
Venezuela	– 3	–9	9	5,9	7,3	9,5	17,2
<i>Nachrichtlich:</i>							
USA	5	1/2	65	3,7	3,4	4,1	3,8
Japan	8	1 1/2	111	1,0	1,1	1,2	1,5
G10-Europa <sup>7</sup>	6	4	89	2,1	1,9	2,3	2,0

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt. <sup>2</sup> Deflationiert mit Verbraucherpreisen. <sup>3</sup> 1997: vorläufig. <sup>4</sup> Einschl. Kredite an den öffentlichen Sektor (ohne zentrale Haushalte). <sup>5</sup> 1993/94. <sup>6</sup> 1991–94. <sup>7</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: Zentralbanken; IBCA Ltd.; IWF, *International Financial Statistics*.

Tabelle VII.1

Ländern die Unternehmen zwang, ihren Finanzierungsbedarf über die Banken zu befriedigen.

Engere Zinsspannen bei größeren Risiken

Die außergewöhnliche Kreditexpansion ist in erster Linie nicht auf neue und hochrentable Ausleihmöglichkeiten zurückzuführen, sondern darauf, daß die Banken in den Ländern mit den stärksten Kreditzuwachsraten immer engere Zinsspannen akzeptierten, und zwar selbst bei risikoreicheren Geschäften (in Indonesien scheinen sich die Spannen allerdings ausgeweitet zu haben). Aus den Schätzungen in Tabelle VII.1 geht hervor, daß die Nettozinsspanne der Banken nicht wesentlich größer war als ihre Betriebskosten, was zeigt, daß kaum Risikovorsorge getroffen wurde. Die Risiken aber wurden größer, weil neue Geschäftsbereiche erschlossen wurden, die Verschuldung des Unternehmenssektors zunahm und die explosionsartige Steigerung der Preise von Vermögenswerten, insbesondere im Immobilienbereich, sowohl die Kreditnehmer als auch die Inhaber von Sicherheiten der Gefahr von Preisrückschlägen aussetzte.



Vor der Liberalisierung wurde die Rentabilität der Bankenintermediation in der Regel durch Begrenzungen bei Zuteilung und Umfang der Kreditvergabe und durch Zinsobergrenzen bei den Bankeinlagen sichergestellt. Die Liberalisierung gab den Banken nicht nur einen größeren Handlungsspielraum, sondern zwang sie oftmals auch, nach neuen Geschäftsmöglichkeiten Ausschau zu halten, da die Spannen im herkömmlichen Geschäft erheblich geringer wurden. In vielen Fällen führte diese Gewinnauszehrung – ebenso wie in den Industrieländern – nicht zu Umstrukturierungen wie in anderen Wirtschaftszweigen. Die weniger effizienten Banken wurden nicht gezwungen, aus dem Markt auszusteigen oder mit effizienteren Banken zu fusionieren, sondern durch implizite oder explizite Staatsgarantien am Leben gehalten. Ein zweites, allgemeines Problem bestand darin, daß Banken, die sich unter den Bedingungen strikter Regulierung entwickelt hatten, nicht den zusätzlichen Vorsorgebedarf erkannten, der in dem neuen, liberalisierten Umfeld notwendig war, denn in einem solchen Umfeld sind höhere Gewinne normalerweise nur bei größerem Risiko und entsprechender Preissetzung erzielbar. Eine „Herdenmentalität“ verschärfte diese Schwierigkeit noch, weil die einzelnen Banken das Wachstum ihrer Mitbewerber mitzuvollziehen versuchten, möglicherweise in dem Glauben, daß der Staat ihnen helfen würde, sollten sie allesamt in Schwierigkeiten geraten.

Liberalisierung  
nicht durch  
andere Reformen  
unterstützt

Diese massive Expansion der Bankkredite fand bei positiven Realzinsen statt: Das durchschnittliche Niveau der kurzfristigen Realzinsen lag in Indonesien, Korea, auf den Philippinen und in Thailand während der ersten Hälfte der neunziger Jahre bei rund 5% oder darüber. Die primäre Erklärung dafür dürfte der weitverbreitete Wachstumsoptimismus sein, der sich auf viele Jahre hohen Wirtschaftswachstums stützte. Das jeweils letzte Jahr vor der Krise, in dem das BIP-Wachstum real nennenswert unter 5% lag, war in Indonesien 1985, in Malaysia 1986, in Korea 1980 und in Thailand 1972. Diese kontinuierlich gute Leistung trug zu der starken Zunahme der Preise von Vermögenswerten bei und veranlaßte die Unternehmen und privaten Haushalte ebenso wie die Banken, die Risiken der Überinvestition zu unterschätzen. Die Wirtschaftsakteure in den entwickelten Ländern machten – bei weniger intensivem Wirtschaftsaufschwung – im allgemeinen denselben Fehler.

Lange Phase des  
Wachstums ...

Einige Jahre lang verstärkten sich die steigenden Preise von Vermögenswerten und die expandierende Kreditvergabe gegenseitig. In einer Reihe von Ländern investierten die Banken entweder in Aktien oder beteiligten sich an anderen Arten von Finanzinstituten, die weniger streng beaufsichtigt wurden und daher Risiken eingingen, die für Banken nicht erlaubt waren. Auf ähnliche Weise wuchsen immobilienbezogene Kredite stark an, was zu einem bisher nicht dagewesenen Immobilienboom führte. Die Schuldner nahmen selbst bei hohen Zinsen weiter Kredite auf, um Vermögenswerte zu kaufen, die rasch an Wert gewannen, und die Banken gewährten weiter Kredite, weil der Wert ihrer Sicherheiten stieg. Auch die Kreditvergabe für andere Zwecke wurde durch den Höhenflug der Preise von Vermögenswerten stimuliert, da sowohl Aktien als auch Immobilien den Banken als gute Sicherheiten erschienen, solange die Preise stiegen. Hochrentable Immobilien- und Aktienanlagen in den frühen Phasen des Booms in Asien führten zu erneuten Preissteigerungen bei Vermögenswerten und verleiteten die Banken und die sonstigen Finanzinstitute oftmals, miteinander in einen scharfen Wett-

... und steigende  
Preise von  
Vermögens-  
werten ...

bewerb zu treten, wodurch die Spannen gerade zu einem Zeitpunkt geringer wurden, als die Risiken wuchsen. Ab wann die Immobilienpreise den Gegenwartswert der künftigen Erträge überschritten hatten, war in den sich rasch entwickelnden Ländern besonders unsicher, da diese Erträge hier kaum beurteilt werden können.

... führen zu  
Vernachlässigung  
der Risiken

Die wohl tückischste Folge dieser Entwicklung war, daß Kreditnehmer und Banken die eingegangenen Risiken vernachlässigten. Die Kreditnehmer nahmen das Risiko steigender Zinsen auf die leichte Schulter, weil die Preissteigerungen bei den Vermögenswerten meist weit höher waren als die Zinssätze. Sie erkannten nicht, daß das Zinsänderungsrisiko nach der Liberalisierung wichtiger wird, da marktbestimmte Zinsen tendenziell viel volatiler sind. Projekte mit langer Laufzeit wurden allzuoft mit kurzfristigen oder variabel verzinsten Krediten finanziert.

Die Banken, deren Immobiliensicherheiten immer mehr an Wert gewannen, waren verleitet, die sorgfältige Beurteilung des Ausfallrisikos zu vernachlässigen. Das Fehlen von Märkten für langfristige Anleihen in lokaler Währung bedeutete, daß asiatische Banken, deren Einlagenbasis primär eine kurze Fristigkeit aufwies, langfristige Ausleihungen nur schwer absichern konnten. Die Banken konnten das sichtbare Fristigkeitenrisiko in ihren Bilanzen dadurch beschränken, daß sie langfristige Kredite zu variablen Zinssätzen vergaben, was auch geschah. Aber der Schutz war zum Teil trügerisch: Durch einen starken Zinsanstieg konnten die Kreditnehmer langfristiger Mittel schlicht und einfach zahlungsunfähig werden, so daß ein Zinsänderungsrisiko zu einem Ausfallrisiko wurde.

Mangelnde  
Diversifizierung der  
Bankaktiva ...

Für ein stabiles Bankensystem ist auch eine umsichtige Streuung der Bankaktiva erforderlich. Allerdings dürften auf bestimmten asiatischen Märkten die Diversifizierungsmöglichkeiten wegen der hochspezialisierten Wirtschaftsstruktur (z.B. Elektronik, Tourismus) ziemlich beschränkt gewesen sein. Darüber hinaus waren einige Banken bei einzelnen Kreditnehmern, mit denen sie oftmals verflochten waren, übermäßig engagiert. In einigen Ländern bewegte die Regierung die Banken außerdem dazu, ihre bevorzugten Projekte, Branchen und Unternehmen mit hohen Krediten zu versorgen.

... und zu geringes  
Eigenkapital

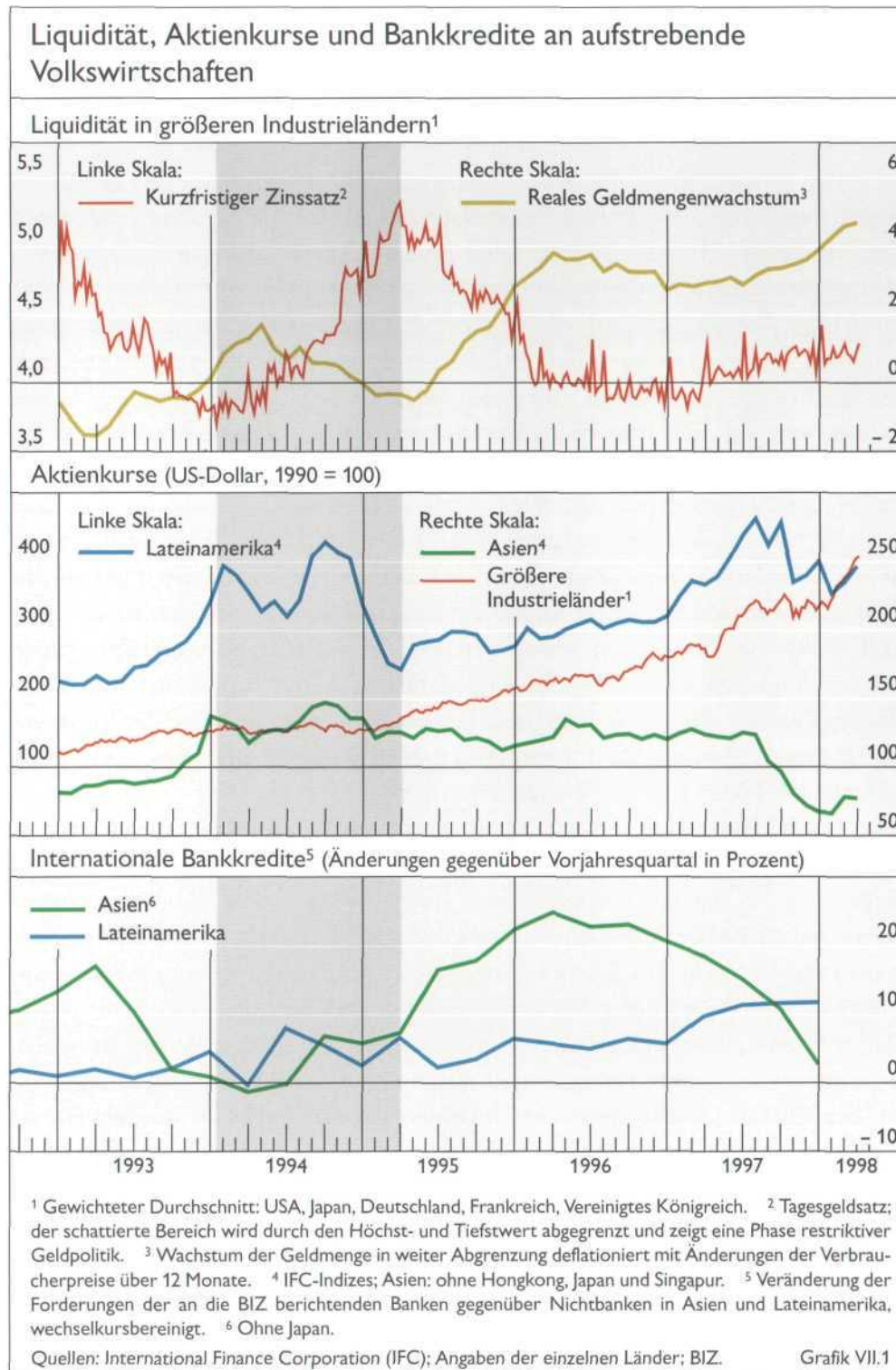
Da die Ansprüche an das Risikomanagement in liberalisierten Systemen zunehmen, gewinnt ein starker bankenaufsichtlicher Rahmen noch mehr an Bedeutung. In einem risikoreicheren oder weniger diversifizierten Umfeld benötigen die Banken auch höhere Eigenkapital- oder Liquiditätskoeffizienten als in einem stabileren Umfeld. Dennoch liegen die Eigenkapitalquoten nur in Hongkong (18%), auf den Philippinen (17%) und in Singapur (19%) deutlich über dem von der Basler Eigenkapitalvereinbarung gesetzten Mindestmaß. Darüber hinaus wurde das Eigenkapital der Banken häufig zu hoch ausgewiesen, weil keine Rückstellungen für bereits notleidende oder potentiell notleidende Kredite gebildet wurden. Für die aus widrigen wirtschaftlichen Entwicklungen resultierenden Risiken wurde keine ausreichende Vorsorge getroffen. Wie die jüngsten Ereignisse zeigen, kann eine makroökonomische Krise unzureichende Bankpraktiken offenlegen, und zwar sowohl deshalb, weil die Rezession die Kreditwürdigkeit schwächt, als auch deshalb, weil die Zinsen bei einem Vertrauensverlust steigen müssen (oder der Wechselkurs fallen muß).



## Reichliche weltweite Liquidität

Die beträchtliche Zunahme internationaler Liquidität während der letzten Jahre trug zum Aufbau großer finanzieller Risikopositionen in Asien bei. Zu Beginn des Jahrzehnts wurden die geldpolitischen Bedingungen an den meisten größeren Finanzplätzen deutlich gelockert, da die kurzfristigen Zinsen nach und nach zurückgingen. Die Straffung der US-Geldpolitik ab Anfang 1994 unterbrach diesen

Reichliche welt-  
weite Liquidität ...



... und Über-  
finanzierung der  
Defizite durch  
kurzfristige  
Kapitalströme

Trend letztlich nur vorübergehend; die neuerliche Senkung der kurzfristigen Zinsen in den USA ab Anfang 1995 und der stetige Rückgang in anderen größeren Ländern waren mit einem Anstieg der Wachstumsrate der Geldmenge in weiter Abgrenzung in den Industrieländern verbunden (s. Grafik VII.1, oberes Feld).

In diesem Umfeld kam es in mehreren asiatischen Ländern zu einer Überfinanzierung der zunehmenden Leistungsbilanzdefizite durch private Kapitalzuflüsse, und die offiziellen Währungsreserven stiegen weiter an. Gleichzeitig änderte sich die Struktur der Auslandsfinanzierung: Internationale Bankkredite und Anleihefinanzierungen wurden stärker in Anspruch genommen, während die Bedeutung der Nettozuflüsse von Beteiligungskapital (Direkt- und Portfolioinvestitionen) zurückging (s. Tabelle VII.2). Interbankkredite spielten eine besonders große Rolle. Das bedeutete nicht nur, daß die Länder stärker von Fremd- als von Eigenkapital abhängig wurden, sondern auch, daß die Kapitalzuflüsse eine kürzere Laufzeit hatten und verstärkt in ausländischer Währung denominated waren. Diese Merkmale – die eine gewisse Parallele zu der zunehmenden Dollar-Denominierung der mexikanischen Schulden im Jahr 1994 darstellten – ließen die Länder schließlich anfälliger für Liquiditätsdruck aus dem Ausland werden. Anders als in Mexiko brach die Krise jedoch aus, obwohl die weltweite Liquiditätsslage weiterhin sehr günstig war.

Frühes Warnsignal  
von den Aktien-  
märkten ...

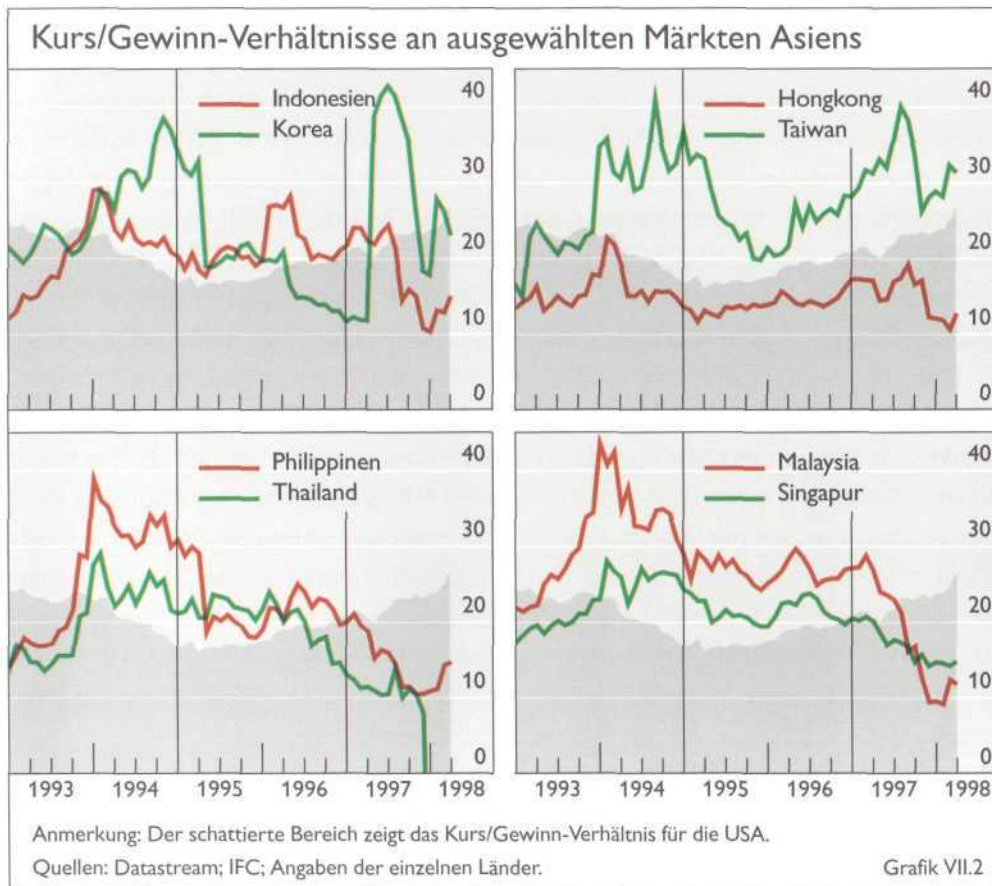
Die reichliche weltweite Liquidität beeinflusste die verschiedenen Märkte offenbar auf unterschiedliche Weise. Insbesondere waren die Aktienmärkte in den meisten asiatischen Volkswirtschaften (mit Ausnahme von China und Hongkong) während des weltweiten Aktienbooms in einer relativ schwachen Verfassung. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis erreichte auf vielen asiatischen Märkten gegen Ende 1993 seinen Höhepunkt und lag deutlich über den damaligen Werten in den USA (s. Grafik VII.2). Die darauffolgenden markanten Rückgänge auf den meisten Märkten (zu einer Zeit, als das Kurs/Gewinn-Verhältnis in den USA stark anstieg) deuten darauf hin, daß die Aussichten für das Gewinnwachstum bei asiatischen Unternehmen von den Anlegern bereits schlechter eingeschätzt wurden. Darin

Internationale Bankkredite und Anleihefinanzierungen in fünf asiatischen Ländern <sup>1</sup>				
	1990–94	1. Q. 1995 – 3. Q. 1996	4. Q. 1996 – 3. Q. 1997	4. Q. 1997
	Jahresraten			Tatsächliche Werte
	Mrd. US-Dollar			
Netto-Interbankkredite	14	43	11	–31
Bankkredite an Nichtbanken	2	15	11	– 1
Netto-Anleihenabsatz	3	17	32	1
Insgesamt	19	75	54	–31
<i>Nachrichtlich:</i>	1990–94	1995/96	1997	
Netto-Eigenkapitalzuflüsse <sup>2</sup>	11	17	2	

<sup>1</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. <sup>2</sup> Direktinvestitionen und Portfolio-Eigenkapitalzuflüsse gemäß IIF-Schätzungen.  
Quellen: Institute of International Finance (IIF); BIZ.

Tabelle VII.2





liegt vielleicht ein Hinweis auf ein frühes Erkennen der Schwächen in Asien, die schließlich zur Krise beitrugen (s. auch Kapitel V). Aktien reagieren natürlich weit stärker auf Änderungen von Gewinnerwartungen als Anleihen und Bankkredite, und wenn Probleme auftreten, werden die Verluste von Aktieninhabern durch finanzielle Rettungsaktionen selten – wenn überhaupt – kompensiert.

Die internationale Kreditvergabe zeichnete jedoch die zeitliche Abfolge der weltweiten Liquiditätsentwicklung recht genau nach. Im Jahr 1995 und fast das ganze Jahr 1996 über stieg die internationale Kreditvergabe an Nichtbanken in Asien stark an (s. Grafik VII.1), wobei die Mittelvergabe nach Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand jährlich \$ 15 Mrd. betrug (s. Tabelle VII.2). Überdies ergeben eigene Schätzungen, daß die internationalen Interbankkredite in den fünf von der Krise am stärksten betroffenen asiatischen Ländern im selben Zeitraum ein jährliches Ausmaß von rund \$ 43 Mrd. erreichten. Rund 40% der gesamten Ausleihungen waren in Yen denominiert, während der Rest hauptsächlich auf US-Dollar lautete; zwei Drittel hatten eine Laufzeit von weniger als einem Jahr. Auf die europäischen Banken, die in der Anfangsphase des Booms relativ geringe Engagements aufgewiesen hatten, entfiel zwischen Anfang 1995 und Mitte 1997 mehr als die Hälfte der Kreditvergabe an diese Ländergruppe. Die Banken in Asien leiteten diese Mittel an inländische Kreditnehmer weiter und finanzierten damit oftmals eine hauptsächlich auf den Inlandsmarkt hin orientierte Geschäftstätigkeit. In Indonesien war die Fremdwährungsdenominierung inländischer Bankkredite mit rund einem Drittel der Bilanzsumme der lokalen Banken am meisten verbreitet.

... aber  
Ausweitung der  
Kreditvergabe ...

... manchmal  
gefördert  
durch staatliche  
Garantien

Bei der Kreditexpansion spielte zweifellos eine Rolle, daß der Staat Garantien gewährte oder die Banken zur Kreditvergabe anhielt. Einige Auslandsbanken waren möglicherweise überzeugt, daß asiatische Banken bei ihren Kreditaufnahmen im Ausland über implizite Staatsgarantien verfügten (s. auch Kapitel V). Außerdem wurden die Auslandstransaktionen der inländischen Banken, die lange Zeit reguliert gewesen waren, in vielen Fällen liberalisiert, bevor die Verantwortlichen in den Banken angemessene Fähigkeiten zur Handhabung des Fremdwährungsrisikos erworben hatten oder der aufsichtsrechtliche Rahmen, der für eine wirksame Risikoüberwachung nötig ist, verstärkt worden war. Die Regierungspolitik war in manchen Fällen von dem Wunsch beeinflusst, einen Offshore-Bankenmarkt zu etablieren. Zum Beispiel zielte die Schaffung der Bangkok International Banking Facilities (BIBF) Anfang 1993 darauf ab, Bangkok als internationales Finanzzentrum zu fördern; sie erlaubte inländischen Banken, Kredite in US-Dollar aufzunehmen (allerdings sahen sich die Währungsbehörden schließlich veranlaßt, die Bestimmungen für die Weiterleitung von BIBF-Mitteln auf den Inlandsmarkt immer mehr zu verschärfen). Ferner wurde den Auslandsbanken der Eindruck vermittelt, der Umfang ihrer BIBF-Aktivitäten würde ihre Chancen, eine Banklizenz für das Inlandsgeschäft zu erhalten, beeinflussen.

Durch Wechsel-  
kursbindungen  
Unterschätzung des  
Wechselkursrisikos

Verschiedene andere wirtschaftspolitische Maßnahmen und Praktiken dürften – wenn auch unbeabsichtigt – asiatische Kreditnehmer zum Eingehen überhöhter Fremdwährungs- und Fristigkeitenrisiken veranlaßt haben. So begünstigte z.B. die seit langem praktizierte Politik fester oder beinahe fester Wechselkurse vermutlich eine falsche Einschätzung des Wechselkursrisikos. Bei flexiblen Wechselkursen und häufigen Schwankungen nach oben und unten lernen Unternehmen und private Haushalte aus täglicher Erfahrung, das Wechselkursrisiko zu berücksichtigen. Wenn aber nach vielen Jahren nominaler Stabilität (oder kontinuierlicher Abwertung in vorhersehbarem Ausmaß) mit einem Schlag eine starke Verschiebung stattfindet, ist die Gefahr, daß die privaten Wirtschaftsakteure unvorbereitet getroffen werden, um vieles größer. In Asien – aber nicht nur dort – stellte die Kombination eines festen Wechselkurses mit relativ hohen inländischen Zinsen und Inflationsraten einen Anreiz für die Gebietsansässigen dar, die Geschäftstätigkeit oder den Erwerb von Vermögenswerten in inländischer Währung mittels Fremdwährungsaufnahme zu finanzieren. Eine Art „Realzinsillusion“ (Dollar- oder Yen-Zinsen bereinigt um die inländische Inflationsrate) war ein weiterer Anreiz zur übermäßigen Kreditaufnahme in fremder Währung. In einigen Fällen nahmen Banken in Asien fälschlicherweise an, daß es ausreichen würde, die Aufnahme von Fremdwährungsschulden mit der Vergabe von Fremdwährungskrediten an Inländer (für deren Geschäftstätigkeit in inländischer Währung) auszubalancieren. Banken in Mexiko und in bestimmten europäischen Ländern begingen während der Jahre fester bzw. innerhalb von Bandbreiten gehaltener Wechselkurse denselben Fehler. Bei einer starken Abwertung verschlechtert sich nämlich die Bonität der Kunden, und das umgangen geglaubte Wechselkursrisiko wird zu einem Kreditrisiko.

Fristeninkongruenz  
bei Bankkrediten

Ein sehr hoher Anteil der internationalen Bankkredite hatte entweder eine kurze Laufzeit oder war – bei langen Laufzeiten – variabel verzinst. Kreditgewährende Banken betrachten naturgemäß kurzfristige Ausleihungen als sicherer als langfristige, weil auch ein Großteil ihrer Mittelaufnahme kurzfristig ist und weil sie ihre Gesamtrisikoposition leichter ändern können. Diese Einschätzung ist



fester Bestandteil der Praxis der Bankenaufsicht und der Risikogewichtung. Für eine einzelne Bank ist es in der Tat sicherer, wenn sie kurzfristige Kredite an Unternehmen vergibt, die sich ansonsten langfristig finanzieren. Dies war jedoch in Asien oftmals nicht der Fall. Obwohl keine umfassenden Statistiken verfügbar sind, wurden langfristige Investitionen in inländisches Realvermögen (z.B. Immobilien) anscheinend oft fast vollständig über kurzfristige Bankkredite finanziert, was eine Fristeninkongruenz mit fundamentalen Risiken bedeutete. Als die ausländischen Banken ihr Asien-Risiko aufgrund der Krise neu beurteilten, hatten manche Kreditnehmer Schwierigkeiten, ihre Kredite zu verlängern, oder mußten viel höhere Zinsen zahlen. Einige Kreditnehmer gingen in Konkurs.

Veränderungen der globalen Liquidität haben sich offenbar auch in den Spreads bei *Schuldinstrumenten* aufstrebender Volkswirtschaften niedergeschlagen. Waren diese im Laufe des Jahres 1994 bei einer straffer werdenden Geldpolitik tendenziell angestiegen, so verringerten sie sich ab Anfang 1995 im allgemeinen beträchtlich (s. Grafik VII.3). Dieser Trend wird am deutlichsten sichtbar, wenn man die Renditedifferenz bei Brady-Anleihen betrachtet, die oft als Gradmesser für die Finanzierungskosten von aufstrebenden Volkswirtschaften verwendet werden. Nach dem ersten Quartal 1995 (als die unmittelbaren Auswirkungen der Mexiko-Krise zu einem starken Anstieg geführt hatten) ging die Renditedifferenz drastisch zurück. Obwohl sich die Aufschläge auf dem Sekundärmarkt für Eurobonds aufstrebender Volkswirtschaften gleichfalls verringerten, weiteten sie sich bei Neuemissionen eher aus – vielleicht, weil nunmehr Kreditnehmer mit niedrigerer Bonitätseinstufung gewillt und auch in der Lage waren, den Markt in Anspruch zu nehmen. Gleichzeitig verlängerten sich tendenziell die Laufzeiten der von aufstrebenden Volkswirtschaften emittierten Anleihen, denn da sich die Bonität dieser Länder in den Augen der Anleger verbesserte, stieg deren Bereitschaft, in längere Laufzeiten zu investieren.

Diese Entwicklungen schufen ein günstiges Umfeld für den deutlich höheren Anleihenabsatz von Schuldnern aus den asiatischen Entwicklungsländern im zweiten Halbjahr 1996 und im ersten Halbjahr 1997, als die Zuwächse bei den internationalen Bankkrediten allmählich abflachten. Oberflächlich betrachtet, erfüllten die internationalen Finanzmärkte die nützliche Funktion, asiatischen Kreditnehmern eine Streckung der Laufzeit ihrer Auslandsverbindlichkeiten zu ermöglichen und sie weniger abhängig von internationalen Bankkrediten zu machen. Allerdings enthielten einige langfristige internationale Anleihen Klauseln, die sie in einer Krise praktisch zu kurzfristigen Instrumenten werden ließen (wie z.B. Tilgung mit kurzer Kündigungsfrist, wenn die Bonitätseinstufung eines Landes unter „investment grade“ herabgesetzt wurde). Da auch andere Formen von Kreditverträgen ähnliche Klauseln enthielten (bei mittelfristigen Krediten z.B. eine Option für den Gläubiger, zu bestimmten Zeitpunkten während der Laufzeit die Rückzahlung zu verlangen), verwischte sich die Unterscheidung zwischen lang- und kurzfristiger Finanzierung.

Erst im vierten Quartal 1997 – eine ganze Weile nach dem Ausbruch der Krise – weiteten sich die Aufschläge bei internationalen Anleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften drastisch aus. Am Sekundärmarkt stiegen die Aufschläge bei internationalen Anleihen wichtiger aufstrebender Volkswirtschaften von durchschnittlich knapp 130 Basispunkten im Juni 1997 auf 375 Basispunkte im Januar 1998, um in den darauffolgenden Monaten mäßig zurückzugehen. Die

Geringere  
Anleihespreads ...

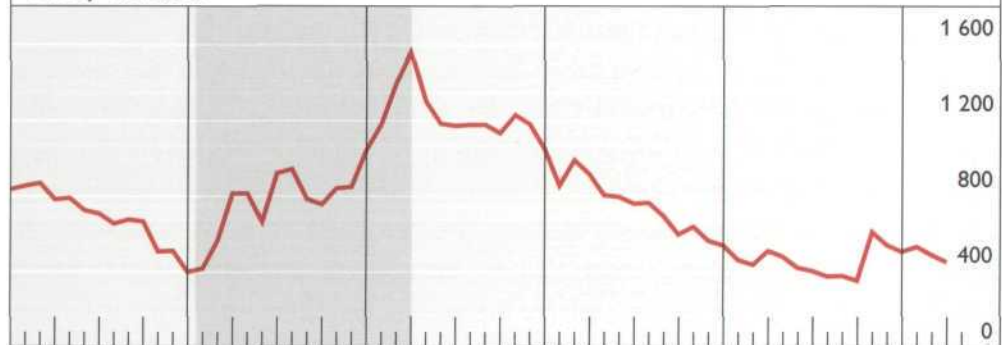
... und höherer  
Anleihenabsatz

Nach der Krise  
Ausweitung der  
Spreads

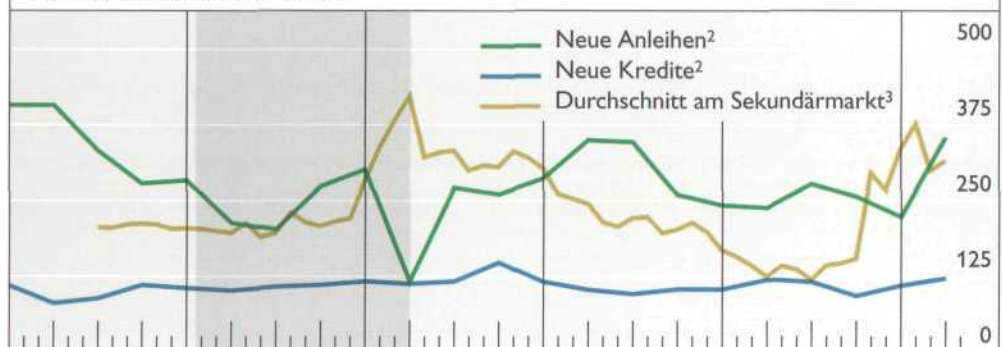
# Spreads bei Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften<sup>1</sup>

Basispunkte

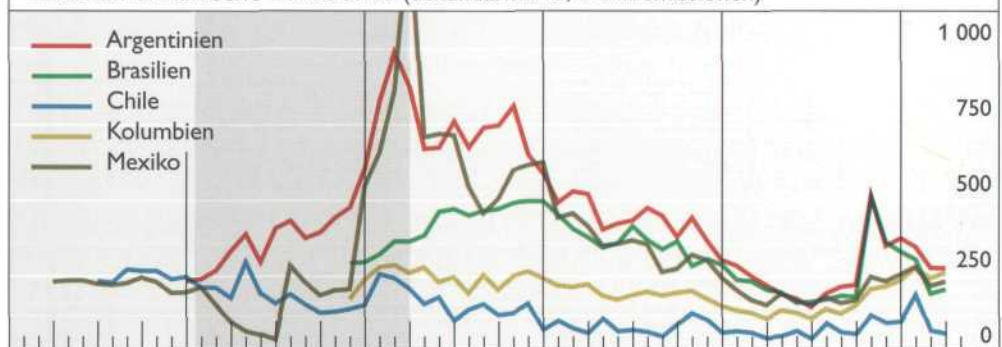
## Brady-Anleihen



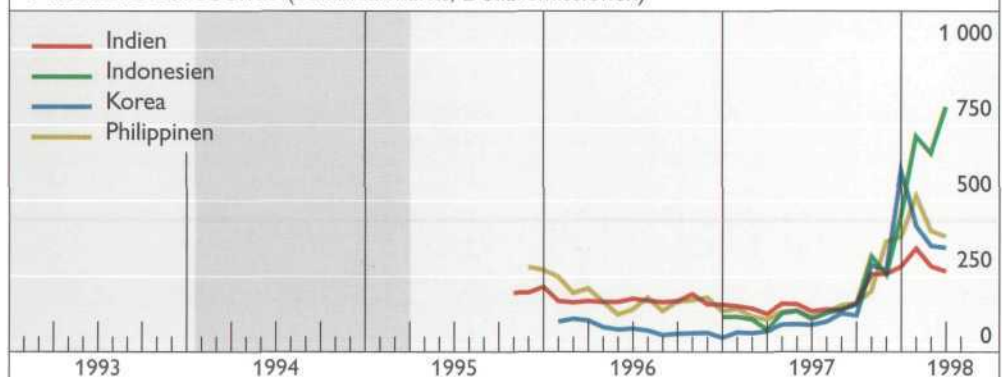
## Neue Kredite und Anleihen



## Lateinamerikanische Eurobonds (Sekundärmarkt, Dollaremissionen)



## Asiatische Eurobonds (Sekundärmarkt, Dollaremissionen)



Anmerkung: Der schattierte Bereich zeigt eine Phase restriktiver Geldpolitik, wie in Grafik VII.1 definiert.

<sup>1</sup> Gegenüber US-Schatzanleihen mit entsprechender Laufzeit (für neue Kredite: gegenüber LIBOR).

<sup>2</sup> Auf der Basis einer Teilmenge, für die Spreads verfügbar waren. <sup>3</sup> Ungewichteter Durchschnitt der in den beiden unteren Feldern angeführten Länder.

Quellen: Datastream; Euromoney, Bondware und Loanware; J.P. Morgan.

Grafik VII.3



Spreads asiatischer Anleihen stiegen über die lateinamerikanischer Anleihen, ein gegenüber früheren Perioden umgekehrtes Bild. Die Aufschläge auf indonesische Anleihen wurden während der ersten Monate dieses Jahres noch größer und erreichten im März 1998 durchschnittlich 750 Basispunkte. Der Anleihenabsatz verringerte sich entsprechend deutlich (Näheres s. Kapitel VIII).

Derart große Bewegungen bei den Zinsaufschlägen zeigen auf, welche Schwierigkeiten die Finanzmärkte bei der Risikobewertung hatten. Die Verringerung der durchschnittlichen Aufschläge in den Jahren 1995 und 1996 wird bisweilen als Zeichen für eine beträchtliche Unterbewertung des Risikos interpretiert. Die BIZ konnte jedoch in ihrem Vergleich von Spreads verschiedener Risikokategorien bei aufstrebenden Volkswirtschaften (s. den letztjährigen Jahresbericht) keine Hinweise finden, daß die Bedeutung der Bonitätseinstufung für die Zinsaufschläge Mitte der neunziger Jahre geringer wurde, denn der Zinsabstand zwischen guten und schlechten Risiken ist nicht kleiner geworden.

Überdies zeigte sich an den wichtigsten Rating-Agenturen vor und während der Krise nur zu gut, welche großen Schwierigkeiten selbst Experten bei der Risikobeurteilung hatten. Es ist oft erwähnt worden, daß das ab 1995 allgemein verfügbare Wissen über die sich ausweitenden Leistungsbilanzdefizite und die zunehmende kurzfristige Auslandsverschuldung einiger asiatischer Länder die

Rating-Agenturen

Asien-Krise und Ratings staatlicher Schuldner*									
	Moody's		S&P			Moody's		S&P	
	Datum		Datum			Datum		Datum	
China	A3	18.05.88			Malaysia	Baa1	18.11.86		
	Baa1	8.11.89	BBB	20.02.92		A3 ↑	12.03.90	A-	26.06.89
	A3 ↑	10.09.93	BBB+	14.05.97		A2 ↑	11.03.93	A	8.07.91
Hongkong	A2	9.11.88	A	9.02.90		A1 ↑	15.03.95	A+	29.12.94
	A3	8.11.89	A+	14.05.97		A2	21.12.97	A	23.12.97
Indonesien					Philippinen	Ba3	1.07.93	BB-	2.07.93
	Baa3	14.03.94	BBB-	20.07.92		Ba2 ↑	12.05.95	BB	30.05.95
			BBB	18.04.95		Ba1 ↑	18.05.97	BB+	21.02.97
			BBB-	10.10.97	Singapur	Aa3	20.09.89	AA	24.05.89
Korea	Ba1	21.12.97	BB+	31.12.97		Aa2 ↑	24.05.94	AA+	6.09.91
	B2	9.01.98	BB	9.01.98		Aa1 ↑	18.01.96	AAA	6.03.95
	B3	20.03.98	B	27.01.98	Taiwan	Aa3	24.03.94	AA	20.04.89
	A2	18.11.86	A+	1.10.88				AA+	2.08.91
	A1 ↑	4.04.90	AA-	3.05.95	Thailand	A2	1.08.89	A-	26.06.89
			A+	24.10.97				A	29.12.94
	A3	27.11.97	A-	25.11.97		A3	8.04.97	A-	3.09.97
	Baa2	10.12.97	BBB-	11.12.97		Baa1	1.10.97	BBB	24.10.97
	Ba1	21.12.97	B+	22.12.97		Baa3	27.11.97		
			BB+	18.02.98		Ba1	21.12.97	BBB-	8.01.98

\* Langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten. Andere Schuldkategorien waren anders bewertet.

↑ = Höherstufung; sonst: Herabstufung. „Non-investment grade“: kursiv.

Tabelle VII.3

Rating-Agenturen nicht veranlaßte, ihre Beurteilung der Risiken langfristiger Fremdwährungsverbindlichkeiten nennenswert zu ändern. Einige Rating-Entscheidungen, die vor der Krise getroffen wurden, gingen sogar in die umgekehrte Richtung: Indonesien wurde im April 1995 höhergestuft, Korea im Mai 1995 und Thailand im Dezember 1994; allerdings wurde Thailand im April 1997 wieder um eine Stufe niedriger bewertet. Es muß eingeräumt werden, daß eine Reihe der Rating-Änderungen, die Mitte der neunziger Jahre erfolgt waren, aufgrund nachfolgender Ereignisse durchaus gerechtfertigt erschienen: So waren z.B. die Philippinen, die die Krise besser überstanden als andere Länder, seit Mai 1995 (durch beide größeren Rating-Agenturen) zweimal hinaufgestuft worden.

Erst mehrere Monate nach Ausbruch der Krise wurde die Beurteilung von Indonesien und Thailand grundlegend revidiert. Als die Krise auf Korea übergriff, reagierten die Rating-Agenturen: Im letzten Quartal 1997 und im ersten Quartal 1998 wurden Indonesien, Korea und Thailand in mehreren Schritten auf „non-investment grade“ herabgestuft (s. Tabelle VII.3). Diesen deutlichen Änderungen lag offenbar vor allem die Besorgnis zugrunde, daß die äußerst prekäre internationale Liquiditätssituation dieser Länder das Zahlungsausfalls- und -verzugsrisiko erhöhte. Jedenfalls wurden die Rating-Entscheidungen typischerweise jeweils dann getroffen, wenn eine deutliche Straffung der Wirtschaftspolitik im Zuge eines IWF-Programms die langfristige Fähigkeit dieser Länder zur Bedienung ihrer Auslandsschulden eher verbessert hatte. (Nach Abschluß einer Vereinbarung mit den Gläubigerbanken über die Streckung der Kreditlaufzeiten wurde Korea im Februar 1998 wieder höhergestuft.)

## Management der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten

Die Krise wurde durch zwei Unzulänglichkeiten beim Management der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten verschärft: die unzureichende Liquiditätszuführung aus dem Ausland und die ungenügende Diversifizierung in ausländische Finanzanlagen.

Die kurzfristige Auslandsverschuldung stieg in mehreren Ländern deutlich über das Niveau der Währungsreserven (s. Tabelle VII.4). Diese Schulden waren größtenteils vom Privatsektor eingegangen worden, der – theoretisch – die Folgen seiner Risikobeurteilung selbst zu tragen hätte. Die Praxis sah jedoch anders aus. Als offenbar wurde, daß die Volkswirtschaften wenig schockresistent waren und die Finanzmärkte ihre Einschätzung der Aufrechterhaltbarkeit der Wechselkursbindung revidierten, versuchten Inländer mit offenen kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten, ihre Positionen abzusichern. Da weder den Zinsen noch dem Wechselkurs genügend Spielraum für Veränderungen gewährt wurde, konnten sie sich oftmals zu Lasten der Währungsreserven der Notenbank absichern, und zwar sowohl auf dem Kassa- als auch auf dem Terminmarkt. In Thailand erreichte die Fremdwährungs-Short-Position der Notenbank bis zur Mitte des Jahres geschätzte \$ 24 Mrd. (davon rund \$ 15 Mrd. an Offshore-Verbindlichkeiten). Dies entsprach rund vier Fünfteln der damaligen Währungsreserven. Die kumulierten Interventionen Koreas auf dem Kassa- und dem Terminmarkt betrugen im zweiten Halbjahr 1997 über \$ 21 Mrd. Darüber hinaus waren bis Ende November 1997 fast \$ 17 Mrd. von den \$ 24,4 Mrd. an Währungsreserven der Bank of Korea zu den

Illiquidität



Auslandsniederlassungen koreanischer Banken transferiert worden, die Schwierigkeiten bei der Erfüllung ihrer Fremdwährungsverpflichtungen gehabt hatten. Die Währungsbehörden Indonesiens verfügten nur über begrenzte Währungsreserven und konnten daher wenig ausrichten. Ein massiver Überhang privater Fremdwährungsschulden (von der Notenbank auf \$ 73 Mrd. geschätzt) trug zum Währungskollaps bei, der sehr gefährliche inflationäre und andere Folgen hatte. Die fällig gewordenen Fremdwährungsverpflichtungen indonesischer Unternehmen konnten einfach nicht erfüllt werden. Demgegenüber hatten Malaysia und die Philippinen ihre Währungsreserven deutlich über dem Niveau der kurzfristigen Auslandsverschuldung gehalten. Schon vor dem Ausbruch der Krise war die malaysische Währung nicht starr fixiert gewesen; unter Druck geraten, zogen es die Währungsbehörden vor, den Kurswert der Währung sinken zu lassen, und hielten sich mit Interventionen auf dem Devisenmarkt zurück.

Ein zentrales Thema ist die Frage, wie sichergestellt werden kann, daß für Fremdwährungskreditaufnahmen des Privatsektors angemessene aufsichtsrechtliche Sicherungsvorkehrungen gelten. Ein möglicher Ansatz sind Regulierungen oder steuerliche Maßnahmen in den Schuldnerländern, um die Kreditaufnahme in ausländischer Währung zu begrenzen oder die Fristigkeit zu strecken. In der Vergangenheit geschah dies auf verschiedene Weise: indem quantitative Beschränkungen auferlegt wurden, indem die Verschuldung im Ausland nur Unternehmen und Banken mit hoher Bonitätseinstufung erlaubt wurde oder indem die Schuldner verpflichtet wurden, unverzinsliche Einlagen in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes des Kreditbetrags bei der Zentralbank zu halten. Manchmal wurden solche Mechanismen entwickelt, um kurzfristige und potentiell volatile Kapitalzuflüsse einzudämmen. Ein zweiter Ansatz ist die Einführung von Versicherungsmechanismen gegen das Liquiditätsrisiko. Ein Beispiel hierfür findet sich in Argentinien, wo die Geschäftsbanken verpflichtet sind, 20% ihrer Verbindlichkeiten (der Peso ist zum Kurs von 1:1 gegenüber dem Dollar konvertierbar) in liquiden Mitteln zu halten; Ende 1997 stand die Hälfte dieser Aktiva in New York zu Buche. Ferner müssen sie Schritte unternehmen, um sicherzustellen, daß sie im Notfall Zugang zu angemessener Fremdwährungsliquidität haben (z.B. durch im vorhinein festgelegte Kreditlinien). Ein dritter Ansatz schließlich ist eine straffere Regulierung der Kreditvergabe, insbesondere von Banken.

Ein grundlegendes Problem als die übermäßige kurzfristige Auslandsverschuldung besteht darin, daß ein Land für plötzliche Kapitalabflüsse anfälliger wird, wenn Ausländer inländische Aktiva halten, sei es mit kurzer oder langer Laufzeit. Das gleiche gilt, wenn Inländer umfangreiche Portefeuilles mit inländischen Finanzvermögenswerten aufbauen, die – sobald die Währung für Kapitaltrans-

Problem der Begrenzung unvorsichtiger Fremdwährungskreditaufnahmen

Risiko plötzlicher Kapitalabflüsse

Kurzfristige Auslandsverschuldung in Prozent der Währungsreserven							
	Indonesien	Korea	Malaysia	Philippinen	Thailand	Nachrichtlich: Mexiko	
Ende 1993	171	148	28	52	89	Ende 1992	124
Mitte 1997	182	214	62	88	153	Mitte 1994	173

Tabelle VII.4

aktionen konvertibel wird – gegen Fremdwährung umgetauscht werden können. Beispielsweise sind sogar Finanzinstrumente, die nicht als kurzfristig betrachtet werden (z.B. Aktien), umgehend veräußerbar. Darüber hinaus können selbst Investoren mit weniger liquiden Vermögenswerten (z.B. Direktinvestitionen) ihre in inländischer Währung gehaltenen Positionen sehr kurzfristig absichern.

Die Anfälligkeit gegenüber solchen Stimmungsänderungen dürfte um so größer sein, wenn die inländischen Anleger ihre Portefeuilles nicht durch den Erwerb ausländischer Vermögenswerte diversifiziert haben. Zwar hatten hohe Sparquoten in allen von der Krise betroffenen Ländern eine rasche Anhäufung von Vermögenswerten im Privatsektor zur Folge, doch waren diese Aktiva fast alle im Inland angelegt. Insbesondere die Ersparnisse der privaten Haushalte wurden hauptsächlich über die Banken gelenkt, die sie an inländische Kreditnehmer weiterleiteten. Immobilien und der inländische Aktienmarkt wurden ebenfalls zur Anlage genutzt.

Auch Nichtbankfinanzinstitute investierten offenbar nicht nennenswert im Ausland. Daß die asiatischen Finanzinstitute nur begrenzt in ausländische Finanzaktiva diversifizierten, dürfte zum Teil auf Marktunvollkommenheiten zurückzuführen sein. So sind Finanzinstitute wie z.B. Pensionsfonds oder Versicherungsgesellschaften bei Anlagen in ausländischen Vermögenswerten oft noch immer Beschränkungen unterworfen, wie dies übrigens auch in einer Reihe von Industrieländern der Fall ist. Der Hauptgrund für die relativ geringen Anlagen dieser Institute in nichtasiatischen Finanzaktiva dürfte jedoch sein, daß die Anleger infolge der hohen Renditen, die über viele Jahre in den dynamischen asiatischen Volkswirtschaften erzielt werden konnten, den Risiken der Nichtdiversifizierung keine Beachtung schenkten. Die asiatischen Investoren bevorzugten sowohl beim Real- als auch beim Finanzvermögen inländische Werte. Dies ist kaum überraschend, hätte doch auch eine ausgefeilte Risikobeurteilung auf der Basis vergangener Volatilitäten nicht auf das Ausmaß des Schocks von 1997/98 vorbereiten können. Auch die Erfahrung in Lateinamerika weist auf eine deutliche Präferenz für inländische Vermögenswerte hin: Selbst als die inländischen institutionellen Anleger in Chile die Möglichkeit erhielten, in ausländische Finanzaktiva zu investieren, machten sie nicht in nennenswertem Maße davon Gebrauch.

Was auch immer der Grund sein mag – und die Daten über internationale Portfolioinvestitionen sind niemals vollständig und können durch absichtliche Untererfassung verfälscht sein –, hatten in Asien (abgesehen von Japan) offenbar nur Singapur (wo der öffentliche Pensionsfonds ebenso in ausländische Wertpapiere wie in inländische Hypotheken investiert) und Hongkong (wo Pensionsfonds in beträchtlichem Umfang ausländische Wertpapiere erwerben) hohe Bestände an ausländischen Finanzaktiva aufgebaut. Viele andere asiatische Volkswirtschaften wiesen zwar hohe und steigende Sparquoten auf, doch wurde dort offenbar relativ wenig in nichtasiatischen Aktien und Anleihen angelegt (s. Tabelle VII.5). In vielen Ländern machen die offiziellen Währungsreserven einen hohen Anteil am Gesamtbestand des ausländischen Finanzvermögens des Landes aus. Die institutionellen Anleger (insbesondere die Pensionsfonds) konzentrierten sich augenscheinlich auf den Inlandsmarkt oder auf ähnliche asiatische Volkswirtschaften. Diese Konzentration auf inländische Wertpapiere (oder Immobilien) förderte das Wachstum der Preisblase und setzte die Anleger Risiken aus. Möglicherweise



Kapitalverkehr asiatischer Länder								
	Indo- nesien	Korea	Malay- sia	Philip- pinen	Singa- pur	Taiwan	Thai- land	Japan
	Mrd. US-Dollar							
Leistungsbilanzsaldo <sup>1</sup>	-29	-48	-27	-19	58	62	-64	664
in Prozent des BSP	19	12	41	30	86	29	50	16
Portfolioanlagen <sup>2</sup>								
Aktiva	—	1	—	3	37	12	—	512
Passiva	10	53	- 4	5	6	13	16	362

<sup>1</sup> Summe 1990–96. <sup>2</sup> 1990–96; Indonesien, Malaysia, Philippinen: 1990–95.

Tabelle VII.5

verstärkte sie auch die Kapitalflucht während der Krise, als die Gefahren des hohen Engagements im Inland offensichtlicher wurden.

Die inländischen Anleger in Asien hätten ihre Portefeuilles vielleicht stärker diversifiziert, wenn das Wechselkursrisiko und andere Risiken, die mit einem sehr hohen Engagement im Inland verbunden sind, angemessen wahrgenommen worden wären. Die übersteigerten inländischen Investitionsquoten (s. Kapitel III) wären dann etwas moderater ausgefallen. Dies hätte nicht nur den Höhenflug der Preise von Vermögenswerten gedämpft, sondern auch die Kapitalabflüsse erhöht, wodurch die Kapitalzuflüsse kompensiert worden wären. Die Nettokapitalzuflüsse und die Leistungsbilanzdefizite wären daher selbst bei starken Bruttokapitalzuflüssen geringer gewesen, was für Volkswirtschaften mit einer hohen Sparquote angemessener ist. Das Wirtschaftswachstum wäre schwächer, dafür aber dauerhafter gewesen. Eine bleibende Folge der Krise sind möglicherweise mittelfristig stärkere asiatische Investitionen in ausländische Finanzanlagen, was bedeuten könnte, daß die Leistungsbilanzdefizite künftig vielleicht deutlich geringer sein werden als während des größten Teils der neunziger Jahre. Etwaige Umschichtungen der Ersparnisse der privaten Haushalte von den Banken zu den Kapitalmärkten könnten einen solchen Trend verstärken.

## Die einzelnen Phasen der Krise

Als die Wechselkurskrise ausbrach, war bereits eine erhebliche konjunkturelle Verlangsamung eingetreten, und die Preise von Vermögenswerten standen unter starkem Druck nach unten. Unter diesen Umständen zögerten die Währungsbehörden, die Zinsen anzuheben, zumal die Finanzstruktur durch eine überwiegend kurzfristige (oder zinsvariable) Verschuldung gekennzeichnet war, so daß höhere Zinssätze unmittelbar die Kreditnehmer getroffen und damit die Banken selbst gefährdet hätten. Da die Teilnehmer am Devisenmarkt um den beschränkten Handlungsspielraum der Währungsbehörden wußten, war es für viele Notenbanken schwierig, glaubwürdige Verteidigungslinien für ihre Währung aufzubauen. In einigen Fällen wurde die Glaubwürdigkeit durch Unsicherheiten hinsichtlich der politischen Führung weiter unterminiert, die Zweifel aufkommen ließen, ob die Regierung in der Lage sein würde, eine in sich konsistente Wirtschaftspolitik zu betreiben. Der Rückgriff auf administrative Beschränkungen, Appelle der Notenbank und andere Versuche, Kapitalabflüsse einzudämmen oder den Inlandsmarkt

Chronologie der Krise	
1997	
Anfang 1997	Druck auf den thailändischen Baht und daraufhin intensive Interventionen auf dem Kassa- und dem Terminmarkt.
15. Mai	Thailand führt Kontrollen ein, um die Inlandsmärkte von den Offshore-Märkten abzuschotten, aber der starke Druck hält an. Ähnliche Maßnahmen anderer Länder in verschiedenen Phasen der Krise erweisen sich als unwirksam.
2. Juli	Floating des thailändischen Baht. Der philippinische Peso, der malaysische Ringgit und die indonesische Rupiah geraten unter Druck.
11. Juli	Band des philippinischen Peso auf ein nicht näher spezifiziertes Maß ausgeweitet.
11. Juli	Band der indonesischen Rupiah von 8% auf 12% ausgeweitet.
Juli	Malaysischer Ringgit fällt bis Ende Juli um 4,8%.
August	Die Aktienkurse erreichen in Hongkong am 7. und in Taiwan am 26. August ihren Höchstwert.
14. August	Floating der indonesischen Rupiah.
20. August	IWF-Beistandskredit an Thailand in Höhe von \$ 3,9 Mrd. genehmigt.
17. Oktober	Behörden stellen Unterstützung des Neuen Taiwan-Dollars ein, der um 6% fällt. Druck auf Währung und Aktienmärkte Hongkongs wird stärker.
20.–23. Oktober	Finanzielle Turbulenzen in Hongkong. Hang-Seng-Index fällt in 3 Tagen um 23%. Druck auf den koreanischen Won steigt.
27. Oktober	US-Aktienkurse geben um 7% nach. Starke Rückgänge auf latein-amerikanischen Aktienmärkten.
28. Oktober	Russische Aktienkurse fallen um 23%.
31. Oktober	Nach starkem Druck auf den Real verdoppelt die brasilianische Zentralbank ihren Interventionssatz auf 43%.
5. November	IWF-Beistandskredit für Indonesien in Höhe von \$ 10,1 Mrd. genehmigt; davon \$ 3 Mrd. unmittelbar zur Verfügung gestellt.
10. November	Erhöhung der Zinsen in Rußland um 7 Prozentpunkte und Ankündigung der Behörden, daß das Interventionsband für den Rubel von $\pm 5\%$ auf $\pm 15\%$ ausgeweitet wird.
20. November	Tägliche Schwankungsbandbreite des koreanischen Won von $\pm 2\frac{1}{4}\%$ auf $\pm 10\%$ ausgeweitet.
21. November	Korea ersucht um IWF-Beistandskredit.
4. Dezember	IWF-Beistandskredit an Korea in Rekordhöhe von \$ 21 Mrd. über 3 Jahre genehmigt; davon \$ 5,6 Mrd. unmittelbar ausgezahlt.
16. Dezember	Floating des koreanischen Won.
1998	
27. Januar	„Pause“ für indonesische Unternehmensschulden.
29. Januar	Vereinbarung zwischen Korea und seinen Auslandsgläubigern über den Tausch von \$ 24 Mrd. kurzfristiger Auslandsschulden gegen staatlich garantierte Kredite mit variabler Verzinsung ( $2\frac{1}{4}$ – $2\frac{3}{4}$ Prozentpunkte über 6-Monats-LIBOR).
9./10. Februar	IWF und mehrere Gläubigerländer stellen sich – unter Androhung des Entzugs von Finanzhilfe – gegen Indonesiens Plan, ein Currency Board zu schaffen.
4. März	Bei der zweiten Überprüfung des thailändischen Wirtschaftsprogramms lockert der IWF bestimmte makroökonomische Zielvorgaben und genehmigt die Auszahlung der zweiten Tranche.

Tabelle VII.6



von den Offshore-Zentren zu trennen (in der Hoffnung, die inländischen Märkte vor größeren Zinserhöhungen auf den Offshore-Märkten abzusichern), waren alles andere als erfolgreich und trugen zu einer weiteren Abschwächung des Vertrauens der Anleger bei.

Eine Chronologie der wichtigsten Ereignisse im Finanzbereich im Verlauf der Krise wird in Tabelle VII.6 präsentiert; auf das Geschehen in den einzelnen Ländern wird in Kapitel III näher eingegangen. Die Entwicklung vollzog sich in drei großen Schüben. Zuerst brachte die Freigabe des Wechselkurses des thailändischen Baht Anfang Juli den philippinischen Peso, den malaysischen Ringgit und die indonesische Rupiah unter Druck. Danach wurden im Oktober der Neue Taiwan-Dollar und der Hongkong-Dollar intensiv getestet (was auch zu neuerlichem Druck auf die als erste betroffenen südostasiatischen Währungen führte); der russische und der lateinamerikanische Markt wurden gleichfalls schwer getroffen, wobei die Aktienmärkte Argentiniens, Brasiliens und Mexikos um ein Fünftel und mehr nachgaben. Schließlich wurde der koreanische Won angegriffen, und die Schwierigkeiten Indonesiens verstärkten sich.

Die Krise war komplex und in vielerlei Hinsicht ohne Beispiel. Sie ist noch nicht ausgestanden. Die unterschiedlichen Kanäle, über die sie sich ausgebreitet hat, werden an anderer Stelle eingehender diskutiert: Die Reaktion der institutionellen Anleger wird in Kapitel V erörtert, der Devisenmarkt in Kapitel VI und der Markt für internationale Bankkredite und Anleihen in Kapitel VIII. Die von Thailand ausgehende Ausbreitung der Krise auf Indonesien, Malaysia und die Philippinen ist offenbar hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß die ausländischen und sonstigen Anleger dazu neigten, diese Länder als Gruppe zu betrachten (nur zum Teil aufgrund ähnlicher wirtschaftlicher Bedingungen). Schon vor der Krise war die wöchentliche Entwicklung auf den Aktienmärkten der drei Länder mit der in Thailand tendenziell korreliert (s. Tabelle VII.7). Die Aktivitäten zahlreicher asiatischer Nichtbankfinanzinstitute auf anderen asiatischen Märkten dürften die Ausbreitung der Krise noch verstärkt haben. Einige spezifische Fälle gingen durch die Medien: So wurde z.B. bekannt, daß ein – später zahlungsunfähiges – großes Wertpapierhaus in Hongkong Dollarkredite an ein indonesisches Unternehmen vergeben und dann diese hochrentierenden Kredite an koreanische Banken verkauft hatte.

Nachdem die Währungen aller vier Länder abgewertet hatten, stieg die Sorge um die Konkurrenzfähigkeit anderer asiatischer Länder, und darin lag wahrscheinlich ein bedeutsamer Ansteckungsfaktor während der zweiten und dritten Welle der Krise. Das Bekanntwerden größerer Schwierigkeiten von Banken in den von den Abwertungen betroffenen Ländern lenkte die Aufmerksamkeit auf die mangelnde Stabilität des Bankensektors auch im übrigen Asien, besonders in

Ausbreitung ...

... in drei Schüben

Korrelation mit wöchentlichen Kursbewegungen der thailändischen Aktienbörse							
Aktienmärkte	Philippinen	Singapur	Indonesien	Malaysia	Hongkong	Taiwan	Korea
Vor der Krise*	0,38	0,38	0,35	0,34	0,26	0,06	-0,06
Nach der Krise*	0,66	0,53	0,64	0,61	0,42	0,22	0,57

\* Der Wechselkurs des thailändischen Baht wurde am 2. Juli 1997 freigegeben. Als Periode vor der Krise wird der Zeitraum Januar 1995–Juni 1997 herangezogen, als Periode nach der Krise der Zeitraum Juli 1997–Februar 1998.

Tabelle VII.7

Korea. Trotz eines nur geringen Leistungsbilanzdefizits, niedriger Inflation und der Duldung von Abwertungen seit 1995 geriet der koreanische Won unter starken Druck. Gleichzeitig erhöhten sich mit Einsetzen der Krise die Korrelationen unter den verschiedenen Aktienmärkten. Diese Intensivierung der gegenseitigen Abhängigkeit, die auch in anderen turbulenten Marktphasen beobachtet werden konnte, ist wahrscheinlich auf die Geschäfte von Anlegern zurückzuführen, die in ihren Portefeuilles Aktiva aus mehreren Ländern hielten. Dies erklärt möglicherweise die Schockübertragung auf Lateinamerika und Osteuropa (s. Kapitel III).

Erste Anzeichen  
einer Stabilisierung?

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hat sich der Wechselkurs der indonesischen Rupiah noch nicht stabilisiert, und die politischen Schwierigkeiten des Landes haben sich verschärft. Andere Finanzmärkte sind zwar noch sehr volatil, doch es scheint, als seien die aufeinanderfolgenden Ansteckungswellen etwas schwächer geworden. Sowohl China als auch Hongkong konnten ihren Wechselkurs verteidigen, der Singapur-Dollar und der Taiwan-Dollar haben nur geringfügig nachgegeben, und Brasilien hat einem schärferen Angriff auf den Real standgehalten.

## Reaktion der Wirtschaftspolitik

Deutlicher  
Umschwung der  
Kapitalströme ...

In den meisten asiatischen Ländern hatte die Wirtschaftspolitik in der letzten Zeit mit einem schwierigen Umfeld für internationale Finanzierungen zu kämpfen. Zwischen 1996 und dem zweiten Halbjahr 1997 drehte sich der Kapitalstrom nach Asien: Die jährlichen Zuflüsse von fast \$ 100 Mrd. kehrten sich in Abflüsse etwa gleicher Höhe (s. Tabelle VII.8).

... mit Rückgang  
der Bankkredite

Die Vergabe internationaler Bankkredite an Nichtbanken in Asien (ohne Japan, aber einschl. Hongkong und Singapur) sank im vierten Quartal 1997 um mehr als \$ 9 Mrd. und damit stärker als je zuvor. Einige Länder hatten sogar bei der Handelsfinanzierung beträchtliche Schwierigkeiten. Gleichzeitig stiegen die Einlagen von asiatischen Nichtbanken (ohne Japan, Hongkong und Singapur) bei den an die BIZ berichtenden Banken um fast \$ 15 Mrd., das Ergebnis verspäteter Absicherungen von Fremdwährungsverbindlichkeiten und vielleicht auch einer

Private Nettokapitalströme nach Asien und Lateinamerika							
	1980–90	1991–93	1994	1995	1996	1997	
	Durchschnitt					1. Halbjahr <sup>1</sup>	2. Halbjahr <sup>1</sup>
	Mrd. US-Dollar						
Insgesamt	13	83	75	79	166	138	– 13
China	2 <sup>2</sup>	6	13	13	19	8	6
Sonstige Länder Asiens <sup>3</sup>	5	32	24	38	77	62	–108
Brasilien	4	7	8	32	34	26	27
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>4</sup>	2	38	30	–4	36	42	62
Anmerkung: Kapitalströme berechnet als Unterschied zwischen dem Leistungsbilanzsaldo und der Veränderung der Währungsreserven; private Kapitalströme berechnet als Restgröße aus einer Schätzung der Kapitalströme offizieller Stellen.							
<sup>1</sup> Jahresraten. <sup>2</sup> 1982–90. <sup>3</sup> Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.							
<sup>4</sup> Argentinien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela.							
Quellen: IWF, <i>Balance of Payments Statistics</i> ; Institute of International Finance.						Tabelle VII.8	



Kapitalflucht. Außerdem sanken die internationalen Interbankausleihungen netto um \$ 29 Mrd. Der durchschnittliche Zinsabstand auf internationale Anleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften auf dem Sekundärmarkt stieg kräftig an und blieb hoch.

Wie im finanziellen und monetären Bereich auf die Krise reagiert wurde, kann unter zwei wesentlichen Titeln behandelt werden: kurzfristiger offizieller Liquiditätsbeistand und Reaktion der Geldpolitik, insbesondere des kurzfristigen Zinsniveaus. Im Bereich der inländischen Bankensysteme hat ein umfassender Umstrukturierungsprozeß begonnen.

#### *Offizieller Liquiditätsbeistand*

Der Umfang des Liquiditätsbeistands für die asiatischen Länder durch die internationale Staatengemeinschaft erreichte neue Rekordhöhen, wobei die geschnürten Finanzpakete einige Gemeinsamkeiten mit dem Mexiko-Paket aufwiesen. Erstens waren die IWF-Beistandskredite im Vergleich zur IWF-Quote der jeweiligen Länder extrem hoch, denn normalerweise betragen IWF-Kredite höchstens das Dreifache der Quote (s. Tabelle VII.9). Zweitens wurden die IWF-Kredite um beträchtliche multilaterale und bilaterale Beiträge ergänzt. Für Thailand, Indonesien und Korea wurden insgesamt \$ 117 Mrd. bereitgestellt; dabei nahm der Umfang der Zusagen von einem Paket auf das nächste zu. Man wollte damit u.a. sicherstellen, daß ausreichend große Pakete angekündigt wurden, um einen psychologischen Effekt auf die Märkte zu haben und so die Aushöhlung des Vertrauens im Ausland zu stoppen. Wie groß ein Paket hierfür sein muß, läßt sich nur schwer beurteilen. Die offizielle internationale Unterstützung für die asiatischen Länder genügte – anders als beim Mexiko-Paket – nicht, um sämtliche kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten der jeweiligen Länder abzudecken. Dieser Unterschied blieb von den Märkten nicht unbemerkt. Weil sich der Markt vom Umfang des ursprünglichen Ansuchens um Finanzhilfe enttäuscht zeigte, war z.B. Korea gezwungen, zusätzliche Unterstützung zu beantragen.

Allerdings hängt die Wirksamkeit einer Liquiditätsspritze weniger von ihrer Größe als von der Glaubwürdigkeit ab, mit der sich das kreditnehmende Land verpflichtet, wirksame Anpassungsmaßnahmen zu ergreifen. Es ist bezeichnend, daß die Währungen aller drei Länder in den Wochen nach der Bekanntgabe der umfangreichen Finanzpakete tendenziell weiter nachgaben, manchmal sogar beträchtlich. (Die indonesische Rupiah zog jedoch kurzfristig an, nachdem einige asiatische Zentralbanken nach Ankündigung des IWF-Programms gemeinsam auf dem Devisenmarkt interveniert hatten.) Wie oben erwähnt, erfolgte die rasche Herabstufung durch die großen Rating-Agenturen, nachdem die Finanzpakete angekündigt worden waren (s. Grafik VI.7). Zur Wiederherstellung des Vertrauens und zur Stabilisierung der Wechselkurse kam es erst, nachdem spezifische Maßnahmen (u.a. die deutliche Anhebung des Tagesgeldsatzes, s. weiter unten) in Verbindung mit Vereinbarungen mit den Gläubigerbanken die Märkte überzeugt hatten, daß die Wirtschaftspolitik angemessen war und auch die Auslandsschulden bedient werden konnten.

Im Gefolge der Krisen in Mexiko und in Asien wurde die Frage der jeweiligen Beiträge des öffentlichen und des privaten Sektors zu finanziellen Rettungsaktionen durch die internationale Staatengemeinschaft intensiv diskutiert. Ein

Liquiditäts-  
beistand ...

... in massivem  
Ausmaß ...

... aber nur bei  
Unterstützung  
durch andere  
Maßnahmen  
wirksam

Offizielle Finanzierungszusagen					
	IWF	Weltbank	Asiatische Entwick- lungsbank	Bilaterale Zusagen	Insgesamt
	Mrd. US-Dollar				
Thailand	3,9 (505% der Quote)	1,9	2,2	12,1	20,1
Indonesien	10,1 (490% der Quote)	4,5	3,5	22,0 <sup>1</sup>	40,0
Korea	21 (1 939% der Quote)	10,0	4,0	22,0	57,0
Insgesamt	35	16,4	9,7	56,1	117,1
<i>Nachrichtlich:</i> Mexiko	17,8 (689% der Quote)	1,5	1,3 <sup>2</sup>	21,0 <sup>3</sup>	51,6

<sup>1</sup> Einschl. Verwendung einer indonesischen Notfallreserve (\$ 5 Mrd.). <sup>2</sup> Interamerikanische Entwicklungsbank. <sup>3</sup> Außerdem: Kreditfazilität von G10-Notenbanken (in Höhe von bis zu \$ 10 Mrd.), die jedoch nie in Anspruch genommen wurde.

Tabelle VII.9

Beitrag der Banken  
zum Krisenbeistand  
in den achtziger  
Jahren ...

zentraler Aspekt der Reaktion auf die Schuldenkrise der achtziger Jahre war, daß – auf offizielles Betreiben hin – die Gläubigerbanken und die staatlichen Kreditnehmer, die ihre Bankschulden nicht mehr bedienen konnten, zu finanziellen Vereinbarungen gelangten. Die Verhandlungen waren langwierig und schwierig, und es dauerte mehrere Monate, bis Umschuldungsvereinbarungen zustande kamen. Der Liquiditätsbeistand aus offiziellen Quellen wurde zu einem gewissen Grad an die Zustimmung der Gläubigerbanken geknüpft, ihre Bankkredite zu verlängern (oder neue Mittel bereitzustellen).

... größer als in  
den neunziger  
Jahren

Anders verhielt es sich nach der Mexiko-Krise, weil die Auslandsverbindlichkeiten des Landes die Form weitgehend marktfähiger kurzfristiger Schuldtitel hatten, die weit gestreut waren. Dank massiver offizieller Hilfe aus dem Ausland konnten die Inhaber kurzfristiger an den Dollar gebundener mexikanischer Staatspapiere damals ohne Verluste aussteigen. Der offizielle Beistand deckte die Gesamtheit der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten des Landes ab, und sein Umfang hat möglicherweise einen Maßstab gesetzt, nach dem die Finanzmärkte später die Angemessenheit der nachfolgenden Pakete für die asiatischen Länder beurteilen konnten. Die Rettungsaktion für Mexiko schwächte in den Augen mancher Beobachter das Verantwortungsbewußtsein der Anleger für ihre Handlungen („moral hazard“). Außerdem erlitten die Inhaber anderer Arten mexikanischer Wertpapiere (Aktien, langfristige Anleihen oder in Pesos denominierte Schuldinstrumente) sehr wohl schwere Verluste, so daß die internationale Hilfsaktion auch das Gesamtbild der Kapitalflüsse verzerrt haben dürfte, und zwar von Eigen- hin zu Fremdkapital, von lang- hin zu kurzfristig und von inländischer hin zu ausländischer Währung. Derartige Effekte würden kreditnehmende Länder in der Folge für plötzliche Liquiditätskrisen anfälliger werden lassen.

Besorgnis über  
Kosten und  
„moral hazard“  
internationaler  
Rettungspakete

Jedenfalls verließen sich etliche asiatische Länder nun in der Tat viel stärker auf kurzfristige Fremdwährungskredite von Banken. Mit dem Ausbruch der Asien-Krise förderten die weitverbreiteten Bedenken wegen der Belastung der öffentlichen Hand durch eine Reihe umfangreicher und simultaner internationaler Rettungspakete sowie die Besorgnis wegen des „moral hazard“ die Suche nach Lösungen, die nicht nur den öffentlichen Sektor, sondern auch die privaten Kreditgeber umfaßten. Die internationalen Banken gelangten zwar zu einigen



Vereinbarungen, die Fälligkeiten ihrer Kredite hinauszuschieben, aber die Umschuldung der Bankkredite war nicht so grundlegend wie bei der Schuldenkrise der achtziger Jahre. Es gab einige Vereinbarungen über eine Verlängerung des größten Teils der kurzfristigen Bankschulden Thailands. Die koreanische Regierung gewährte Garantien für Bankschulden und verlangte im Gegenzug die Zustimmung der ausländischen Banken, die Fälligkeit ihrer Kredite hinauszuschieben. Beide Vereinbarungen haben offenbar dazu beigetragen, das Vertrauen zu einem gewissen Grade wiederherzustellen, was sich daran zeigte, daß sich die Wechselkurse unmittelbar nach der Bekanntgabe der Vereinbarungen stabilisierten. Auch die scharfe Abwertung der Rupiah wurde nach Bekanntgabe der „vorübergehenden Pause“ bei der Bedienung der Offshore-Fremdwährungsverbindlichkeiten der Unternehmen im Januar für eine kurze Zeit korrigiert. Allerdings erwiesen sich nachfolgende Umschuldungsverhandlungen in Indonesien als sehr langwierig, was nicht zuletzt darauf zurückzuführen war, daß eine große Zahl indonesischer Unternehmen daran beteiligt war.

#### *Geldpolitik*

Obwohl die Regierungen in Asien die Aufrechterhaltung der Wechselkursbindungen zum Ziel erklärten, zögerten sie, die Geldpolitik im Frühstadium der Krise zu straffen. Bis auf wenige – wenn auch wichtige – Ausnahmen wurden die Tagesgeldsätze oftmals erst angehoben, als die verwendbaren Fremdwährungsreserven erschöpft waren und keine andere Wahl blieb. Darüber hinaus ließen die Notenbanken die Tagesgeldsätze in der Regel wieder zurückgehen, sobald sich der unmittelbare Druck abschwächte. Gleichzeitig wurde zu verhindern versucht, daß die Zinserhöhungen in vollem Umfang auf das inländische Zinsgefüge durchschlugen.

Der thailändische Baht hatte bereits viele Monate vor der eigentlichen Krise immer wieder unter Druck gestanden, und zumindest zwei größere Angriffe wurden durch Deviseninterventionen der Notenbank erfolgreich abgewehrt. Als sich Mitte 1997 der Druck intensivierte, intervenierte die Notenbank sowohl auf dem Kassa- als auch auf dem Terminmarkt massiv, widerstand jedoch dem Aufwärtsdruck auf die Zinsen. Bei den Tagesgeldsätzen ließ man während der Krise einen Anstieg auf 20% zu, bis Anfang August fielen sie jedoch auf 10% zurück. Der Anstieg der Zinsen in Malaysia während der Tage vor und nach der Freigabe des Wechselkurses des thailändischen Baht war von noch kürzerer Dauer. Auf den Philippinen wurden die Tagesgeldsätze demgegenüber unmittelbar nach dem Ausbruch der Krise länger hoch gehalten als in Malaysia und Thailand. Indonesien hob den Tagesgeldsatz im August auf 300% an, aber dennoch sackte die Währung weiter nach unten, wohl weil die Märkte hinsichtlich anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen Zweifel hegten und weil schwache Banken Liquiditätshilfen (zu niedrigeren Zinsen) erhielten. Korea erhöhte die Zinsen erst zu einem Zeitpunkt nennenswert, als die Krise nicht mehr aufzuhalten war. In vielen Ländern erzwang eine Reihe aufeinanderfolgender Angriffe auf die Währung letztlich deutliche Zinserhöhungen, oftmals im Zusammenhang mit einem IWF-Programm. In den meisten Fällen erreichten die Zinsen erst in den späteren Stadien der Krise ihren Spitzenwert (s. Tabelle VII.10), und die Währungen gaben noch bis Januar 1998 nach.

Abneigung gegen Wechselkursstützung durch höhere Zinsen ...

... führt zu gefährlicher Abhängigkeit von massiven Interventionen ...

... jedoch auch einige Ausnahmen

Zinssätze und Wechselkurs während der Krise							
	Zinssätze					Wechselkurs	
	Tagesgeldsatz		3-Monats-Satz			Tief <sup>1</sup> zwischen Juli 1997 und März 1998	
	Höchstwert	Datum	1. Halbjahr 1997	Höchstwert	Datum	Abwertung <sup>2</sup>	Datum
Hongkong	100,0	23.10.97	5,8	25,0	23.10.97	0	—
Taiwan	11,5	7.10.97	6,1	9,8	7.10.97	−19,3	12.01.98
Indonesien	300,0	25.08.97	13,7	27,7	31.10.97	−84,3	23.01.98
Korea	27,2	30.12.97	12,7	25,0 <sup>3</sup>	23.12.97	−54,6	23.12.97
Malaysia	50,0	10.07.97	7,2	8,8	20.11.97	−46,3	8.01.98
Philippinen	102,6	6.10.97	14,0	85,0	8.10.97	−41,8	7.01.98
Singapur	50,0	23.10.97	3,6	10,3	19.12.97	−21,0	12.01.98
Thailand	27,4	5.09.97	13,1	26,0	25.12.97	−55,0	12.01.98

<sup>1</sup> Schlußkurs. <sup>2</sup> Änderung gegenüber dem US-Dollar-Kurs der jeweiligen Landeswährung seit Juni 1997 in Prozent. <sup>3</sup> Nicht eindeutig.

Tabelle VII.10

Eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Gesamtbild der Zinspolitik war Hongkong, wo die Zinsen deutlich und dauerhaft stiegen, und zwar über das gesamte Laufzeitenspektrum (wobei der 3-Monats-Satz zu einem bestimmten Zeitpunkt 25% erreichte). Dadurch konnte die Dollarbindung angesichts starker Preisrückgänge bei Vermögenswerten erfolgreich verteidigt werden.

Zinspolitik nach einer Krise abhängig von ...

Die Frage der angemessenen Höhe der Notenbankzinsen bei sich abschwächender Währung und steigendem Inflationsdruck von der Kostenseite wurde mit dem Fortschreiten der Krise sehr kontrovers diskutiert. Ab Mitte 1997 standen die Währungsbehörden der Region vor einem schwierigen Dilemma. Höhere Zinsen könnten zwar das Vertrauen in die Währung wiederherstellen, aber nur um den Preis einer Verschärfung der rezessiven Tendenzen, die bereits die Überlebensfähigkeit der Unternehmen untergruben und die ernststen Probleme im Bankensektor verstärkten.

... Denominierung der Kapitalströme ...

Wie wirksam sind Zinserhöhungen als Mittel zur Begrenzung von Währungsabwertungen? Die Verbindung zwischen Zinsen und Wechselkurs ist komplex und u.a. von der Währung, in der die Kapitalflüsse denominiert sind, sowie von Erwartungen abhängig. Wie oben festgestellt wurde, war ein Großteil des vorangegangenen Kapitalzuflusses nach Asien (Bankkredite ebenso wie internationale Anleiheemissionen) in Fremdwährung denominiert. Das Verhindern einer starken Währungsabwertung ist wünschenswert, wenn Unternehmen mit hohen Fremdwährungsschulden nicht in den Konkurs gestürzt werden sollen. Allerdings könnten höhere inländische Zinsen, die zur Wechselkursstützung erforderlich wären, die Kreditwürdigkeit von Schuldern mit Verbindlichkeiten in inländischer Währung unterminieren und auf diesem Weg die Währung sogar schwächen.

... Erwartungen ...

Die Frage der Erwartungen ist noch komplexer. Man könnte argumentieren, daß nur substantielle Zinserhöhungen eine unter Druck geratene Währung wirksam stützen können. Bei moderaten Zinserhöhungen besteht die Gefahr, daß der Markt weitere Erhöhungen erwarten wird; Anleger könnten dann Investitionen in Vermögenswerte in inländischer Währung möglicherweise solange verschieben, bis sie glauben, daß die Zinsspitze erreicht ist und die Zinsen künftig nach unten



gehen dürften. Hiervon ausgehend, provozierten eine Reihe asiatischer Länder ungünstige Erwartungen, weil sie im Frühstadium der Krise zögerten, die Zinsen anzuheben und ausreichend lange am höheren Zinsniveau festzuhalten, um die Wiederaufstockung der Währungsreserven zu ermöglichen. Dadurch wurde die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik geschwächt. Die Erfahrungen Brasiliens mit der plötzlichen Anhebung der Zinssätze um 100% scheinen diese Interpretation zu stützen: Der zunächst moderate Mittelrückfluß in Vermögenswerte, die in Real denominated sind, gewann erst an Intensität, als die Zinsen nach unten drifteten und der Markt weitere Rückgänge zu erwarten begann. Noch ein Beispiel aus Lateinamerika ist Chile, wo dem Abwertungsdruck mit einer Erhöhung der inflationsindexierten Zinsen erfolgreich begegnet wurde. Selbst Hongkong mit seinen umfangreichen Währungsreserven hob die Zinsen sehr deutlich an, als die Währung unter Druck geriet.

Eine zweite Überlegung besteht darin, daß eine längere Hochzinsphase tendenziell den Wert der inländischen Vermögenswerte schwächt. Auf welche Weise dies die Kapitalbewegungen beeinflusst, hängt davon ab, wie schnell sich die Preise von Vermögenswerten an ihr neues, niedrigeres Niveau anpassen. Wenn die Anpassung relativ langsam vonstatten geht (wie dies bei Immobilienpreisen oft der Fall ist), vermindert die Erwartung weiterer Rückgänge den Nettozufluß von Kapital und drückt so den Wert der Währung weiter nach unten.

Es gibt auch keine einfache Methode, um die binnenwirtschaftliche Angemessenheit des Zinsniveaus in einem Umfeld instabiler Wechselkurse und unsicherer Inflationsaussichten zu beurteilen. So hängt etwa die Messung des Realzinsniveaus von der Definition der Inflationsrate ab, mit der die Nominalzinsen deflationiert werden. Bei Heranziehung der Standarddefinition – nämlich der Inflationsrate gemessen über den Zeitraum der letzten 12 Monate – ergibt sich, daß die kurzfristigen Realzinsen in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern gegen Ende 1997 und Anfang 1998 scharf anstiegen (s. Tabelle VII.11, linke Seite), während sie in Volkswirtschaften, die ihre Wechselkursbindung aufrechterhielten (China und Hongkong), deutlich niedriger blieben. Allerdings haben sich die Inflationsraten aufgrund der jüngsten Wechselkursbewegungen drastisch geändert. Eine Deflationierung mit der Inflationsrate während der letzten drei Monate zeigt ein ganz anderes Bild (s. die rechte Seite der Tabelle). Die so berechneten Realzinsen waren in Indonesien deutlich negativ und in Korea und Malaysia knapp unter null.

Demgegenüber erscheinen die Realzinsen in China, Hongkong und Singapur (wo die Inflation in den vergangenen Monaten rückläufig war) etwas höher als beim ersten Berechnungsmodus. Hohe Realzinsen würden – wenn sie über die unmittelbare Dauer der Krise hinaus aufrechterhalten blieben – für alle drei Volkswirtschaften eine wesentliche Veränderung darstellen, da die Realzinsen dort in der Vergangenheit sehr niedrig oder sogar negativ waren. Die Veränderung ist im Falle Hongkongs am deutlichsten, wo die kurzfristigen Realzinsen auf 5% gestiegen sind, verglichen mit einem Wert von  $-3\frac{1}{2}\%$  im Zeitraum 1990–95. Eine Veränderung in dieser Größenordnung müßte sich ceteris paribus markant auf die Preise von Vermögenswerten auswirken.

Die Wahl des Deflators hängt teilweise von Entwicklungen bei der trendmäßigen Inflationsrate ab, die in vielen asiatischen Ländern recht moderat

... und Tempo der Anpassung der Preise von Vermögenswerten

Geldpolitik in einem instabilen Umfeld

Kurzfristige Realzinsen <sup>1</sup> bei unterschiedlichen Deflatoren										
Deflator:	a) Inflation im Jahresabstand <sup>2</sup>						b) Vierteljährliche Inflation <sup>3</sup>			
	1990–95	1996	1997			1998	1997			1998
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
	Zinssatz p.a.									
Indien	2,7	4,8	0,8	3,1	2,6	1,9	3,6	2,2	0,3	– 0,4
China	–2,4	0,7	4,4	5,2	4,6	5,6	9,3	–2,0	10,7	8,9
Hongkong	–3,4	–0,5	0,6	1,2	4,8	3,8	0,6	0,3	7,2	4,7
Taiwan	3,2	2,3	5,4	6,4	7,4	5,5	3,7	2,5	12,0	4,0
Indonesien	8,1	7,3	8,5	17,3	12,4	2,1	9,9	16,4	1,8	–36,6
Korea	6,9	7,3	8,2	8,3	10,0	12,6	8,1	8,3	9,1	– 0,1
Malaysia	2,7	3,5	4,8	5,2	5,9	4,1	6,7	5,7	4,2	– 1,8
Philippinen	4,7	3,6	5,7	8,6	10,0	10,8	5,4	6,7	9,9	8,1
Singapur	1,1	1,6	1,9	1,8	4,0	5,2	1,6	0,6	4,9	9,2
Thailand	5,1	4,7	10,4	12,3	12,4	14,5	10,5	6,5	9,2	14,2
Brasilien	13,1	10,1	13,3	15,7	29,9	27,3	14,7	18,5	32,0	24,0
Sonstiges Lateinamerika <sup>4</sup>	–1,2	4,9	4,6	4,6	5,6	6,7	6,0	6,1	7,7	4,6

<sup>1</sup> Zinsen für Schuldtitel mit 3monatiger Laufzeit; China: Zinssatz für Jahreseinlagen; Taiwan: Tagesgeldsatz (vor November 1994: gewichteter Durchschnitt von 6 Geldmarktsätzen für Laufzeiten von 1 Tag bis 6 Monate); Brasilien: Tagesgeldsatz. <sup>2</sup> Kurzfristige Zinsen deflationiert mit der Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr. <sup>3</sup> Kurzfristige Zinsen deflationiert mit der Veränderung des Verbraucherpreisindex über 3 Monate (hochgerechnet auf Jahresrate). <sup>4</sup> Ungewichteter Durchschnitt: Argentinien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru.

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

Tabelle VII.11

geblieben sein dürfte, weil der ursprüngliche Abwertungsschock offenbar nicht durch eine Lohn-Preis-Spirale verstärkt wurde (s. Kapitel III). Eine weitere Komplikation besteht darin, daß der Verbraucherpreisindex zur Deflationierung der Zinsen möglicherweise nicht angemessen ist, wenn sich die Preise von Vermögenswerten rasch ändern. Jedenfalls verursachen solch große Diskrepanzen bei den verschiedenen Berechnungsarten der Realzinsen beträchtliche zusätzliche Unsicherheiten bei Investitionsentscheidungen und dürften so die Investitionstätigkeit verringern, selbst wenn sich das Realzinsniveau ex post als moderat erweist.

Kontraktion der  
Bankkredite ...

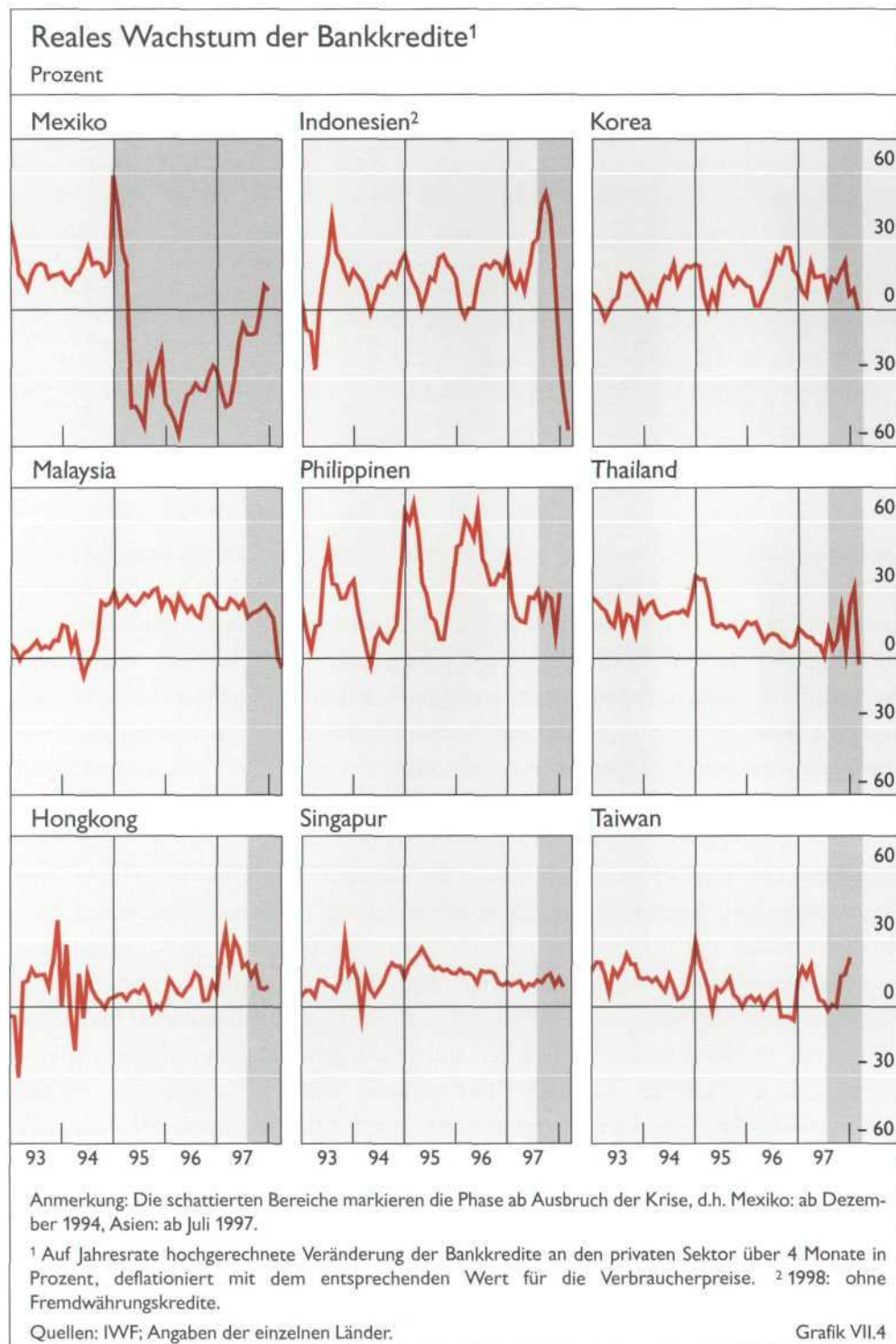
Die Bankkredite an den Privatsektor haben sich in jüngster Zeit recht unterschiedlich entwickelt. Eine Straffung der Geldpolitik müßte normalerweise zu einer deutlichen Verlangsamung der Kreditexpansion führen, insbesondere nach den sehr hohen Wachstumsraten, die in diesem Jahrzehnt in weiten Teilen Asiens verzeichnet wurden. Außerdem haben sich viele asiatische Banken bei der Kreditvergabe übernommen, und einige sind nicht mehr lebensfähig. Nach den Erfahrungen anderer Länder zu urteilen, dürfte die Umstrukturierung des Bankensystems einen Einbruch bei der Kreditvergabe mit sich bringen. In Mexiko beispielsweise fielen die Bankkredite in realer Betrachtung während der zwei Jahre nach der Krise steil ab (s. Grafik VII.4). Zwar ist es für ein Urteil noch zu früh, doch scheint es bisher in den meisten der in der Grafik angeführten asiatischen Länder keine deutliche Kontraktion der inländischen Kreditvergabe gegeben zu haben. Eine Ausnahme ist Indonesien. Allerdings zeigen die neuesten Zahlen, daß die Zuwachsraten in mehreren Ländern in den letzten Monaten drastisch gesunken ist. Darüber hinaus dürfte die zugrundeliegende Stärke der Kreditvergabe durch



verschiedene vorübergehende Faktoren wie z.B. die intensivere Nutzung bestehender Kreditfazilitäten durch in Schwierigkeiten geratene Schuldner, durch die Kapitalisierung von Zinsrückständen und schließlich durch Bewertungseffekte bei Fremdwährungskrediten überzeichnet sein.

Es scheint, daß die Immobilienpreise in einigen Ländern durch die Kapitalisierung der Zinsrückstände und vielleicht sogar durch neue Kredite gestützt werden, um hochverschuldete Erschließungsunternehmen auf bestimmten Märkten über Wasser zu halten (s. Tabelle VII.12). An einer Reihe von Finanzplätzen werden

... Einbruch  
der Immobilien-  
preise ...



Immobilienpreise*						
	Niedrigster Wert		Höchster Wert		Niedrigster Wert oder Letztwert	
	Index	Zeitpunkt	Index	Zeitpunkt	Index	Zeitpunkt
Preise für gewerbliche Immobilien						
Hongkong	100	4. Q. 1995	155	2. Q. 1997	111	4. Q. 1997
Korea			100	1. Q. 1990	77	4. Q. 1997
Singapur	100	4. Q. 1993	164	1. Q. 1996	146	4. Q. 1997
Indonesien			100	3. Q. 1992	65	2. Q. 1997
Malaysia			100	2. Q. 1995	86	4. Q. 1997
Philippinen	100	2. Q. 1995	113	1. Q. 1996	104	4. Q. 1997
Thailand	100	4. Q. 1989	180	4. Q. 1991	93	4. Q. 1997
<i>Nachrichtlich:</i>						
Japan	100	1977	328	1990	104	1997
Frankreich	100	1982	248	1990	107	1996
Schweden	100	1980	532	1989	131	1993
Vereinigtes Königreich	100	1984	197	1988	62	1992
Preise für Wohneigentum						
Hongkong	100	4. Q. 1995	150	2. Q. 1997	144	4. Q. 1997
Korea			100	1. Q. 1994	93	4. Q. 1997
Singapur	100	2. Q. 1988	272	2. Q. 1996	238	4. Q. 1997
Indonesien	100	1. Q. 1994	170	3. Q. 1997		
Malaysia			100	3. Q. 1995	91	4. Q. 1997
Philippinen	100	3. Q. 1995	124	3. Q. 1996	117	4. Q. 1997
Thailand			100	1. Q. 1992	53	4. Q. 1997
<i>Nachrichtlich:</i>						
Japan	100	1977	214	1990	152	1997
Frankreich	100	1986	126	1992	114	1997
Schweden	100	1985	137	1990	103	1993
Vereinigtes Königreich	100	1982	187	1989	136	1995

\* Auf der Basis von inflationsbereinigten Preisen (in inländischer Währung).

Quellen: Colliers Jardine, Sydney; Jones Lang Wootton; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle VII.12

unverkaufte oder nicht verwendete Grundstücke und Gebäude dem Markt vorenthalten, um einen Preiskollaps zu verhindern; darüber hinaus stellen die laufenden Bauvorhaben in einigen Städten ein zusätzliches Angebot auf einem bereits gedrückten Markt dar. Allerdings wurden einige große Projekte – vor allem im öffentlichen Sektor – während der vergangenen Monate verschoben oder zurückgestellt.

In den Industrieländern folgten auf Preisblasen bei Immobilien langanhaltende und substantielle Preisrückgänge: Bei gewerblichen Immobilien betrugen die durchschnittlichen Einbußen real fast 70% und bei Wohneigentum 30%, jeweils über fünf oder sechs Jahre verteilt. In den meisten asiatischen Ländern wird die künftige Entwicklung der Immobilienpreise bedeutende Auswirkungen auf den Finanzsektor haben, und zwar nicht nur wegen der bereits vergebenen Immobilienkredite, sondern auch aufgrund der Verwendung von Immobilien als Sicherheiten für andere Kredite. Beim aktuellen Zinsniveau stehen hochverschuldete Anleger unter sehr hohem Verkaufsdruck, was weitere Preisrückgänge



auslöst. Wie tief die Preise von Vermögenswerten fallen und wie lange sie niedrig bleiben, dürfte zum Teil davon abhängen, wie leicht ausländische Investoren inländische Immobilien erwerben können, denn Käufe von Ausländern werden tendenziell dazu beitragen, den Preisrückgang einzudämmen.

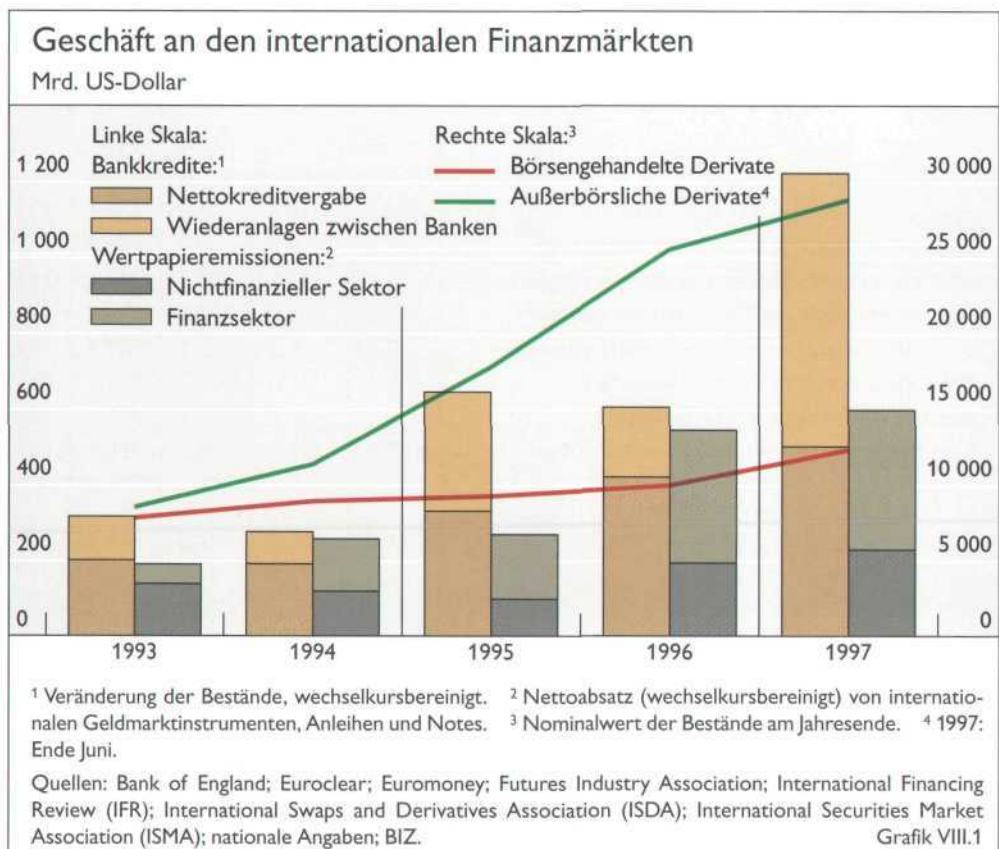
Die Rückführung einer Preisblase bei Vermögenswerten und die notwendige Schrumpfung des Bankensektors werden die Nachfrage in den betroffenen Ländern wahrscheinlich für lange Zeit dämpfen. Der Kollaps der Aktienkurse an vielen Märkten hat bei den Banken zu großen unrealisierten Verlusten geführt, die die ohnehin dünne Eigenkapitaldecke weiter belasten. Da manche Bauträger ihre Bankkredite nicht zurückzahlen können, könnten die Banken auf Immobilien sitzenbleiben, die möglicherweise nicht zu ihrem Besicherungswert verkäuflich sind. Die konjunkturelle Abkühlung, der Einbruch bei den Preisen von Vermögenswerten und die Bankenkrise verstärken sich in ihren Auswirkungen tendenziell gegenseitig, da die reduzierte Kreditvergabe die Preise von Vermögenswerten nach unten drückt und die Rezession weiter vertieft. Das schafft dann wieder zusätzliche Probleme für die Banken, die gezwungen sind, ihre Geschäfte noch stärker zu straffen. Der Terminus „Teufelskreis“ wurde allzuoft strapaziert, aber er beschreibt dieses Zusammenwirken von Bankenkrise, Kollaps der Preise von Vermögenswerten und Rezession nur zu gut.

... und Rezession  
verstärken sich  
gegenseitig

## VIII. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Reichliche Liquidität und eine gedämpfte Inflation bildeten 1997 ein günstiges Umfeld für die internationalen Anlagekapitalströme. Trotz der Asien-Krise nutzten Banken und andere Anleger den internationalen Markt weiterhin intensiv für ihre Suche nach höheren Renditen. Diese zeigte sich in der wachsenden Bereitschaft, neue Schuldner und risikoreichere Instrumente mit ausgefeilten Ertragsmerkmalen zu akzeptieren. Die internationalen Finanzmärkte profitierten darüber hinaus von ihren Wettbewerbsvorteilen gegenüber den inländischen Märkten, der allgemeinen Globalisierung des Finanzwesens sowie der zunehmenden Nachfrage nach großen und komplexen Finanzierungen. Die weitere Deregulierung an einigen bedeutenden Finanzplätzen und die bevorstehende Einführung der europäischen Einheitswährung förderten die Konsolidierung im Finanzsektor noch zusätzlich und ließen die grenzüberschreitenden Kapitalströme anschwellen. Die Turbulenzen in Asien lösten eine abrupte Neubeurteilung der Kredit- und Anlagestrategien aus, und die Wertpapiertransaktionen mit aufstrebenden Volkswirtschaften kamen im vierten Quartal zum Erliegen. Anfang 1998 mieden die Anleger





asiatische Kredite zwar noch immer, aber die rasche Rückkehr anderer Entwicklungsländer an den Markt läßt darauf schließen, daß trotz der stärkeren Beachtung des Kreditrisikos die Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in das weltweite Finanzsystem nicht grundsätzlich in Frage gestellt worden ist.

Vor diesem Hintergrund nahmen die gesamten internationalen Nettofinanzierungen (Bankkredite und Wertpapieremissionen) 1997 erneut kräftig zu. Angesichts der rasanten weltweiten Entwicklung der Verbriefung war die Zunahme der internationalen Bankkredite besonders bemerkenswert. Die Banken steigerten ihr Interbankgeschäft deutlich und bauten auch ihr Geschäft an den Wertpapiermärkten aus. Auf Banken und andere Finanzinstitute entfielen rund zwei Drittel des Anstiegs des internationalen Wertpapierumlaufs. Die größere Bedeutung der Wertpapiere in den Bilanzen der Banken spiegelte die aktivere Steuerung der Aktiva und Passiva wider, während die umfangreiche Inanspruchnahme des internationalen Kapitalmarktes auf das geringere Interesse der Anleger an traditionellen Sparformen zurückzuführen war. Diese breite Überlappung zwischen internationalen Bankkrediten und Wertpapierfinanzierungen sowie das Vordringen der Banken in andere Segmente des Finanzsektors zeigen wiederum, daß die Geschäftsbanken im Finanzierungsgeschäft weiterhin eine führende Rolle spielen.

Gleichzeitig bildeten wechselnde Einschätzungen hinsichtlich der WWU, erneute Volatilität an den Devisen- und Aktienmärkten und die Auswirkungen der Asien-Krise einen fruchtbaren Boden für den Handel mit Derivaten. Die Börsen verzeichneten nach zwei Jahren des Rückgangs eine Umsatzsteigerung, und das Geschäft mit außerbörslichen Instrumenten blühte nach wie vor. Der intensive

Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt) <sup>1</sup>							
Komponenten der internationalen Nettofinanzierung	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Stand Ende 1997
	Mrd. US-Dollar						
Auslandsforderungen von Banken <sup>2</sup>	185,5	316,4	274,9	680,1	532,7	1 156,7	9 038,3
Inlandsforderungen in Fremdwährung	-39,8	-0,9	0,2	-36,0	71,4	65,1	1 344,4
abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken	-19,4	115,5	85,1	314,1	184,1	721,8	5 097,7
A = internationale Bankkredite netto <sup>3</sup>	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	500,0	5 285,0
B = Nettoabsatz Geldmarktinstrumente	12,1	-6,3	3,3	17,4	41,1	19,8	183,8
Bruttoabsatz Anleihen und Notes	..	..	507,2	541,3	865,9	1 033,2	
abzüglich Tilgungen und Rückkäufe	..	..	253,9	290,4	363,6	457,1	
C = Nettoabsatz Anleihen und Notes	137,9	195,2	253,3	250,9	502,3	576,0	3 358,3
D = A + B + C = internationale Finanzierung insgesamt	314,9	389,0	446,5	598,2	963,4	1 095,9	8 827,2
abzüglich Doppelzählungen <sup>4</sup>	69,9	114,0	41,5	53,2	213,4	230,9	1 242,2
E = internationale Finanzierung (netto) insgesamt	245,0	275,0	405,0	545,0	770,0	865,0	7 585,0

<sup>1</sup> Bankkredite und Euronote-Absatz: Veränderung der Bestände, Wechselkursbereinigt. Anleihefinanzierungen: Stromgrößen.  
<sup>2</sup> Banken in der Zehnergruppe sowie in Luxemburg, Dänemark, Finnland, Irland, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie Filialen der US-Banken in Panama.  
<sup>3</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>4</sup> Von den berichtenden Banken erworbene oder begebene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.  
Quellen: Bank of England; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BIZ.

Tabelle VIII.1

Wettbewerb seitens der außerbörslichen Märkte, die zunehmende Verbreitung elektronischer Handelssysteme und die bevorstehende Einführung der europäischen Einheitswährung verstärkten bei den Börsen noch den Druck zur Restrukturierung. Darüber hinaus deutet die wachsende Bedeutung der Pensionsgeschäfte und anderer Techniken des Risikomanagements darauf hin, daß die Integration der Kassa- und Derivatmärkte fortschreitet. Diese Entwicklungen und die zunehmende Verflechtung von Geschäftsbanken, Investmentbanken, Versicherungen und Portfoliomanagement sowie die rasanten Fortschritte der Informationstechnologie vergrößern noch die Komplexität des weltweiten Finanzgeschäfts und verstärken den Druck, die Infrastruktur im Aufsichtsbereich anzupassen.

## Internationales Bankgeschäft

Konsortialkredite  
in Rekordhöhe ...

Im vergangenen Jahr wurden internationale Konsortialkredite in Rekordhöhe angekündigt. Aus den BIZ-Statistiken, die jetzt auch Anschlußfinanzierungen erfassen, geht hervor, daß die Ankündigungen von \$ 901 Mrd. im Jahr 1996 (revidiert

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts <sup>1</sup>							
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Stand Ende 1997
	Mrd. US-Dollar						
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets	66,0	11,6	36,6	120,8	141,4	94,9	1 197,7
B = Forderungen an Länder des Berichtsgebiets	80,4	251,4	228,3	506,5	446,2	1 115,7	8 935,0
1) Forderungen an Nichtbanken	90,0	122,7	-49,3	189,5	302,2	262,9	2 778,6
2) Internationale Refinanzierung von Inlandskrediten	9,8	13,3	192,5	2,9	-40,1	131,0	1 058,7
3) Wiederanlage zwischen Banken	-19,4	115,5	85,1	314,1	184,1	721,8	5 097,7
C = Nicht aufgliederbar	- 0,8	52,5	10,1	16,8	16,4	11,2	250,0
D = A + B + C = Internationale Bankkredite brutto	145,6	315,5	275,1	644,1	604,1	1 221,8	10 382,7
E = D - B 3) = Internationale Bankkredite netto	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	500,0	5 285,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	13,2	-14,8	74,6	96,4	101,8	75,7	1 043,1
B = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern des Berichtsgebiets	91,2	112,5	539,2	338,5	325,0	969,8	8 130,5
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	104,4	86,2	132,8	116,7	225,7	223,7	1 959,6
2) Inländische Refinanzierung von Auslandskrediten	40,7	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-5,8	1 292,2
3) Wiederanlage zwischen Banken	-53,9	-59,3	470,9	202,9	131,0	751,9	4 878,7
C = Nicht aufgliederbar	6,7	43,0	47,1	98,0	124,1	206,4	990,1
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten brutto	111,1	140,7	660,9	532,9	551,0	1 251,9	10 163,7
Nachrichtlich: Konsortialkredite <sup>2</sup>	194,1	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	

<sup>1</sup> Veränderung der Bestände, wechsellkursbereinigt. <sup>2</sup> Angekündigte neue Fazilitäten.

Quellen: Euromoney; BIZ.

Tabelle VIII.2



von \$ 530 Mrd.) auf \$ 1 136 Mrd. hochschnellten. Die Zinsspannen bei erstklassigen Schuldern erreichten ein sehr niedriges Niveau, so daß die Banken ihre Kreditgewährung mit Nebendienstleistungen verbanden und sich auf rentablere Geschäfte wie Fusionen und Übernahmen konzentrierten. Außerdem wandten sie sich Ländern im Übergang und aufstrebenden Märkten zu, wo das Kreditgeschäft in der ersten Jahreshälfte durch eine starke Inlandsnachfrage und Projektfinanzierungen und danach durch die größere Zurückhaltung der internationalen Wertpapiermärkte gegenüber niedriger eingestuften Emittenten Auftrieb erhielt. Die Asien-Krise führte zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen für solche Schuldner; die Zinsaufschläge stiegen, und die Besicherungsanforderungen und Negativklauseln wurden strenger. Die Banken erweiterten außerdem erneut das Spektrum ihrer Risikomanagement-Techniken, u.a. durch Sekundärmarkthandel mit Krediten, Verbriefung von Vermögenswerten und Kreditderivate.

Gleichzeitig schnellten die von den Banken am internationalen Markt ausgelegten Bruttokredite von \$ 604 Mrd. 1996 auf den höchsten je verzeichneten Stand, nämlich \$ 1 222 Mrd., hoch. Dieser Anstieg entfiel fast vollständig auf das Interbankgeschäft und ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erstens zogen sich die Banken im vierten Quartal zwar massiv aus Asien zurück, doch da bestehende Positionen refinanziert oder abgesichert werden mußten und es die abrupte Verhaltensänderung von Anlegern und Schuldnern zu bewältigen galt, kam es zu einer ausgeprägten weltweiten Liquiditätsumschichtung. Zweitens mußten die Hauptsitze japanischer Banken ihren Auslandsniederlassungen wegen der vor allem gegen Jahresende auftretenden Refinanzierungsprobleme in großem Umfang neue Mittel zuführen. Drittens dürfte die Konsolidierung im Bankgewerbe, vor allem in Europa, möglicherweise kurzfristigen

... ebenso  
Interbank-  
geschäfte ...





Finanzierungsbedarf geschaffen haben. Viertens schließlich brachte das vermehrte Aufkommen von besicherten Krediten ein breiteres Spektrum von Teilnehmern an den Interbankmarkt. Im Gegensatz zum lebhaften Interbankgeschäft war die direkte Kreditvergabe an Nichtbanken gegenüber dem Rekordstand von 1996 schwächer, möglicherweise infolge eines Rückgangs von kreditfinanzierten Anlagegeschäften.

#### *Geschäft mit Ländern im Berichtsgebiet*

Unter den verschiedenen berichtenden Finanzplätzen profitierten die USA und das Vereinigte Königreich am stärksten von den Umschichtungen im Interbankgeschäft im vergangenen Jahr. Umfangreiche Interbankmittel flossen ferner an die karibischen Finanzplätze, wo zahlreiche Hedge Funds und andere Kapitalanlagegesellschaften ihren Sitz haben. Darüber hinaus erwarben die Banken in stärkerem Ausmaß Schuldtitel und setzten Staatspapiere in den wichtigsten Handelswährungen für die besicherte Mittelaufnahme zwecks Kaufs hochrentierender Instrumente ein. Der plötzliche Umschwung in den Beständen der Banken an Wertpapieren von Offshore-Emittenten und Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften – von einem Anstieg um rund \$ 30 Mrd. in den ersten neun Monaten von 1997 zu einem Rückgang um \$ 9 Mrd. im vierten Quartal – läßt auf einen erheblichen Eigenhandel der Banken schließen. Klammert man das Wertpapiergeschäft aus, so schwächte sich die direkte Kreditvergabe an Nichtbanken im Berichtsgebiet gegenüber dem Rekordumfang von 1996 etwas ab, vor allem im vierten Quartal. Die Flucht in die Qualität, die von den Ansteckungseffekten der Turbulenzen in Asien ausgelöst wurde, hat offenbar die Begeisterung für kreditfinanzierte Anlagestrategien vorübergehend gedämpft.

... Kreditaufnahme von Nichtbanken hingegen leicht rückläufig ...



# Auslandsforderungen der Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets\*

Ländergruppe/Land	1995	1996	1997					Stand Ende 1997
	Jahr	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
	Mrd. US-Dollar							
Länder außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt	120,8	141,4	94,9	41,6	31,0	25,1	– 2,8	1 197,7
Entwickelte Länder	24,6	22,8	24,8	4,1	8,8	7,9	4,1	211,5
Osteuropa	3,3	10,8	18,3	4,3	3,2	8,2	2,4	105,2
Entwicklungsländer	93,0	107,9	51,8	33,2	19,0	9,1	– 9,4	880,9
Lateinamerika	16,4	28,5	33,1	7,4	3,7	11,1	11,0	304,4
Argentinien	1,9	5,4	7,0	1,0	0,1	2,8	3,1	46,3
Brasilien	12,0	16,7	11,5	3,2	2,7	4,8	0,8	101,2
Mexiko	–4,2	0,1	1,7	0,8	–0,2	– 1,3	2,4	73,9
Naher Osten	–7,5	–0,1	10,0	3,6	–0,6	0,3	6,7	80,1
Afrika	–2,2	–0,4	2,6	0,8	0,9	0,7	0,2	50,7
Asien	86,3	79,8	6,1	21,4	15,0	– 3,0	–27,3	445,8
Indonesien	6,9	9,4	5,6	1,8	2,8	3,2	– 2,2	62,7
Korea	22,5	26,6	– 4,2	4,3	4,0	– 2,2	–10,2	104,1
Thailand	38,8	9,5	–17,5	0,5	–0,3	–10,5	– 7,3	79,6

\* Veränderung der Bestände, wechsellkursbereinigt.

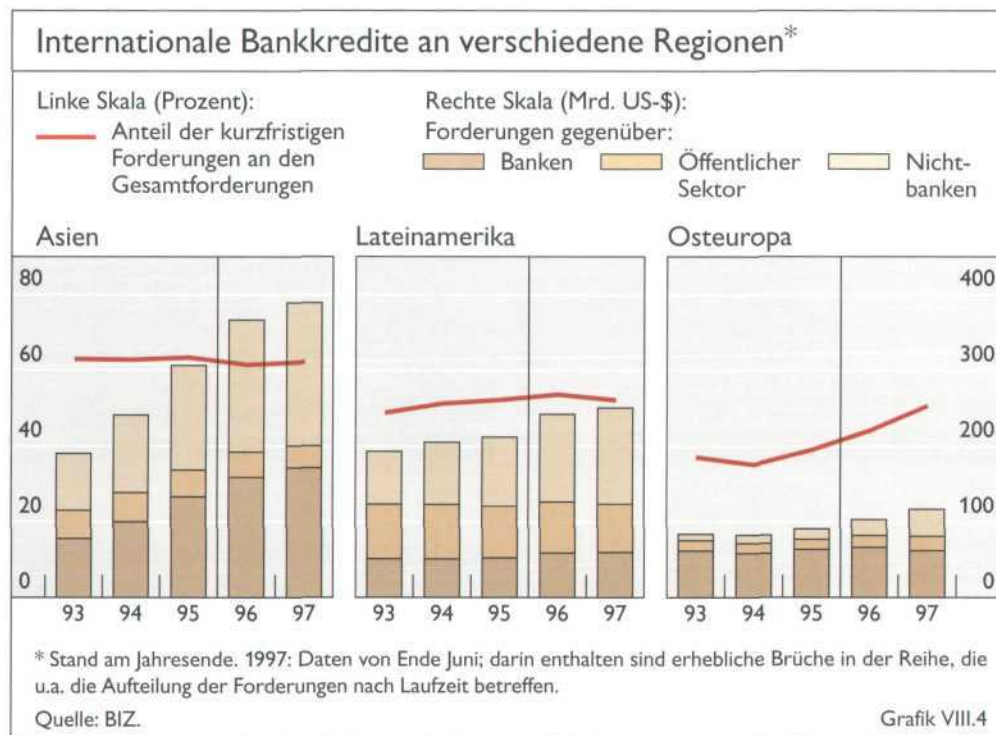
Quelle: BIZ.

Tabelle VIII.3

## Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Der Einbruch des Bankgeschäfts mit den aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien im vergangenen Jahr (von \$ 80 Mrd. 1996 auf \$ 6 Mrd.) vermittelt kein vollständiges Bild des Umschwungs im Jahresverlauf. Aus den vierteljährlichen BIZ-Statistiken ist ersichtlich, daß bis zum Ausbruch der Krise stetig Bankkredite nach Asien flossen. Die Mittelströme nach Thailand begannen ihre Richtung im zweiten Quartal zu ändern; im Falle Koreas wurde die Neubewertung des Risikos erst im dritten Quartal offensichtlich. Im vierten Quartal wurde der Kapitalrückzug zu einer panikartigen Flucht, von der die meisten asiatischen Länder in Mitleidenschaft gezogen wurden; die ausstehenden Forderungen gegenüber der Region schrumpften um \$ 27 Mrd. Interessanterweise war die übermäßige Inanspruchnahme kurzfristiger Bankkredite schon lange vor dem ersten größeren Angriff auf den thailändischen Baht im Februar 1997 als Gefahr erkannt worden. Die Behörden der betroffenen Länder selbst hatten – erfolglos – versucht, solche Zuflüsse einzudämmen. Aber die weltweit reichlich vorhandene Liquidität und der starke Wettbewerbsdruck unter einer breiter werdenden Palette von Kreditgebern in einer als wachstumsstark und gewinnträchtig geltenden Region ließen die Marktteilnehmer offenbar über die schwache Infrastruktur des Finanzwesens und die Verschlechterung der wirtschaftlichen Eckdaten hinwegsehen. Bemerkenswert war, daß die europäischen Banken ihr Asien-Engagement in den letzten Jahren stark ausweiteten, was auf niedrige Erträge an den traditionellen Märkten und begrenzte Expansionsmöglichkeiten in Nordamerika zurückzuführen sein

... und abrupter Rückzug der Banken aus Asien



dürfte. Die daraus resultierende euphorische Kreditvergabe ließ den Umschwung um so abrupter werden.

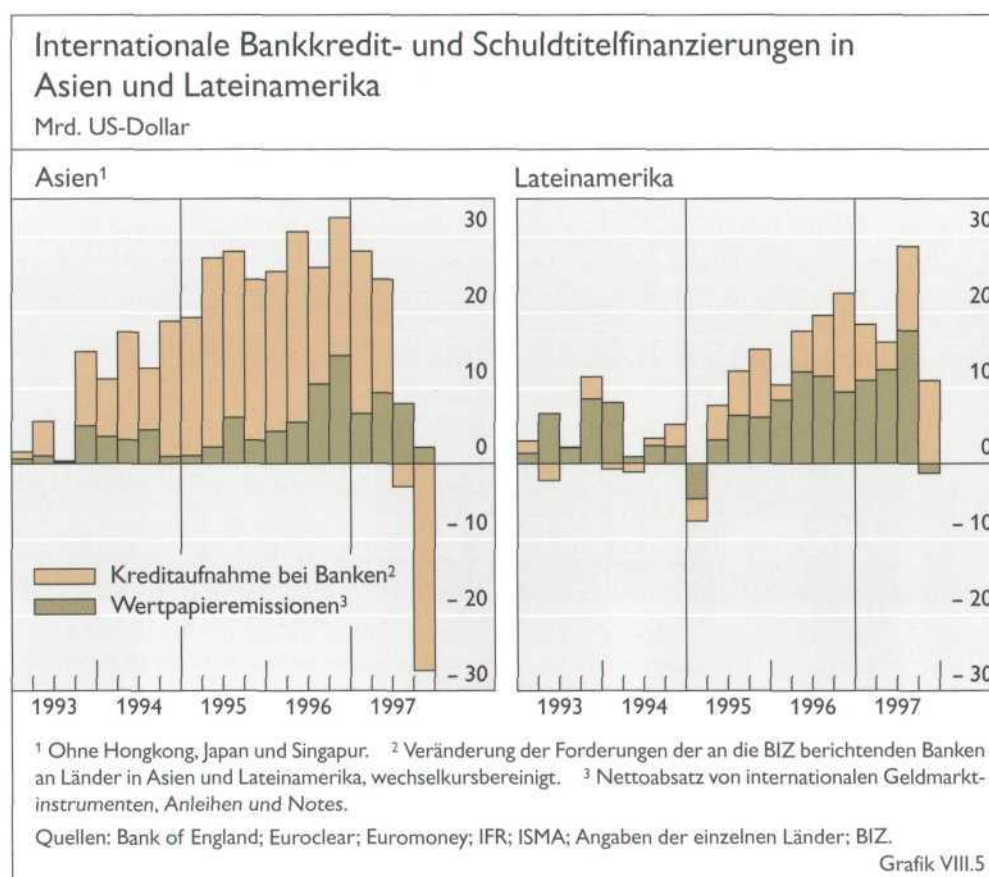
In Lateinamerika konnte die Ansteckung im vierten Quartal dank der weiterhin fortschreitenden Strukturreformen und einer gewissen Verschärfung der Geldpolitik einigermaßen erfolgreich abgewendet werden. Fast ein Drittel der letztjährigen Kreditvergabe der berichtenden Banken an diese Region entfiel auf diesen Zeitraum. Eine bedeutende Ausnahme bildete Brasilien; dort ging die Kreditvergabe der Banken von durchschnittlich \$ 3,6 Mrd. in den ersten drei Quartalen auf \$ 0,8 Mrd. im vierten Quartal zurück. Obwohl Brasilien außerhalb Asiens eines der Hauptopfer der Krise war, trug eine entschlossene Politik viel zur raschen Wiederherstellung des Vertrauens der Märkte bei (s. Kapitel III). Die Kreditvergabe an Osteuropa verlangsamte sich gegen Ende des Jahres zwar, doch erhielt die Region für das Jahr insgesamt Kredite in einem Rekordumfang (\$ 18 Mrd.). Die Asien-Krise wirkte sich im vierten Quartal nicht auf alle osteuropäischen Länder gleich aus. Die Tschechische Republik und Ungarn verzeichneten erneut bedeutende Zuflüsse von Bankkrediten, in Polen und der Slowakei hingegen konnten die Zuflüsse trotz Zinserhöhungen nicht aufrechterhalten werden. In Rußland verlor die Kreditvergabe ihren Schwung (sie schrumpfte von durchschnittlich \$ 4,2 Mrd. in den beiden Vorquartalen auf \$ 0,9 Mrd.), was auf Tilgungen von Interbankkrediten zurückzuführen war, möglicherweise infolge der im Oktober abgeschlossenen Umschuldungsvereinbarung. Der Rückzug ausländischer Anleger aus dem russischen Schatzwechselmarkt im Zuge der Asien-Krise wurde durch neue Kreditlinien zugunsten des öffentlichen Sektors mehr als wettgemacht.

Welche Lehren haben die Marktteilnehmer aus den Ereignissen von 1997 gezogen? Sicherlich dürften sie Änderungen ihrer Risikomanagement-Praxis vorgenommen haben und den Ratings bei der Festlegung der Kreditkonditionen nicht mehr ein so überhöhtes Gewicht beimessen. Offenbar hat sich auch die

Begrenztes  
Übergreifen auf  
andere Regionen

Fragen hinsichtlich  
der gezogenen  
Lehren





Erkenntnis herausgebildet, daß behördliche Maßnahmen zur Erhaltung der Systemstabilität die Gläubiger und Schuldner angesichts der zunehmend komplexen Verknüpfungen im Finanzsystem nicht vor den negativen Folgen schlechter Anlage- und Strategieentscheidungen abschirmen sollten. 1998 sind allerdings die Risikoprämien für Schuldner außerhalb Asiens erneut gesunken, obwohl sich die externen Finanzindikatoren nicht nennenswert verbessert hatten und weiterhin Unsicherheit hinsichtlich der tatsächlichen Auswirkungen der Asien-Krise bestand, und dies läßt eine Rückkehr zu lockeren Kreditstandards vermuten. Zumindest ist zu hoffen, daß die Behörden der Schuldnerländer weiterhin entschlossen eine restriktivere Wirtschaftspolitik und eine Restrukturierung der Finanzmärkte in Angriff nehmen und daß sich die Banken weiter um bessere Systeme und Strategien für die Handhabung des Kreditrisikos bemühen.

## Internationale Wertpapiermärkte

Obwohl 1997 neue internationale Schuldtitel in einem Rekordumfang angekündigt wurden, hatte die kräftige Zunahme der Tilgungen zur Folge, daß das Wachstum des Nettoabsatzes erheblich nachließ. Es blieb jedoch deutlich höher als an den inländischen Wertpapiermärkten. Das hohe Emissionsvolumen und die zunehmende Vielfalt der Emissionen deuten darauf hin, daß die expansiven Faktoren stark genug waren, um die Auswirkungen der wiederkehrenden Marktturbulenzen wettzumachen. Das Streben nach höheren Renditen war weiterhin eine treibende Kraft und zog neue Gruppen von Anlegern und Emittenten an den Markt. Die Risikotoleranz zeigte sich an der positiven Aufnahme erstmals am Markt auftre-

Auswirkungen der Marktturbulenzen wettgemacht durch stark expansive Einflüsse ...

... wie Renditenstreben ...

tender staatlicher Schuldner und an der breiteren Palette von Emissionswährungen. Die Anleger waren auch eher bereit, hochverzinsliche Instrumente mit Merkmalen wie Nachrangigkeit, an Derivate geknüpften Erträgen oder komplexen Verbriefungsmechanismen in Betracht zu ziehen.

Längerfristige Änderungen auf der Schuldnerseite trugen ebenfalls zur Widerstandsfähigkeit des internationalen Finanzgeschäfts bei. Erstens ermutigte die Liberalisierung des Finanzsektors in den wichtigsten Volkswirtschaften die Schuldner, ihre Finanzierungskosten durch Ausloten neuer Nachfragenischen in anderen Ländern zu senken. Zweitens sind mit der Umgestaltung im Industrie- und im Finanzsektor zunehmend große und komplexe Unternehmensstrukturen entstanden, deren technische Anforderungen am internationalen Markt meist besser erfüllt werden können. Drittens hat die Innovation den Marktzugang erleichtert, da die Finanzinstitute jetzt die zugrundeliegenden Risiken in Risikokategorien zerlegen und neu bündeln können, was sich auch an der rasanten Entwicklung von forderungsunterlegten Wertpapieren und Credit-Linked Notes zeigt. Viertens veranlaßte das

... Strukturwandel  
im Finanzsektor ...

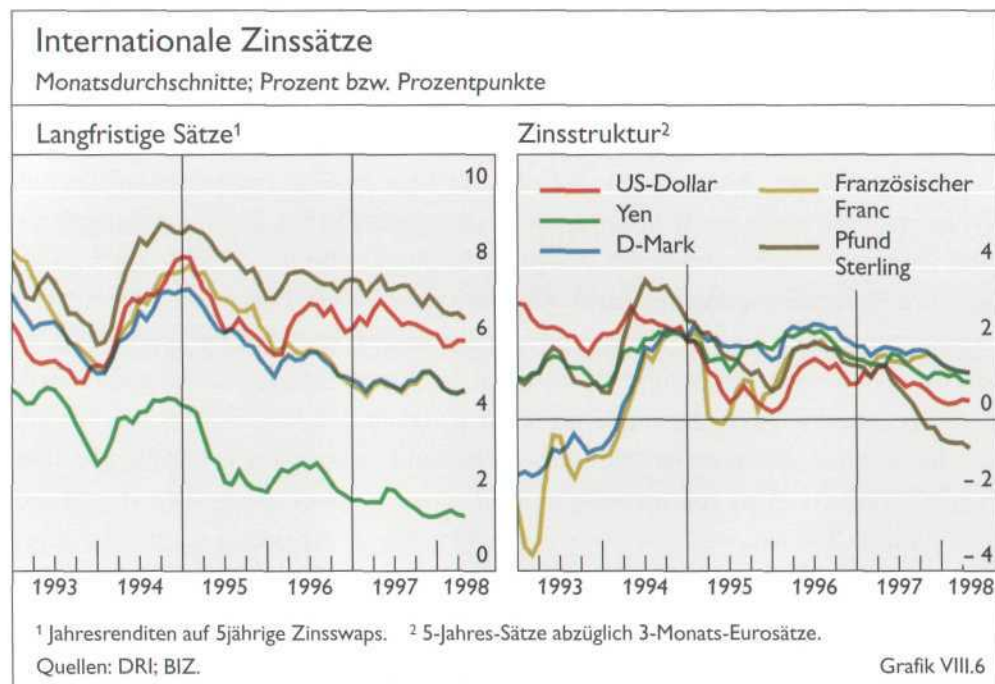
... Markt-  
innovation ...

Hauptmerkmale der internationalen Schuldtitelemissionen <sup>1</sup>							
Nach Instrument, Sitzland, Währung und Sektor des Emittenten	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Stand Ende 1997
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	149,9	189,0	256,5	268,2	543,4	595,9	3 542,2
Geldmarktinstrumente <sup>2</sup>	12,1	– 6,3	3,3	17,4	41,1	19,8	183,8
Anleihen und Notes <sup>2</sup>	137,9	195,2	253,3	250,9	502,3	576,0	3 358,3
Entwickelte Länder	114,0	123,0	184,7	198,7	363,3	394,1	2 604,4
<i>Europa</i> <sup>3</sup>	92,6	137,9	151,9	148,2	212,0	223,7	1 531,5
<i>Japan</i>	–3,4	–45,8	–27,7	–29,4	–17,6	–32,7	156,5
<i>USA</i>	16,9	10,2	37,2	62,2	144,9	185,4	614,2
<i>Kanada</i>	10,5	19,0	16,8	9,1	9,8	9,1	187,9
Offshore-Finanzplätze	0,0	5,2	35,3	33,8	74,6	91,6	323,7
Sonstige Länder	12,7	24,7	27,9	24,0	80,4	79,7	297,8
Internationale Organisationen	23,1	36,1	8,6	11,7	25,0	30,4	316,4
US-Dollar	58,1	28,9	67,3	70,2	262,8	336,5	1 569,3
EU-Währungen	84,1	111,2	96,8	98,0	175,3	199,0	1 191,8
Yen	9,1	29,3	87,5	83,6	85,1	34,2	462,0
Sonstige Währungen	–1,4	19,6	4,9	16,4	20,2	26,2	319,1
Finanzinstitute <sup>4</sup>	42,9	51,8	138,5	170,7	351,0	368,2	1 605,5
Öffentlicher Sektor <sup>5</sup>	82,7	130,8	103,3	74,0	121,4	101,8	1 067,0
Unternehmen	24,4	6,5	14,7	23,6	71,0	125,9	869,7
<i>Nachrichtlich:</i>							
Selbständig begebene internationale Anleihen	109,5	116,8	116,3	75,8	278,3	292,8	2 469,0
Anleiheemissionen im Rahmen von Programmen für mittelfristige Notes	11,0	38,4	86,9	104,4	195,9	215,8	604,9

<sup>1</sup> Internationale Anleihen: Stromgrößen; Geldmarktinstrumente und Notes: Veränderung des Umlaufs, wechselkursbereinigt.  
<sup>2</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>3</sup> Ohne Osteuropa. <sup>4</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. <sup>5</sup> Einschl. internationale Organisationen.  
 Quellen: Bank of England; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BIZ.

Tabelle VIII.4





verminderte Interesse der Anleger an traditionellen Sparinstrumenten die Finanzinstitute, den Wertpapiermarkt vermehrt in Anspruch zu nehmen, während die Verbesserung der Kreditqualität der nordamerikanischen sowie einiger europäischer Banken diesen den Absatz ihrer Emissionen erleichterte. Fünftens entfällt mit der schrittweisen Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften und der im Übergang zur Marktwirtschaft befindlichen Länder in die Weltwirtschaft ein wachsender Teil des internationalen Geschäfts auf Schuldner aus solchen Ländern. Sechstens wirkt die bevorstehende Einführung der europäischen Einheitswährung als Katalysator für grenzüberschreitende Finanzierungen und Anlagen in Europa.

... und baldige Einführung des Euro

#### Sektor und Nationalität der Emittenten

Fast zwei Drittel des Wachstums des internationalen Wertpapiermarktes entfielen 1997 auf Emissionen von Finanzinstituten, worin sich die Bedeutung internationaler Kapitaltransaktionen für eine aktive Steuerung der Aktiva und Passiva zeigt. Während europäische Banken oft nachrangige Schuldtitel zur Eigenkapitalunterlegung ihres Handelsbestands oder zur Finanzierung von Übernahmen begaben, nutzten zahlreiche US-Institute Unterschiede in der aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Behandlung solcher Schuldtitel aus. Einen erheblichen Anteil der Emissionen von Finanzinstituten machten die forderungsunterlegten Wertpapiere aus, die über Zweckgesellschaften begeben wurden. Die Haushaltskonsolidierung dämpfte die Emission von Staatspapieren von Industrieländern, wodurch Platz für Neuankömmlinge frei wurde, u.a. vor kurzem privatisierte Unternehmen, halbstaatliche Finanzierungsgesellschaften und Kommunalbehörden. Gleichzeitig nahm der Unternehmenssektor weiterhin mehr Mittel auf als in der ersten Hälfte der neunziger Jahre.

Dominierende Mittelaufnahme von Finanzinstituten

Die US-Schuldner setzten ihre 1995 begonnene Rückkehr an den internationalen Markt fort; die Aufgliederung nach Nationalität zeigt, daß 30% der Zunahme des Umlaufs auf sie entfielen. Trotz der Asien-Krise übertraf der Bruttoabsatz osteuropäischer und lateinamerikanischer Wertpapiere noch das Rekord-

Umfangreiche Emissionstätigkeit von US-Schuldnern ...

... sowie von  
Schuldnern aus  
aufstrebenden  
Volkswirtschaften

volumen von 1996. Staatliche Emittenten, insbesondere aus Lateinamerika, tätigten umfangreiche Anschlußfinanzierungen, um die Laufzeit ihrer Auslandsschulden zu verlängern. Argentinien, Brasilien, Panama und Venezuela lösten einen Teil ihrer umlaufenden Brady-Anleihen mit großen Emissionen 30jähriger unbesicherter Globalanleihen ab. Damit sollten nicht nur die Finanzierungskosten verringert, sondern auch langfristige Referenzwerte geschaffen werden, um dem Privatsektor den Zugang zum Markt zu erleichtern. Diese Transaktionen sind überdies ein Zeichen für eine bessere Beurteilung der Kreditwürdigkeit dieser Länder, die durch die Asien-Krise nur kurzfristig beeinträchtigt wurde.

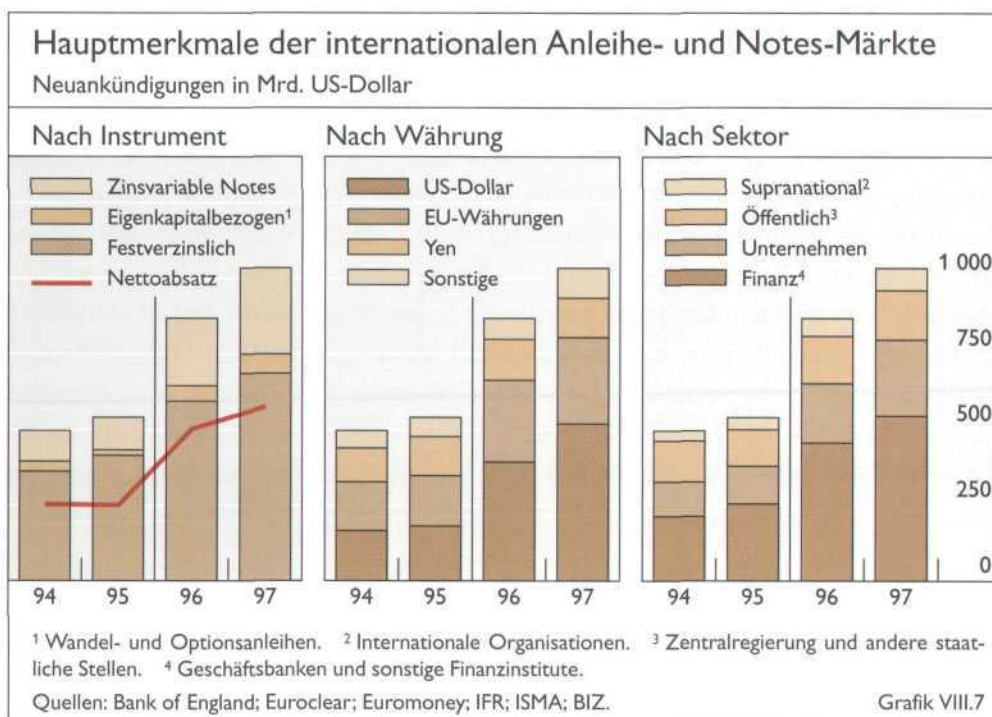
#### Instrumentkategorien

Betonung der  
Liquidität ...

**Geldmarktinstrumente** (Euro-Commercial-Paper und andere kurzfristige Euro-notes) verzeichneten 1997 ein langsames Wachstum. Die durch die Asien-Krise ausgelöste plötzliche Neubewertung der Kredit- und Liquiditätsrisiken durch die Anleger brachte den Nettoabsatz im vierten Quartal zum Erliegen. Damit verstärkte sich der Gegensatz zum US-Commercial-Paper-Markt, der weiterhin rasch expandierte. Die unterschiedliche wirtschaftliche Verfassung Europas und der USA sowie die stärkere Aufsplitterung und die geringere Größe europäischer Geldmarktfonds hemmten nach wie vor das Wachstum des ECP-Marktes. Weitere Liberalisierungsschritte und die Aussichten auf einen einheitlichen gesamteuropäischen CP-Markt dürften jedoch die Wettbewerbsfähigkeit von ECP verbessern.

... hemmt  
Wachstum  
des ECP-Marktes

In den längerfristigen Segmenten des internationalen Wertpapiermarktes entfiel der Hauptanteil des Bruttoabsatzes erneut auf die festverzinslichen Papiere. Zwar brachten Schuldner aus aufstrebenden Märkten sowie Verbriefungsgesellschaften einige sehr große Anleiheemissionen an den Markt, jedoch nahm die Bedeutung kleinerer Emissionen im Rahmen von mittelfristigen Euronote-Fazilitäten zu, so daß sich der Durchschnittsumfang der Emissionen verringerte.





Um ihre Renditen zu steigern, erwarben die Anleger längerfristige Wertpapiere (darunter einige 100jährige Yankee-Emissionen), so daß die Durchschnittslaufzeit wie 1993 wieder Rekordnähe erreichte. Während der Markt für festverzinsliche Titel erneut eine wichtige Rolle bei der Erweiterung des Marktzugangs spielte, erreichten die Ankündigungen von *zinsvariablen Notes* einen historischen Höchststand. Die Nachfrage der Anleger nach solchen defensiven Instrumenten wurde durch die Erwartungen von Zinserhöhungen in den wichtigsten Währungen und durch die hohe Liquidität der Finanzinstitute gefördert. Gleichzeitig zeigten sich die Anleger wieder stärker an *eigenkapitalbezogenen Anleihen* interessiert, da die Unsicherheit über die Verfassung der asiatischen Volkswirtschaften durch das freundliche Klima an den nordamerikanischen und europäischen Aktienmärkten mehr als wettgemacht wurde. Japanische Banken legten einige große Wandelanleihen auf, um ihre Eigenkapitalbasis zu verbessern, aber von den japanischen Industrieunternehmen, die bis zu den frühen neunziger Jahren die Hauptnutzer dieser Finanzierungsmöglichkeit gewesen waren, gehen in diesem Marktsegment keine entscheidenden Impulse mehr aus.

Streben nach höheren Renditen ...

... aber auch starke Nachfrage nach defensiven Instrumenten

In dem speziellen Bereich der *mit Hypotheken und anderen Forderungen unterlegten Wertpapiere* dämpfte der Anstieg der Zinssätze in den USA und im Vereinigten Königreich Anfang des Jahres zunächst das Neuhypothekengeschäft, danach erholte sich das Geschäft jedoch kräftig, und es wurden mehrere große besicherte Kreditschuldverschreibungen („collateralised loan obligations“, CLO) begeben. Diese Instrumente entstanden in den späten achtziger Jahren in den USA und werden am internationalen Markt immer beliebter. Ursprünglich lagen ihnen Portefeuilles hochverzinslicher Unternehmenskredite zugrunde, aber in jüngster Zeit erkunden die Finanzinstitute auch andere Möglichkeiten, was sich beispielsweise an Transaktionen mit Einsatz von Credit-Linked Notes zeigt. Darüber hinaus bestehen Anzeichen dafür, daß sich der internationale Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere über die Bilanzumstrukturierung von Banken und Unternehmen hinaus auf die Finanzierung von Verbraucher- und Hypothekarschulden ausdehnt. Beispielsweise wurden neue Fazilitäten zur Verbriefung von Kreditkartenforderungen eingeführt, und der Pfandbriefmarkt wird zunehmend international. Diese neue Beliebtheit der forderungsunterlegten Wertpapiere ist auf das Zusammentreffen mehrerer Faktoren zurückzuführen. Auf der Seite der Anleger ist dies u.a. die Suche nach neuen höherrentierenden Anlageformen bei gleichzeitig besserem Verständnis komplexer Strukturen. Auf der Seite der Emittenten spielte der Wunsch der Banken eine wesentliche Rolle, aufsichtsrelevante Eigenmittel, die in wenig ertragreichen Unternehmenskrediten gebunden waren, freizubekommen. Die europäischen Banken mußten außerdem im Vorfeld der WWU ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern, was sie veranlaßte, mehr Gewicht auf eine effiziente Bilanzdisposition zu legen. Der Absatz wird jedoch nach wie vor durch die Fragmentierung der Basismärkte und in einigen Ländern durch unzulängliche rechtliche und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen erschwert.

Wachsende Beliebtheit forderungsunterlegter Wertpapiere ...

... wegen aktiverer Bilanzierungspolitik

#### *Aufgliederung nach Währung*

Im US-Dollar-Segment wurde die Anlegernachfrage während des ganzen Jahres 1997 durch ein günstiges Zinsgefälle und im ersten Halbjahr zusätzlich durch Unsicherheiten im Zusammenhang mit der WWU gefördert. Danach gewann

US-Dollar als Zufluchtswährung

der Dollar infolge der Verschärfung der Asien-Krise und angesichts solider US-Wirtschaftsdaten als Zufluchtswährung noch an Bedeutung. Der Absatz in den europäischen Kernwährungen war im allgemeinen gedämpft. Bei den höherrentierenden Währungen (z.B. Pfund Sterling, italienische Lira) nahm er allerdings deutlich zu, da Emittenten aus aufstrebenden Märkten zugunsten dieser Währungen diversifizierten. Das Geschäft bei den Yen-Anleihen ging weniger stark zurück, als die Marktberichte über ein sinkendes Interesse der Anleger an Yen-Aktiva vermuten lassen könnten. Eine stetige Nachfrage nach Euro-Yen-Emissionen (insbesondere EMTN) glich das geringere Interesse der privaten japanischen Anleger an Doppelwährungsanleihen teilweise aus, das auf die Ausschläge des Dollar/Yen-Kurses zurückzuführen war. Dem Samurai-Markt kamen außerdem die Deregulierungsmaßnahmen zugute, von denen die Emissionen von Schuldnern geringerer Bonität und von gebietsfremden Geschäftsbanken profitierten. Aktiva in südafrikanischen Rand werden ebenfalls lebhaft nachgefragt, was die Emittenten zur Begebung eines außergewöhnlich großen Volumens von Titeln in dieser Währung nutzten.

#### *Auswirkungen der Asien-Krise*

<p>Asien-Krise ...</p> <p>... bringt Absatz niedriger eingestufte Wertpapiere zum Erliegen ...</p> <p>... Ansteckung allerdings begrenzt</p>	<p>Die sich verstärkenden Finanzprobleme in Asien hatten im vierten Quartal spürbare Folgen. Bei den Aufschlägen auf die festverzinslichen Referenzwerte für aufstrebende Märkte kehrte sich der Abwärtstrend jäh um, so daß gegen Ende Oktober ein so hoher Stand erreicht war wie seit der Mexiko-Krise Anfang 1995 nicht mehr (s. Kapitel VII). Angesichts der erhöhten Unsicherheit kam der Absatz von Emissionen von Entwicklungsländern und anderen Emittenten mit niedrigerer Bonitätseinstufung praktisch zum Stillstand, und die Nachfrage verlagerte sich auf erstklassige Staatspapiere und Titel supranationaler Organisationen. Danach führte die Scheu der Anleger vor dem Marktrisiko zu einer Verkürzung der Laufzeiten niedriger eingestufte Anleihen und einer gewissen Umschichtung in zinsvariable Notes. Darüber hinaus steigerte die vermehrte Beachtung des Kreditrisikos das Interesse an Instrumenten, bei denen die Kupon- oder Tilgungszahlungen an die Entwicklung der Bonität des Emittenten geknüpft waren. Angesichts des als akkommodierend eingeschätzten geldpolitischen Kurses in den wichtigsten Volkswirtschaften erholten sich die Anleihe- und Aktienmärkte in den Industrieländern (mit Ausnahme Japans) jedoch rasch. Die Risikoprämien auf die Schuldtitel lateinamerikanischer und osteuropäischer Länder verringerten sich gegenüber ihrem Höchststand schnell wieder, die Ansteckung bei diesen Währungen war gering, und die Konvergenz der Finanzentwicklung in Europa blieb im wesentlichen unberührt. Anfang 1998 hatten Schuldner aus nichtasiatischen aufstrebenden Ländern wieder Zugang zum internationalen Kapitalmarkt.</p>
--	--

#### *Einfluß der WWU*

<p>Euro als Katalysator für Innovation ...</p> <p>... mit fungiblen Emissionen ...</p>	<p>Mit der bevorstehenden Einführung der europäischen Einheitswährung belebte sich der ECU-Markt; etliche Emissionen sahen ausdrücklich die Umwandlung zu Beginn der WWU vor. Diese Anleihen wurden entweder direkt in ECU/Euro oder als einzelne Titel in verschiedenen europäischen Währungen mit ähnlichen Kupons und Fälligkeiten begeben, die bei der Umwandlung in Euro zu großen fungiblen Inlands- oder Offshore-Emissionen zusammengelegt werden. Anfänglich</p>
--	---



auf europäische Emittenten beschränkt, sind die Anleihen nun auch in die Strategie weiterer Emittentengruppen eingegangen, die vor der Einführung des Euro Referenzwerte für die Preisgestaltung am europäischen Markt schaffen wollten. Diese Instrumente, die der Konvergenz der Zinssätze in den europäischen Kernländern zusätzliche Dynamik verliehen haben, sind die Vorläufer eines voll ausgebauten Anleihemarktes in Euro. Supranationale Emittenten und staatliche Stellen versuchten ebenfalls, ihre Praxis mittels großer Emissionen, regelmäßiger Emissionskalender und Pensionsgeschäften an die der europäischen Länder anzugleichen. Darüber hinaus ergriffen einige kleinere europäische Staaten Maßnahmen zur Erweiterung ihrer Anlegerbasis. Beispielsweise legte Belgien eine 10jährige „inländische“ Emission in mehreren Tranchen in belgischen Francs, französischen Francs und D-Mark auf, die in Euro wandelbar sind. Die immer häufigere Begebung von Euro-fungiblen Anleihen könnte allerdings den Nebeneffekt haben, daß sich die Liquidität anderer europäischer Anleiheemissionen verringert.

Da die auf der Konvergenz der europäischen Zinssätze basierenden Gewinnmöglichkeiten abnehmen, wurden sich die Anleger immer mehr bewußt, daß das Kreditrisiko das Währungsrisiko als wichtigstes Instrument zur Erzielung eines überdurchschnittlichen Ergebnisses ablösen wird. So entstand 1997 beispielsweise ein europäischer Markt für hochverzinsliche Anleihen (Junk Bonds). Solche Wertpapiere bieten den Schuldnern im Vergleich zu Bankkrediten mehrere Vorteile, z.B. Tilgung in einer Gesamtsumme, wodurch sich der mit einer schrittweisen Amortisierung verbundene finanzielle Druck verringert, sowie weniger strenge Auflagen. Das Streben der europäischen Anleger nach höheren Renditen dürfte bonitätsmäßig niedriger eingestufte Unternehmen, die bisher Bankkredite in Anspruch nahmen, vermehrt zur Emission von Wertpapieren veranlassen. Während die Euromarktemissionen früher ersten Adressen vorbehalten waren, konnten in jüngster Zeit auch weniger hoch eingestufte Emittenten Fuß fassen, was eine neue Herausforderung für die Anleger bedeuten dürfte.

... und Einführung  
hochverzinslicher  
Wertpapiere

## Internationale Märkte für derivative Instrumente

Die sich wandelnde Einstellung zur WWU, die erneute Volatilität der Wechselkurse sowie der hohe Stand der wichtigsten Aktienindizes bildeten 1997 einen fruchtbaren Boden für den Handel mit Derivaten. Überdies brachte die Asien-Krise zutage, daß einige Händler und Endverwender ihre Positionen ungenügend abgesichert hatten, was ein Überdenken der Risikomanagement-Strategien zur Folge hatte. Vor diesem Hintergrund erholte sich der Börsenhandel mit Derivaten, und der außerbörsliche Handel verzeichnete erneut einen starken Zuwachs. Der immer bessere Kenntnisstand der Schuldner und der Anleger, die Fortschritte der Informationstechnologie und die bevorstehende Einführung der europäischen Einheitswährung verstärkten den Druck zu einem grundlegenden Strukturwandel in der Branche. Da sich insbesondere die Börsen der Notwendigkeit gegenüber-sahen, ihre Betriebskosten zu senken, bestand starkes Interesse an elektronischen Handelssystemen, und die Vorteile des Präsenzhandels und der entsprechenden Verknüpfungen wurden neu überdacht. Die Börsen sahen sich außerdem nach wie vor der Konkurrenz der außerbörslichen Märkte ausgesetzt, da diese ihre Regelungen und Usancen vermehrt standardisierten, aber gleichzeitig flexibler auf

Fruchtbarer  
Boden für  
Derivativhandel ...

... aber starker  
Restrukturierungs-  
druck

Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Ausstehender Nominalbetrag am Jahresende					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997 <sup>1</sup>
	Mrd. US-Dollar					
Börsengehandelte Instrumente	4 634,5	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 207,3
Zinsfutures	2 913,1	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2
Zinsoptionen <sup>2</sup>	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9
Währungsfutures	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9
Währungsoptionen <sup>2</sup>	71,1	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2
Aktienindexfutures	79,8	110,0	127,7	172,4	195,9	216,6
Aktienindexoptionen <sup>2</sup>	158,6	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5
Außerbörsliche Instrumente <sup>3</sup>	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	28 733,4
Zinsswaps	3 850,8	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 115,5
Währungsswaps <sup>4</sup>	860,4	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 584,8
Zinsoptionen <sup>5</sup>	634,5	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	5 033,1

<sup>1</sup> Außerbörsliche Instrumente: Ende Juni 1997. <sup>2</sup> Calls und Puts. <sup>3</sup> Nur von der ISDA erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt. <sup>4</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>5</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.  
 Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; ISDA; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.5

die Nachfrage am Markt reagierten. Mit dem Auftreten neuer Akteure, z.B. Anbieter elektronischer Informationsdienste, erweiterte sich der Wettbewerb zusätzlich.

#### *Börsengehandelte Instrumente*

Börsen profitieren von Nachfrage nach Aktienprodukten ...

... Instrumente auf einzelne Aktien dabei bevorzugt

Nach zwei aufeinanderfolgenden Jahren des Rückgangs verzeichnete der Umsatz der börsengehandelten Kontrakte wieder ein Wachstum (um 11% auf \$ 357 Bio.). Wertmäßig blieben die Zinsprodukte mit Abstand die umsatzstärksten Instrumente, das rascheste Wachstum verzeichneten aber die Aktienindexkontrakte. Die anhaltende Erwartung einer Erhöhung der US-Zinssätze, eine immer wieder auftretende Unsicherheit hinsichtlich der WWU sowie die Asien-Krise ließen den Handel mit Zinsinstrumenten zeitweise in die Höhe schnellen. Obwohl die Volatilität der japanischen Zinssätze etwas zunahm, bestand wegen ihres niedrigen absoluten Niveaus weniger Bedarf an Yen-Absicherungsinstrumenten. Bei den Aktieninstrumenten förderten Schwächephase an den nordamerikanischen und den europäischen Aktienmärkten sowie das wachsende Interesse der Anleger an den Aktienmärkten Europas und bestimmter aufstrebender Länder die Nachfrage. Optionen auf einzelne Aktien (die in den gemeldeten Zahlen nicht enthalten sind) nahmen erneut schneller zu als die Optionen auf große Indizes, was auf die hohen Handelskosten der traditionellen Indexkontrakte und die zunehmende Präferenz der institutionellen Anleger für Instrumente zurückzuführen ist, die „maßgeschneiderte“ Risiken ermöglichen. Bei den Währungskontrakten war das Geschäft viel weniger lebhaft, und die Auswirkungen der erhöhten Volatilität der wichtigsten Währungspaare wurde teilweise durch eine geringere Aktivität bei den europäischen Währungspaaren ausgeglichen. Daß die Börsen die Turbulenzen an den Devisenmärkten nicht zu nutzen vermochten, zeigt, wie stark die Konkurrenz der außerbörslichen Instrumente in diesem Segment ist.



Während das CBOT gemessen an der Zahl der gehandelten Kontrakte die umsatzstärkste Börse blieb, konnte die LIFFE erhebliche Vorteile aus ihrer breiten Palette europäischer Festzinsprodukte ziehen und die CME von ihrem Platz als zweitstärkste Börse der Welt verdrängen. Gleichzeitig verzeichnete die DTB neue Umsatzrekorde, so daß sie ihren zweiten Platz in Europa behaupten konnte. Die DTB hatte schon eine führende Stellung bei den Instrumenten auf mittelfristige deutsche Staatspapiere inne, und im Bund-Futures-Handel konnte sie gegenüber der LIFFE rasch aufholen. 1997 entfielen hier 41% des Umsatzes auf sie, verglichen mit 29% im Jahr 1996. Der Handel an der DTB profitierte von der erfolgreichen Einführung neuer Produkte, der Einrichtung zusätzlicher Terminals im Ausland und der partiellen Aufhebung der Mindestreserveanforderungen für Pensionsgeschäfte. Dem MATIF kam die Einführung eines sehr gefragten Futures-Kontrakts auf 5jährige französische Staatsanleihen zugute, der Umsatz reicht aber weiterhin nicht an den der DTB heran. In Japan blieb der Handel gedämpft. Einige Börsen in aufstrebenden Volkswirtschaften waren dafür verantwortlich, daß die Zahl der gehandelten Kontrakte stark schwankte (vor allem in Brasilien), aber wegen des niedrigen Nominalwerts dieser Kontrakte war der Einfluß der Ausschläge auf den Wert des Gesamtumsatzes gering.

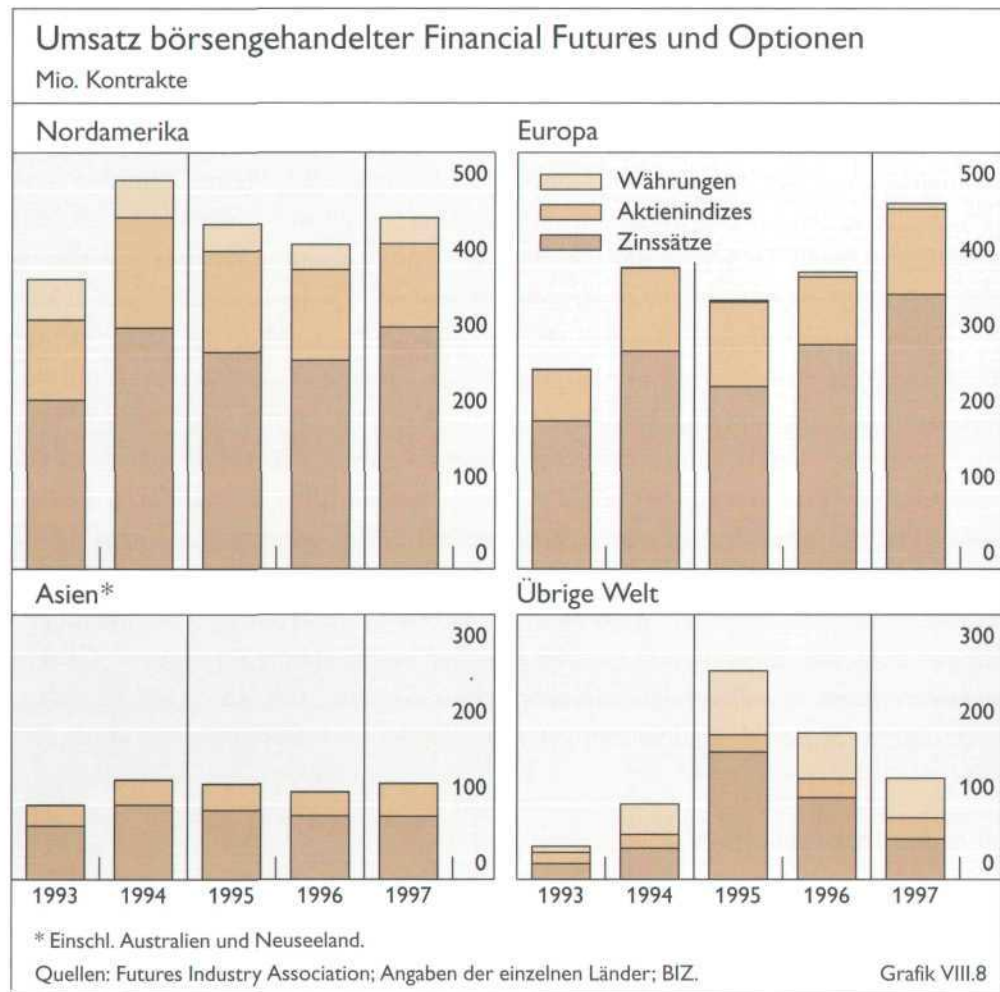
LIFFE auf  
zweitem Platz  
hinter CBOT ...

... aber DTB  
holt auf ...

... und stellt  
MATIF weit  
in den Schatten

Börsengehandelte Derivate							
Instrument	Umsatz, Nominalbetrag						Nominal- betrag Ende 1997
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
	Bio. US-Dollar						
Zinsfutures	141,0	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	7,5
Auf kurzfristige Anlagen	113,3	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	7,1
<i>darunter: 3-Monats-Eurodollarsätze</i>	66,9	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	2,6
<i>3-Monats-Euro-Yen-Sätze</i>	14,0	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	1,6
<i>3-Monats-Euro-DM-Sätze</i>	7,5	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	1,0
<i>3-Monats-PIBOR</i>	5,8	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	0,2
Auf langfristige Anlagen	27,7	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	0,4
<i>darunter: US-Staatsanleihen</i>	7,1	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	0,1
<i>Japanische Staatsanleihen</i>	9,7	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	0,1
<i>Deutsche Staatsanleihen</i>	3,2	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	0,1
<i>Französische Staatsanleihen</i>	2,8	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	0,0
Zinsoptionen <sup>1</sup>	25,5	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	3,6
Währungsfutures	2,3	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	0,1
Währungsoptionen <sup>1</sup>	1,4	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,0
Aktienindexfutures	6,0	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	0,2
Aktienindexoptionen <sup>1</sup>	5,7	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	0,8
Insgesamt	181,9	227,8	340,5	333,9	321,5	356,8	12,2
<i>In Nordamerika</i>	102,1	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	6,3
<i>In Europa</i>	42,8	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	3,6
<i>In Asien<sup>2</sup></i>	36,9	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	2,2
<i>Sonstige</i>	0,1	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	0,1
<sup>1</sup> Calls und Puts. <sup>2</sup> Einschl. Australien und Neuseeland. Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.							
Tabelle VIII.6							

Tabelle VIII.6



Grafik VIII.8

Kampf um Markt-  
anteile vor allem  
bei ...

... DM-Zins-  
kontrakten ...

... Aktien-  
instrumenten  
sowie mittels  
Allianzen

Der Kampf um Marktanteile vor der Einführung des Euro war der Anlaß für eine Vielzahl von Initiativen, u.a. Änderungen der Kontraktsspezifikationen, Schaffung neuer Instrumente über das ganze Spektrum der Renditenstrukturkurve, Senkung der Handelsgebühren und Ausdehnung der Handelszeiten. Besonders hart umkämpft war das deutsche Zinsgeschäft, und es wurden mehrere entsprechende Kontrakte eingeführt. Da die auf Zinsprodukte ausgerichteten Strategien jedoch ein Stadium abnehmender Erträge erreichten, verlagerte sich der Innovationsschwerpunkt zu Kostensenkungsmechanismen, Aktienprodukten (die von der Einführung des Euro weniger stark betroffen sein dürften), Dienstleistungen für die außerbörslichen Märkte und Handelsverbindungen. Erwähnt seien die angekündigte Handelsallianz zwischen den französischen, deutschen und schweizerischen Börsen sowohl für die Basiswerte als auch für die Derivate sowie die sich nach und nach herausbildende einheitliche Plattform für den Handel mit Kassamarktinstrumenten und Derivaten in den nordischen Ländern.

Auch in Nordamerika verschob sich der Schwerpunkt der Innovation. Es wurden Kontrakte mit kleinem Nominalwert eingeführt, mit denen das Privatkundengeschäft mit Aktienprodukten angekurbelt werden soll; weitere Neuerungen waren die Börsennotierung von Optionsscheinen und strukturierten Notes, die Entwicklung elektronischer Systeme u.a. auch zusammen mit Maklern im Großkundengeschäft sowie Schritte in Richtung eines gemeinsamen Clearing.



Die erfolgreiche Expansion elektronischer Plattformen ebenso wie der außerhalb der Geschäftszeiten betriebenen automatisierten Systeme an Parkettbörsen veranlaßte die Börsen, die bisher vehement für den Parketthandel eingetreten waren, ihre Strategie von Grund auf zu überdenken. Die Präsenzhandelsbörsen haben begonnen, neue Technologien für kleine Aufträge und umsatzschwächere Kontrakte einzuführen, und einige von ihnen, wie z.B. das CBOT und die LIFFE, haben bekanntgegeben, daß sie weitere Schritte in Richtung des elektronischen Handels unternehmen wollen. Diese Entwicklungen haben erhebliche Konsequenzen für die Handelsverbindungen. Wie die Strategie der DTB zeigt, die vor allem auf Fernzugang und erweiterten Geschäftszeiten beruht, gestatten es elektronische Handelssysteme den Börsen heute, ihren Anlegerkreis unmittelbarer und kostengünstiger auszuweiten als mit einer Präsenzhandelsverknüpfung. Der Ansatz der DTB wird inzwischen auch von anderen bedeutenden Börsen geprüft, u.a. dem CBOT und der LIFFE, die vereinbart haben, eine kürzlich eingeführte Verbindung des Parketthandels wieder einzustellen. Die Entwicklung börseneigener Systeme und bilateraler elektronischer Verbindungen mögen auch das abnehmende Interesse an der bestehenden Version von Globex erklären, dem multilateralen elektronischen System, das als standardisiertes Instrument für den grenzüberschreitenden Handel nach Börsenschluß konzipiert war.

Elektronische  
Handelssysteme  
expandieren  
stärker als  
Präsenzhandel

#### *Außerbörsliche Instrumente*

Aus den von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) veröffentlichten Zahlen zum Geschäft mit Swaps und swapbezogenen Zinsoptionen geht ein langsames Wachstum des nominalen Umlaufs im ersten Halbjahr 1997 hervor. Vorläufige Angaben für das zweite Halbjahr scheinen die abnehmende Dynamik zu bestätigen; der außerbörsliche Markt expandierte aber nach wie vor deutlich stärker als der Börsenhandel. Der Rückgang war bei allen großen Kontraktkategorien festzustellen (Zinsswaps, Währungsswaps und swapbezogene Zinsoptionen), am deutlichsten jedoch bei den Währungsswaps (von 20% im zweiten Halbjahr 1996 auf 2%).

Außerbörslicher  
Handel zwar etwas  
schwächer ...

... aber immer  
noch dynamischer  
als Börsengeschäft

Bei den *Währungsinstrumenten* gaben die heftigen Ausschläge der wichtigsten Währungen gegenüber dem US-Dollar den Währungsabsicherungsinstrumenten einen gewissen Auftrieb; die Händler korrigierten ihre Strategien (insbesondere bei den auf Kursspannen beruhenden Produkten) und boten prämiensenkende Instrumente an. Die Unsicherheit wegen der WWU führte zu gelegentlichen Ausschlägen der Volatilität und damit auch des Handels in Cross Rates zwischen den europäischen Kern- und Peripheriewährungen; da jedoch die europäischen Kernwährungen zueinander insgesamt stabil waren, war dieses Geschäft im allgemeinen eher gedämpft. Bei den Währungen der aufstrebenden Märkte florierte das Geschäft mit Terminkontrakten ohne Lieferung. Mit solchen synthetischen Fremdwährungskontrakten können Devisenkontrollen umgangen werden, da Ausgleichszahlungen in einer einzigen Basiswährung (in der Regel US-Dollar) vorgesehen sind. Die Asien-Krise ließ jedoch das Geschäft mit Währungen aufstrebender Märkte zusammenbrechen, und Händler mit Short-Positionen erlitten wegen des jähen Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze und der vorübergehenden Einführung von Kapitalverkehrskontrollen beträchtliche Verluste.

Gedrücktes Geschäft  
in außerbörslichen  
Währungs-  
instrumenten ...



... aber immer noch hohe Umsätze bei Zinsinstrumenten

Aus den ISDA-Zahlen über *Zinsprodukte* geht hervor, daß die Swaps und swapbezogenen Optionen im ersten Halbjahr 1997 um 14% zunahmen. Für das Jahr als Ganzes hat offenbar ein aktiver Swaphandel in den wichtigsten Währungen die Abschwächung des Geschäfts an weniger liquiden Märkten wettgemacht. Das begrenzte Angebot an US-Schatzpapieren und die Abflachung der US-Zinsstrukturkurve führten zu einer Ausweitung der Dollar-Swap-Spreads, was die swapbezogenen Dollaremissionen förderte. In Europa stimulierten die von Zeit zu Zeit auftretenden Zweifel hinsichtlich der WWU den Abschluß von Konvergenzkontrakten gegen deutsche Zinssätze und zwischen den höherrentierenden Währungen selbst. Da einige Händler jedoch der Ansicht waren, daß die Konvergenz der langfristigen Zinssätze den Kreditrisikoprämien nach der Einführung der WWU nicht angemessen Rechnung trage, begannen sie, Kontrakte anzubieten, die auf einer späteren Ausweitung des Renditegefälles beruhen. Als die positivere Haltung des Vereinigten Königreichs gegenüber der WWU erkennbar wurde, folgte gegen Ende des Jahres auch ein aktiver Handel in Bezug auf britische und irische Zinssätze. Abgesehen von Optionsinstrumenten auf Zinsdifferenzen gewannen auch Instrumente an Beliebtheit, denen eine erwartete Zinsvolatilität zugrunde liegt, z.B. Forward-Starting Caps und Swaptions. Wie bei den Währungsprodukten hatte auch hier die Asien-Krise negative Folgen für einige Händler, und mehrere Banken, die unabgesicherte Positionen auf Schuldtitel aufstrebender Länder hielten, erlitten schwere Verluste.

Beträchtliches Wachstum bei Aktieninstrumenten ...

Bei den außerbörslichen *Aktienderivaten* (die von der ISDA-Erhebung nicht erfaßt werden) gab es im vergangenen Jahr Hinweise auf ein beträchtliches Wachstum. Die gelegentlichen abrupten Einbrüche der Indizes lösten eine große Nachfrage nach Absicherungsinstrumenten aus. Hinter den Turbulenzen an den Aktienmärkten war eine Abwendung der privaten Anleger von traditionellen festverzinslichen Instrumenten zu beobachten. Diese zusätzliche Quelle der



Nachfrage nach Aktienprodukten soll die Volatilität des Marktes noch verstärkt und die Kosten der Absicherung in die Höhe getrieben haben. Die Anleger hielten daher nach kostengünstigeren Alternativen Ausschau, z.B. nach Optionen des Typs „buy now/pay later“, Knock-out-Optionen, Optionen auf Durchschnittssätze sowie Korbprodukten. Optionsscheine auf etablierte Aktienindizes und auf enger begrenzte Körbe von Aktien waren Meldungen zufolge sehr gefragt. Besonders groß war das Interesse an Optionsscheinen auf europäische Unternehmen, bei denen mit einer Restrukturierung gerechnet wird, sowie an einem breiten Spektrum von Produkten, die auf osteuropäischen Aktienindizes beruhen. Bei Korbinstrumenten erübrigt sich eine aktive Titelauswahl, und sie ermöglichen einen schnellen und kostengünstigen Zugang zu den gewünschten Marktsegmenten. Komplexere Instrumente wie Optionen und Swaps auf grenzüberschreitende Indexdifferenzen und Swaps auf die Volatilität von Aktienindizes wurden ebenfalls aktiv abgesetzt.

Aufsichtsrechtliche Unsicherheiten, die eingeschränkte Verfügbarkeit von Informationen über Zahlungsausfälle sowie das Fehlen geeigneter Absicherungsinstrumente behinderten nach wie vor den Handel mit *Kreditderivaten*, der sich weiterhin auf einen recht kleinen Kreis von Instituten beschränkte. Dennoch wurden solche Instrumente vermehrt bei der Bereitstellung von Wertpapieremissionen eingesetzt (z.B. bei forderungsunterlegten Wertpapieren und synthetischen eigenkapitalbezogenen Anleihen) sowie auch in anderen Bereichen, bei denen das Kreditrisiko vom zugrundeliegenden Engagement getrennt werden sollte (z.B. Leasing und Rückversicherung). Das wachsende Interesse an höherrentierenden Wertpapieren in Europa, Anspannungen an den Finanzmärkten in Asien und die zunehmende Größe der Geschäftspartner infolge der weltweiten Konsolidierung haben viel dazu beigetragen, die Aufmerksamkeit der Finanzmarktteilnehmer auf das Kreditrisiko zu lenken. Die Entwicklung neuer Instrumente des Risikomanagements fördert einen Wandel der Kreditvergabekultur, wobei der Schwerpunkt auf einer effizienten Disposition der Eigenmittel und auf risikogerechten Erträgen liegt. Während die Banken in den letzten Jahren immer raffiniertere Systeme für das Management des Marktrisikos entwickelten, war das Management des Kreditrisikos weit weniger ausgefeilt. Daher werden derzeit eine Vielzahl von Software-Systemen auf den Markt gebracht, mit denen das Kreditrisiko im gesamten Aktivabestand gemessen werden kann und die es den Finanzinstituten ermöglichen, Veränderungen des Gesamtwerts ihres Portefeuilles infolge von Ereignissen, die die Kreditqualität beeinträchtigen, zu beurteilen. Wenn diese Bemühungen erfolgreich fortgesetzt werden, dürften sie zu leistungsfähigeren Märkten, genauer abgestimmten Kreditkonditionen und einer besseren Kapitalallokation führen.

... und Weiterentwicklung der Kreditderivate

## Globalisierung und Finanzgeschäft

Trotz des Rückschlags infolge der Asien-Krise schritt die globale Integration der Märkte 1997 weiter voran. Die längerfristigen Trends setzten sich weiterhin durch. Beispielsweise stellte die rasche Entwicklung von Handels- und Kommunikationstechnologien Marktbereiche, die bisher geschützt gewesen waren, vor neue Herausforderungen. Die Marktharmonisierung wurde dadurch verstärkt, daß

Globale Marktintegration gefördert durch ...

... Deregulierung ...	Japan und die USA Schritte zum Abbau gesetzlicher Schranken zwischen dem Bank- und dem Wertpapiergeschäft unternahmen, und die bevorstehende Errichtung der WWU wirkte als Katalysator bei der Harmonisierung und Konsolidierung in Europa. Auch konjunkturelle Faktoren spielten eine wichtige Rolle. Die reichlich vorhandene Liquidität und die Suche nach höheren Renditen ließen die grenzüberschreitenden Kapitalströme anschwellen und beschleunigten die Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in das weltweite Finanzsystem. Darüber hinaus erinnerte die Asien-Krise auf schmerzhaft Weise daran, daß es nicht möglich ist, einerseits auf internationaler Ebene dem Spiel der Marktkräfte freien Lauf zu lassen und andererseits auf nationaler Ebene an undurchsichtigen, ineffizienten und ungenügend beaufsichtigten Finanzsystemen festzuhalten. Die jüngsten Ereignisse könnten möglicherweise, so paradox es klingt, zu einer weiteren Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften führen, da sie in Ländern mit unzulänglicher Infrastruktur die Anpassung fördern.
... Anpassung der Infrastrukturen ...	
... und Konvergenz der Marktusancen	Am deutlichsten war die Globalisierung im letzten Jahr erneut an den Großkundenmärkten, wo die traditionellen Schranken zwischen Geschäftsbanken, Investmentbanken, Versicherungen und Portfoliomanagement immer mehr verschwanden. Nach und nach treten weitere Akteure, z.B. Anbieter elektronischer Informationsdienste, als Mitbewerber auf. Mit den Fortschritten beim Kreditrisiko näherten sich die Praktiken im Aktiv- und Passivmanagement unter den verschiedenen Teilnehmergruppen einander weiter an. Schließlich vergrößerte sich das Spektrum der Finanzgeschäfte, da das Engagement in verschiedene Risikokomponenten zerteilt und deshalb gehandelt werden konnte.
Vordringen der Geschäftsbanken ins Investmentbankgeschäft ...	Trotz dieser Entwicklungen spielten die Geschäftsbanken im vergangenen Jahr nach wie vor die Hauptrolle im internationalen Finanzgeschäft. Erstens machten sie die Stagnation im traditionellen Einlagengeschäft durch umfangreiche Kapitalmarktfinanzierungen wett. Zweitens scheint die lebhafte Bankkreditnachfrage von Nichtbanken aus Offshore-Finanzplätzen vereinzelte Hinweise darauf zu bestätigen, daß Anlagen mit Hebelwirkung zu einem großen Teil mit internationalen Bankkrediten finanziert wurden. Drittens expandierten die Geschäftsbanken in den Bereich des Investmentbanking hinein, indem sie Wertpapierhäuser übernahmen. Der Boom der Aktien- und Anleihemärkte, der zum Entstehen neuer Märkte für hochrentierende Instrumente beitrug, sowie die Welle von Fusionen und Übernahmen, bei denen Investmentbanken lukrative Dienstleistungen anbieten, bildeten einen starken Anreiz für solche Übernahmen. Viertens drückte der Eintritt der Geschäftsbanken in das Investmentbanking die Gewinne in einigen traditionellen Geschäftszweigen dieser Branche (z.B. Wertpapieremissionen und -handel), was wiederum für beide Gruppen einen wichtigen Anreiz darstellte, ihre Ertragsquellen zu diversifizieren und in den Bereich des Portfoliomanagements vorzudringen.
... und beider Gruppen ins Portfoliomanagement ...	
... was eine Reihe neuer Fragen aufwirft	Infolgedessen wuchs im vergangenen Jahr die Divergenz zwischen Strategien, die auf ein Allfinanzangebot ausgerichtet waren, und Strategien mit Schwerpunkt auf Kern- oder Nischengeschäften. Die jüngste Serie von Übernahmen hat jedoch die Frage aufgeworfen, ob das Vordringen bestimmter Gruppen in Bereiche, in denen sie über wenig oder keine Erfahrung verfügen, ihre Ressourcen nicht zu stark belastet. Darüber hinaus hat sie die Besorgnis geweckt, daß die Quersubventionierung von Geschäftsbereichen im Wettbewerb um einen globalen



Status die Preisbildung für Wertpapiere und Derivate verzerren könnte. Der Rückzug einiger Banken aus bestimmten Geschäften im vergangenen Jahr könnte denn auch nicht nur ein Anzeichen für eine mangelnde Nutzung von Synergien zwischen verschiedenen Produkten und Dienstleistungen sein, sondern auch für eine unangemessene Preissetzung.

Das Auftreten großer internationaler Konglomerate in einer Welt, in der die Aufsicht nach wie vor an sektorale und nationale Grenzen gebunden ist, wirft eine Reihe von Fragen auf, zu denen noch kein allgemeiner Konsens besteht. In diesem immer komplexeren Umfeld müssen sowohl die Methoden als auch der Wirkungskreis der Aufsicht weiterentwickelt werden. Aus jüngsten Initiativen, die vom Markt und von offizieller Seite kommen (s. auch „Die Tätigkeit der Bank“ am Schluß dieses Berichts), scheinen sich zwei gemeinsame Tendenzen herauszuschälen. Die erste ist eine vermehrt marktorientierte Aufsicht. Sie zeigt sich daran, daß sich die Aufsicht weniger auf mechanische Vorschriften und stärker auf die Marktdisziplin stützt. Dies wurde durch die jüngste Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung illustriert, mit der den Banken die Verwendung eigener Modelle für das Marktrisiko gestattet wird, sowie durch die noch laufenden Diskussionen über mögliche Alternativen (u.a. das sogenannte „pre-commitment“-Verfahren; dabei würde ein vom Finanzinstitut selbst bestimmter Eigenkapitalbetrag im voraus verbindlich für ein bestimmtes Risiko bereitgestellt, und wenn ein Verlust eintritt, der diesen Betrag übersteigt, zöge dies Sanktionen nach sich). Die zweite Tendenz besteht darin, daß die Aufsichtsgremien den Konkurs eines einzelnen Instituts eher tolerieren, gleichzeitig aber mehr Gewicht auf die Begrenzung der Dominoeffekte von Problemen im Finanzsystem legen. In diese Richtung gehen auch die derzeitigen Bemühungen um die Modernisierung der Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme an den Großkundenmärkten ebenso wie Initiativen, das internationale Finanzsystem in Bereichen wie Transparenz, Infrastruktur und Lastenverteilung zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor zu verbessern. Die Festlegung der angemessenen Aufteilung der aufsichtsrechtlichen Zuständigkeiten sowohl innerhalb der einzelnen Länder als auch zwischen ihnen ist ein notwendiger erster Schritt; der kritische zweite Schritt ist dann jedoch deren Durchsetzung.

Konglomerate ...

... stellen  
Aufsicht vor  
besondere Herausforderungen ...

... sowohl  
hinsichtlich  
Verfahren ...

... als auch  
hinsichtlich  
Wirkungsbereich

## IX. Schlußbemerkungen: Risiken und Präventivmaßnahmen aufzeigen

Trotz der traumatischen Ereignisse in Asien werden die Wirtschaftsaussichten für die übrige Welt noch als allgemein positiv eingeschätzt. Die langanhaltende Expansion in den USA und im Vereinigten Königreich soll sich den Prognosen zufolge fortsetzen. Die europäische Wirtschafts- und Währungsunion soll im Zeitplan und mit einem breiten Teilnehmerkreis beginnen, während der Aufschwung in Kontinentaleuropa Fuß zu fassen scheint und sich ein wachsendes Vertrauen in die Wirtschaft abzuzeichnen beginnt. Nicht nur konnten schwerwiegende Ansteckungseffekte außerhalb Asiens bisher vermieden werden, manchmal wird sogar die Ansicht vertreten, daß auch in Asien selbst das Schlimmste überstanden sein könnte, da sich die Finanzmärkte dort in gewissem Umfang stabilisiert haben. In den meisten Industrieländern verzeichnen die Märkte für Vermögenswerte Rekorde, begleitet von einer außergewöhnlich hektischen Fusions- und Übernahmeaktivität und damit verbundenen Finanzierungen. Auf einer grundsätzlicheren Ebene wurden die Ereignisse in Asien bisweilen sogar positiv interpretiert und als Bestätigung für die Dominanz des marktbestimmten Wachstumsmodells gesehen, das seit den siebziger Jahren immer mehr in Mode gekommen ist.

Ebenso wie die Mode können sich aber auch die wirtschaftlichen Gegebenheiten recht rasch ändern, und alle Prognosen und Urteile in diesem Bereich sollten mit dem richtigen Maß an Bescheidenheit angegangen werden. Dies liegt zum einen darin begründet, daß die Wirtschafts- und Finanzwelt – wie die Asien-Krise deutlich gezeigt hat – ständigen Änderungen unterliegt und Einschätzungen des Liquiditätsrisikos, des Marktrisikos und des Kreditrisikos durch ihr Zusammenwirken zu Multiplikatoreffekten und unvorhersehbaren Ergebnissen führen können. Und wenn wirtschaftliche Entwicklungen soziale und politische Auswirkungen haben, kann die Unsicherheit noch größer werden. Zum anderen scheint der Erfolg nur allzuoft den Keim des Scheiterns in sich zu tragen. Um es in wenigen Worten zu sagen: Ein übergroßer Optimismus hat das Urteilsvermögen der Märkte und der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger gleichermaßen beeinträchtigt.

Mexiko beispielsweise wurde Anfang der neunziger Jahre für seine Deregulierungspolitik und seine Sparmaßnahmen im Staatshaushalt hoch gelobt und von den Märkten belohnt, und das gleiche galt für viele asiatische Länder (auch für Japan) wegen ihrer enormen Spar- und Investitionsquoten. Dennoch schlug die Stimmung an den Märkten später sehr rasch ins Gegenteil um. In Mexiko wurde festgestellt, daß die Deregulierung, insbesondere die Deregulierung im Finanzsektor, zu einem Konsumboom und einer auf Dauer unhaltbaren Leistungsbilanzposition geführt hatte. Bei etlichen asiatischen Ländern gelangten die Märkte zu der Erkenntnis, daß eine hohe gesamtwirtschaftliche Ersparnis nicht von



ungetrübtem Vorteil war, wenn sie mit unrentablen Investitionen einherging, die die Preise von Vermögenswerten wohl auf Jahre hinaus nach unten drücken würden.

In diesen beiden und vielen anderen Fällen schienen der Höhenflug und die anschließende steile Talfahrt einem sehr ähnlichen Verlaufsmuster zu folgen. Gute gesamtwirtschaftliche Eckdaten im Inland zogen übersteigerte Ausgaben nach sich, gestützt durch Inlandskredite. In diesem Umfeld erkannten zunächst die besonnenen ausländischen Kreditgeber Ertragschancen, und ihre Geschäfte zogen dann das Geld der weniger besonnenen an. Strukturelle Veränderungen der Finanzsysteme auf der ganzen Welt verliehen dieser Entwicklung zusätzlichen Auftrieb. Die Deregulierung in den aufstrebenden Volkswirtschaften hatte häufig zur Folge, daß Kredite leichter verfügbar wurden, während sich viele Finanzinstitute aufgrund des erhöhten Wettbewerbsdrucks in den Industrieländern neuen Märkten zuwandten, in der Zuversicht, dort die schrumpfenden Inlandsrenditen kompensieren zu können. Als dieser übermäßige Optimismus auf Seiten der Schuldner wie auch der Kreditgeber schließlich jäh enttäuscht wurde, waren die Konsequenzen für alle Beteiligten schmerzhaft und kostspielig.

Ein ähnlicher übersteigter Optimismus kann auch die wirtschaftspolitischen Entscheidungen beeinträchtigen. Ob in den aufstrebenden Volkswirtschaften oder in den Industrieländern, es ist stets schwierig, die Wirtschaftspolitik in kleinen Schritten zu ändern, um Krisen zu vermeiden, und das um so mehr, wenn die Öffentlichkeit überzeugt ist, daß die Wirtschaftsaussichten weiterhin ausgezeichnet seien. Selbst der weitgehende Erfolg bei der Inflationsbekämpfung kann mit Gefahren verbunden sein, wenn er unbeabsichtigtweise das Entstehen von Preisblasen bei Vermögenswerten begünstigt, gleichzeitig aber den geldpolitischen Spielraum für ihre Begrenzung reduziert. Wenn bei dem nachlassenden Preisauftrieb die Nominalzinsen und sogar die Realzinsen zurückgehen, kann es durchaus dazu kommen, daß sich die Anleger andernorts nach höheren Renditen umsehen. Höhere Renditen aber, ob bei inländischen Aktien oder bei Auslandsanlagen, sind leider nur bei einem entsprechend höheren Risiko zu erzielen.

Eine Geldpolitik, die die traditionellen Meßgrößen für die Inflation in den Mittelpunkt stellt, basiert meist auf dem Argument, daß höhere Preise von Vermögenswerten grundsätzlich ignoriert werden können, solange sie sich nicht nachweislich in der Entwicklung der Verbraucherpreise niederschlagen. Das stimmt zwar, gleichzeitig ist aber zu bedenken, was es für die Stabilität der Finanzsysteme bedeutet, wenn die von Finanzinstituten bereitgestellten Mittel verwendet werden, um das Entstehen einer am Ende platzenden Preisblase bei Vermögenswerten zu unterstützen. Dann steht die Geldpolitik möglicherweise vor der schwierigen Entscheidung, entweder die Zinssätze anzuheben, um dem Entstehen der Preisblase entgegenzuwirken, und dafür ein wenig unterhalb des Inflationsziels zu bleiben oder nichts zu tun und schließlich das Ziel deutlich zu unterschreiten. Dies kann besonders dann passieren, wenn sich die Wiederankurbelung der Wirtschaft – wie es die japanische Erfahrung zu zeigen scheint – als besonders schwierig erweist, weil niedrige Inflationsraten wenig Spielraum für einen Rückgang der Realzinsen lassen. Der Anstieg der Immobilienpreise, der die Hausse an den Wertpapiermärkten der meisten westlichen Industrieländer begleitete, reicht zwar bei weitem nicht an das asiatische Ausmaß heran, aber die

jüngste Beschleunigung des Geldmengenwachstums in den Industrieländern verdient dennoch Beachtung.

Natürlich soll hier nicht der Eindruck erweckt werden, daß Wirtschaftswachstum, Deregulierung und niedrige Inflation vermieden werden sollten, weil sie mit Risiken verbunden sein könnten. Vielmehr erscheinen drei fundiertere Schlußfolgerungen angebracht. Erstens: Ein besseres Verständnis der Dynamik makroökonomischer Prozesse könnte uns in die Lage versetzen, Probleme abzuwenden, bevor ein zu großer Schaden entsteht. Zweitens: Die Marktliberalisierung muß energisch, aber mit Umsicht vorangebracht werden. Und drittens: Es müssen Anstrengungen unternommen werden, um die Solidität der Finanzsysteme überall zu verbessern, damit die Widerstandskraft gegen die größeren Schocks gestärkt wird, die an freieren Märkten zu erwarten sind.

### Gesamtwirtschaftliche Aussichten und Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik

Durch die langanhaltende Divergenz der jeweiligen Stellung der großen Industrieländer im Konjunkturzyklus sind gewisse Spannungen entstanden. Insbesondere hat die relative Nachfragestärke in den USA (und im Vereinigten Königreich) zu einer kräftigen Währungsaufwertung und einer damit verbundenen Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos geführt. Dem standen wachsende Leistungsbilanzüberschüsse in Japan und Kontinentaleuropa gegenüber. Prognosen des IWF und der OECD lassen außerdem darauf schließen, daß die erwartete Verbesserung der asiatischen Handelsbilanzsalden ihren Gegenposten zum größten Teil in den USA finden wird, so daß das US-Leistungsbilanzdefizit in Relation zum BIP Rekordnähe erreichen dürfte.

Dies ist mit zweierlei Gefahren verbunden. Erstens könnten die Märkte angesichts des Anstiegs der US-Auslandsverschuldung die Geduld verlieren und den Dollar drastisch nach unten drücken. Damit würde die willkommene stark inflationshemmende Wirkung der Dollaraufwertung verlorengehen, und es würde noch wahrscheinlicher, daß die Geldpolitik angesichts sich abzeichnender Kapazitätsengpässe in den USA wieder restriktiver wird. Sollte ein solcher Prozeß in Gang kommen, wäre wohl auch ein entsprechender Rückgang der Preise von Vermögenswerten zu erwarten, der seinerseits beträchtliche Konsequenzen für die Konsumausgaben und die Verbraucherstimmung in den USA haben könnte, da Finanzvermögenswerte in den Portefeuilles der privaten Haushalte an Bedeutung gewonnen haben. Zweitens birgt die Dollarstärke die Gefahr, daß in den USA auf protektionistische Maßnahmen zurückgegriffen wird. Die lebhaftere Wirtschaftsentwicklung hat diese Tendenzen in den Hintergrund treten lassen, aber eine deutliche Wachstumsabschwächung könnte sie schnell wieder an die Oberfläche bringen.

Jede Bedrohung des anhaltenden, inflationsfreien Wachstums in den USA könnte noch weiterreichende Auswirkungen haben. Die jüngste Nachfragebelebung in Europa könnte bewirken, daß die europäischen Volkswirtschaften eine Aufwertung ihrer Währungen besser verkraften können, doch für Japan gilt dies nicht. Ein allgemeiner Zinsanstieg, ob von den USA oder von Europa ausgehend, könnte überdies einen weiteren Abzug von Mitteln aus den aufstrebenden



Volkswirtschaften bewirken und außerdem an allen Märkten die längst überfällige Neubewertung des Kreditrisikos auslösen. Die Folgen einer solchen Neubewertung lassen sich kaum abschätzen, wenn man bedenkt, daß sich die internationalen Interbankeinlagen mit über \$ 700 Mrd. im vergangenen Jahr fast vervierfacht haben und daß die internationalen Wertpapieremissionen kürzlich historische Höchststände erreichten.

Natürlich ist dies ein gedachtes Szenario und keine Prognose. Eine Prognose würde das Leistungsbilanzproblem in den USA zu Recht wohlwollender beurteilen und darauf verweisen, daß die Nettoauslandsverschuldung in Relation zum BIP zwar ansteigt, aber nach wie vor niedrig ist (wobei der Schuldendienst sogar noch niedriger ist) und daß die unangefochtene Position des Dollars als wichtigste Reservewährung der Welt ihm vorerst helfen wird, seinen Wert zu wahren. Aber nur durch das Aufzeigen von Gefahren wird die Aufmerksamkeit auf Maßnahmen zur Gefahrenverhütung gelenkt. Im Prinzip würde dies bedeuten, daß die Nachfrage in den Industrieländern mit schwächerem Wirtschaftswachstum gefördert und in anderen gebremst werden müßte. Die praktische Durchführung solcher Maßnahmen stößt jedoch in vielen Ländern auf Hindernisse. Die Fiskalpolitik zur Ankurbelung der Nachfrage einzusetzen könnte beispielsweise in manchen Ländern mit mittelfristigen Zielsetzungen für die Haushaltskonsolidierung kollidieren, während eine Lockerung der Geldpolitik die Gefahr eines weiteren Preisauftriebs bei den Vermögenswerten mit sich bringen würde.

Betrachtet man die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, so könnten die Wachstumsaussichten durch ein rasches und vor allem auch engagiertes Handeln auf politischer Ebene im Sinne der Vorgaben des Internationalen Währungsfonds in den Ländern, wo ein solches Engagement noch nicht gegeben ist, wirkungsvoller aufgehellt werden als durch alles andere. Dies würde dazu beitragen, das Vertrauen in die Wirtschaft wiederherzustellen, da es einen Rückgang der Zinssätze und eine Festigung der unterbewerteten Währungen erlauben würde. Dann würde die Last des inländischen und internationalen Schuldendienstes erträglicher, die Kreditaufschläge dürften sich verringern, und die Verfügbarkeit von Auslandskrediten dürfte sich wieder verbessern. Natürlich dürfte das politische Engagement der Programmländer leichter erreichbar sein, wenn sich die Empfehlungen des IWF auf die Wiederherstellung der Finanzstabilität und auf traditionelle Maßnahmen zur Gewährleistung des Zahlungsbilanzgleichgewichts beschränken würden.

Um die asiatischen Volkswirtschaften wieder mit Liquidität zu versorgen, wäre bei vielen von ihnen außerdem eine frühzeitige, transparente und politisch neutrale Umstrukturierung des inländischen Bankensystems notwendig. Bis jetzt hat es – außer in Indonesien – noch keine Kreditrationierung mexikanischen Ausmaßes gegeben, aber es muß dafür gesorgt werden, daß es in anderen asiatischen Ländern nicht so leicht zu einer solchen Entwicklung kommt. Hier mag eingewendet werden, daß eine Umstrukturierung ihrerseits zur Kreditrationierung beitrage, doch dürfte die Geschichte gerade das Gegenteil lehren. Das Schließen der schwächsten Banken und die solide Rekapitalisierung der übrigen muß keine Probleme verursachen, auch wenn die Aufgabe natürlich heikel ist. Vielmehr tritt eine Kreditrationierung dann am häufigsten auf, wenn die Behörden eine anhaltende Unsicherheit hinsichtlich der Solidität der Banken dulden, insbesondere

wenn bei den Banken gleichzeitig Unsicherheit hinsichtlich der Solidität ihrer Kunden besteht. Ferner ist der Tatsache Rechnung zu tragen, daß eine optimale Politik ohnehin nicht garantiert werden kann und daß auf jeden Fall mit einer gewissen Wirkungsverzögerung gerechnet werden muß. Geht man von einer – möglicherweise auch längeren – Übergangsphase schwachen Wachstums aus, so betonen die Weltbank und andere völlig zu Recht, daß das Elend der ärmsten Teile der Bevölkerung, die die schwerste Last der Asien-Krise tragen, abgefedert werden muß.

Das Wachstum in Japan wieder in Gang zu bringen wird keine leichte Aufgabe sein, nachdem die Lösung der anstehenden Probleme, die den erst jüngst ans Licht gekommenen Schwierigkeiten in anderen asiatischen Ländern in gewisser Weise ähneln, fast ein Jahrzehnt lang auf die lange Bank geschoben wurde. In der Zwischenzeit haben die Zuversicht der Verbraucher und die finanzielle Lage der Unternehmen wie auch der Banken sehr stark gelitten. Die Erfahrung Japans sollte als Anschauungsunterricht dafür dienen, daß nach dem Platzen einer Preisblase entschlossene Maßnahmen notwendig sind, um die Stabilität rasch wiederherzustellen. Aber es ist auch jetzt noch nicht zu spät, das Bankensystem ähnlich wie oben vorgeschlagen umzustrukturieren und die Wirtschaft durch permanente Steuersenkungen zugunsten derjenigen Wirtschaftsakteure, die mit der größten Wahrscheinlichkeit das zusätzliche Einkommen im derzeitigen Umfeld ausgeben werden, weiter anzukurbeln. Dies ist um so notwendiger, als eine geldpolitische Lockerung immer ineffektiver zu werden scheint, weil die Liquiditätspräferenz im Inland (zum Teil im Zusammenhang mit Bedenken wegen der Verfassung der Banken) stark zugenommen hat und befürchtet wird, ein schwächerer Yen könne die Spannungen im Handel mit den USA noch verschärfen. Letzteres ist möglicherweise unbegründet, da das US-Leistungsbilanzdefizit als Folge einer vollbeschäftigten Wirtschaft und einer relativ niedrigen Sparquote in erster Linie binnenwirtschaftlichen Ursprungs ist, aber diese Befürchtungen scheinen dennoch eine politische Realität zu sein.

Eine der Entwicklungen der jüngsten Zeit, die mit der Asien-Krise im Zusammenhang steht, wird zur Unterstützung der Nachfrage in Japan und vielen anderen Ländern beitragen. Der jüngste Rückgang der Preise für Öl und andere Rohstoffe bedeutet für alle größeren Industrieländer und für viele aufstrebende Volkswirtschaften einen positiven Terms-of-Trade-Schock, der zur Erhöhung des verfügbaren Einkommens beitragen wird. Außerdem hilft er, das US-Handelsbilanzdefizit in absoluter Betrachtung zu reduzieren, wenngleich er die Überschüsse in Japan und Europa weiter vergrößert. Der Nachteil ist, daß die Kosten dieser Entwicklung von einer begrenzten Zahl von Ländern zu tragen sein werden, vor allem von den wichtigsten Ölexportländern, denen die Anpassung möglicherweise nicht leichtfallen wird. Sowohl in Mexiko als auch in Rußland machen die Ölexporte immer noch rund ein Drittel der staatlichen Einnahmen aus, und der sich ergebende Haushaltsengpaß wird deutliche Kürzungen der Staatsausgaben mit sich bringen. In Saudi-Arabien, Venezuela, Nigeria und Indonesien werden sich ähnliche Probleme stellen. Insgesamt betrachtet dürfte der Rückgang der Rohstoffpreise die Nachfrage weltweit dämpfen, weil diejenigen, die Einbußen erleiden, zu Anpassungen gezwungen sind, diejenigen, die begünstigt sind, hingegen nicht.



In Europa steht die Währungsunion kurz vor der Vollendung, und die Aussichten für ein inflationsfreies Wachstum sowie die Auswirkungen auf die Geldpolitik müssen zunehmend auf aggregierter Basis beurteilt werden. Wenn die deutschen und die französischen Zinssätze derzeit so festgelegt sind, daß sie für diese beiden Länder separat betrachtet angemessen sind, dürften die angemessenen Zinssätze für den Euro-Raum als Ganzes in Anbetracht des Konjunkturvorsprungs einiger anderer Mitgliedsländer etwas darüber liegen. Diese Schlußfolgerung bedarf jedoch dreier wichtiger Einschränkungen. Erstens würde eine weitere Haushaltskonsolidierung und Strukturanpassung in Europa die Notwendigkeit einer solchen strafferen Geldpolitik vermindern. Zweitens würde eine etwaige Abschwächung des Dollars gegenüber den europäischen Währungen den Preisauftrieb weiter dämpfen. Drittens schließlich steht die abschließende Beurteilung der genauen Folgen der Asien-Krise für Europa noch aus. Wirklich klar ist möglicherweise nur, daß die Europäische Zentralbank die konjunkturelle Situation sowohl vor dem 1. Januar 1999 als auch danach mit großer Sorgfalt wird überwachen müssen.

Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich würden Engpässe am Arbeitsmarkt, ein sich verschlechternder Handelsbilanzsaldo und ein sprunghafter Preisanstieg bei den Finanzvermögenswerten auf ein zunehmendes Inflationsrisiko hindeuten. Dann könnte eine weitere geldpolitische Straffung sinnvoll erscheinen, wenngleich auch noch andere Risiken bestehen. Höhere Zinssätze, insbesondere in den USA, würden das Problem der hochverschuldeten aufstrebenden Volkswirtschaften verschärfen und könnten für die inländischen Aktienkurse und die Wechselkurse Folgen unvorhersehbarer Größenordnung haben. In Anbetracht der Situation würde eine weitere Verschärfung des haushaltspolitischen Sparkurses helfen, sowohl den kurzfristigen konjunkturellen Anforderungen gerecht zu werden als auch den längerfristigen Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte zu begegnen. Daß es dazu kommen wird, kann jedoch in keinem der beiden Länder als sehr wahrscheinlich bezeichnet werden.

## Liberalisierung im Finanzsektor und struktureller Wandel

Als sei die Aufgabe der Wirtschaftspolitik nicht schon schwierig genug, muß sie ihre Entscheidungen auch noch zunehmend vor dem Hintergrund anhaltender Liberalisierung und strukturellen Wandels an den Finanzmärkten treffen. Hierbei spielen drei wichtige Entwicklungen eine Rolle. Erstens verschärft sich der Wettbewerb im Bereich der Finanzdienstleistungen weltweit immer mehr, und die traditionellen Bankinstitute geraten bereits jetzt besonders unter Druck. Dies könnte sich durchaus im geldpolitischen Transmissionsmechanismus niederschlagen. Zweitens erschweren die Umschwünge der Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften dort erheblich die Formulierung der Wirtschaftspolitik. Drittens wird die Errichtung der WWU die Aufgabe der Wirtschaftspolitik in Europa in einen neuen Kontext stellen. All diese Entwicklungen sind auch unter aufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten bedeutsam; hierauf wird weiter unten noch eingegangen.

Ein wachsender Anteil der Ersparnis der Industrieländer wird von Nichtbankfinanzintermediären aufgenommen. Dieser Trend wird sich wahrscheinlich sogar

noch beschleunigen, da sich die Erkenntnis durchsetzt, daß die auf dem Umlageverfahren basierenden Rentenversicherungssysteme in Europa und anderen Regionen nicht ausreichen dürften, um den künftigen Bedarf zu decken. Es läßt sich die Ansicht vertreten, daß sich diejenigen, die diese Mittel verwalten, anders verhalten werden als die herkömmlichen Banken, wenngleich nicht unbedingt besser oder schlechter. Beispielsweise dürfte die zunehmende Tendenz der privaten Sparer, längerfristige Ersparnisse in Aktienfonds anzulegen, zu der jüngsten Hausse an den weltweiten Aktienmärkten beigetragen haben. Es ist nicht leicht vorherzusagen, wie diese Sparer bei einer ausgeprägten Korrektur der Aktienkurse reagieren würden.

Auch von den Wertpapiermärkten wird das traditionelle Bankkreditgeschäft immer stärker unter Druck gesetzt, und um ihre Marktanteile zu verteidigen, engagieren sich die Banken zunehmend selbst im Wertpapiergeschäft. Die durch die Asien-Krise nur vorübergehend unterbrochene generelle Verengung der Zinsspannen zeigt an, wie groß dieser Wettbewerbsdruck ist, und sie ist auch einer der Gründe, weshalb die Kreditexpansion in einigen Ländern ausgeprägter war, als vielleicht zu erwarten gewesen wäre. Der effektive Wegfall der Beschränkungen des Glass-Steagall-Gesetzes in den USA, der „Big Bang“ in Japan am 1. April dieses Jahres und der von der Einführung des Euro zu erwartende Impuls für den internationalen Wettbewerb lassen überdies vermuten, daß sich der Strukturwandel und der Konkurrenzdruck noch intensivieren werden.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften dürften diese Trends und das damit verbundene Renditenstreben schon zu spüren bekommen haben. Die Nettozuflüsse internationalen Kapitals, größtenteils in Form kurzfristiger Bankkredite, stiegen von praktisch null im Jahr 1989 auf einen Höchstwert von fast \$ 170 Mrd. im Jahr 1996, bis sie in jüngster Zeit durch beträchtliche Nettokapitalabflüsse abgelöst wurden. Diese Umschwünge waren enorm schwierig zu verkraften, denn mit dem zufließenden Kapital wurde zumeist ein bereits vorhandener Nachfrageboom alimentiert, während die Kapitalabflüsse Krisen auslösten. Mehr Wechselkursspielraum nach oben hätte sicherlich dazu beigetragen, die Kapitalströme zu begrenzen, da dann an den Devisenmärkten ein beidseitiges Risiko bestanden hätte; die Erfahrung in Mexiko Anfang der neunziger Jahre hat aber gelehrt, daß dies kein Allheilmittel ist. Vor dem Hintergrund der jüngsten Ereignisse in Asien wird wieder über die Vor- und Nachteile von Kapitalverkehrsbeschränkungen debattiert, und die Diskussion wird noch angeheizt durch den Vorschlag, das Übereinkommen über den Internationalen Währungsfonds dahingehend zu ändern, daß der IWF ein explizites Mandat erhält, auf die Liberalisierung des Kapitalverkehrs hinzuwirken.

Die Befürworter strikterer Kapitalverkehrsbeschränkungen argumentieren, daß Ländern mit hohen Sparquoten oftmals schon die richtige Allokation des inländischen Kapitals Probleme bereitet. Sie verweisen außerdem auf die kürzerfristigen Probleme der makroökonomischen Instabilität und gehen generell davon aus, daß es an den internationalen Finanzmärkten leicht zu destabilisierenden Verhaltensweisen kommen kann. Der Ansatz des IWF konzentriert sich demgegenüber auf das längerfristige Ziel der mikroökonomischen Effizienz bei der Allokation des Kapitals, gekoppelt mit der Überzeugung, daß es weniger verzerrende Methoden zur Bekämpfung potentieller kurzfristiger makroökonomischer



Probleme gibt. Soweit diese Probleme durch das „Herdenverhalten“ der Banken verursacht werden, was zuletzt tatsächlich der Fall gewesen zu sein scheint, werden im Zusammenhang mit Krisenprävention und Krisenmanagement im nächsten Abschnitt mögliche Gegenmaßnahmen erörtert. Es gibt sicherlich keine Patentlösung für dieses alte Problem, das einen Trade-off zwischen längerfristiger Effizienz und Stabilität beinhaltet. Es scheint sich jedoch ein Konsens herauszubilden, daß eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs zwar erstrebenswert ist, aber mit größter Sorgfalt durchgeführt werden muß und daß Kapitalzuflüsse mit längeren Laufzeiten den kürzerfristigen vorzuziehen sind. Sollte die vorgeschlagene Änderung des IWF-Übereinkommens verabschiedet werden, dürfte als erstes der Druck auf die aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmen, als notwendige Voraussetzung für eine nachfolgende Liberalisierung des Kapitalverkehrs ihre Finanzsysteme zu stärken. Dies wäre begrüßenswert.

Die dritte wesentliche strukturelle Veränderung an den Finanzmärkten ist die Einführung des Euro, und die entsprechenden Vorbereitungen sind schon weit gediehen. Die neugegründete Europäische Zentralbank wird bei der Durchführung der Geldpolitik zunächst eine Reihe von Übergangsproblemen berücksichtigen müssen. Es wird eine Weile dauern, bis der geldpolitische Transmissionsmechanismus am integrierten Markt in vollem Umfang bekannt ist, und erhoffte Steigerungen der Wettbewerbskräfte könnten durchaus zu weiteren Änderungen der zugrundeliegenden Struktur im Finanzsektor führen. Mit besonders großer Wahrscheinlichkeit wird sich dies auf kurze Sicht in den Geldmengenaggregaten niederschlagen, so daß möglicherweise zumindest für eine gewisse Zeit eine eher eklektische Kombination aus Geldmengen- und Inflationssteuerung angezeigt sein wird. Mit wachsender Glaubwürdigkeit der EZB werden sich auch – in positiver Weise – die Auswirkungen auf die Lohn- und Preisbildung verändern.

Die längerfristige Durchführung der Wirtschaftspolitik im Euro-Raum wird natürlich durch die Einführung der Einheitswährung beeinflußt werden. Länder, bei denen die Lohn- und Preisentwicklung von der ihrer Konkurrenten abweicht, haben nicht mehr die Möglichkeit der Währungsabwertung. Die notwendige Anpassung wird durch entsprechende Veränderungen der inländischen Löhne und Preise herbeigeführt werden müssen, wenn ein Anstieg der Arbeitslosigkeit im Inland verhindert werden soll. Die Ankerfunktion eines transparenten Inflationsziels für den gesamten Währungsraum wird die Anpassung zwar erleichtern, es bedarf jedoch darüber hinaus viel weitreichenderer Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten. In einigen Ländern wurden hier erhebliche Fortschritte erzielt, aber insgesamt stellt sich die Lage in Europa hinsichtlich solcher Reformen leider sehr unterschiedlich dar. Es ist zu hoffen, daß die Einführung des Euro auch als Katalysator für notwendige strukturelle Veränderungen überall in Europa wirken wird.

## Krisenprävention und Krisenmanagement

Die Mexiko-Krise und die Asien-Krise waren einander darin ähnlich, daß Zahlungsbilanzschwierigkeiten in Verbindung mit einem schwachen inländischen Finanzsystem katastrophale Folgen hatten. Allerdings unterschieden sie sich dadurch, daß in Mexiko eine übermäßige Konsumnachfrage und in Asien eine

übermäßige Investitionstätigkeit für die Krise maßgeblich war. Außerdem waren im Falle Mexikos in erster Linie ein staatlicher Schuldner und Nichtbankgläubiger in die Krise verwickelt, in Asien dagegen vor allem private Schuldner und Bankgläubiger. Nun sind zwei Krisen niemals gleich, was die Suche nach Maßnahmen zur Verhinderung bzw. Bewältigung erschwert, aber einige Empfehlungen lassen sich dennoch geben.

Krisenprävention erfordert zunächst einmal solide inländische Finanzsysteme. Mit den *Basler Grundsätzen für eine wirksame Bankenaufsicht* steht ein wichtiger Baustein für Verbesserungen in diesem Bereich zur Verfügung; ihre Umsetzung wird jedoch nicht leicht sein. Bei den Banken ebenso wie bei den Aufsichtsbehörden besteht derzeit ein großer Mangel an qualifizierten Mitarbeitern, dessen Behebung umfassende Aus- und Fortbildungsbemühungen erfordern, viele Jahre dauern und umfangreiche Ressourcen binden wird. Ein noch gravierenderes Problem könnte der politische Reformwiderstand derjenigen sein, die vom bestehenden System begünstigt werden. Wenn die Marktdisziplin und der Druck von Aufsichtsbehörden und Politikern in reformfreudigeren Ländern nicht ausreichen, um diese Hindernisse zu überwinden, muß eventuell daran gedacht werden, Banken aus Ländern mit unzureichenden Aufsichtsstandards die Lizenz zu entziehen.

Darüber hinaus bedarf es möglicherweise auch in anderen Bereichen internationaler Standards, um die Solidität der Finanzsysteme zu gewährleisten. Von den G10-Zentralbankpräsidenten eingesetzte Ausschüsse bei der BIZ untersuchen derzeit in einer Reihe von Bereichen, inwieweit die Erarbeitung solcher Richtlinien oder Grundsätze notwendig und durchführbar ist. Auf jeden Fall nötig sind beispielsweise klare, international vergleichbare und transparente Rechnungslegungsstandards. Wenn nicht klar ist, was die im Rechnungswesen der Unternehmen ausgewiesenen Zahlen bedeuten, ist es unmöglich, die Qualität von Krediten oder den Zustand der diese Kredite vergebenden Banken zu beurteilen. Die ungewisse Aussagekraft der Abschlüsse der Banken verstärkt die Undurchsichtigkeit in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften und sogar einigen Industrieländern noch. Beide Probleme müssen dringend angegangen werden. Darüber hinaus ist in allen Ländern ganz allgemein größere Transparenz und Offenlegung hinsichtlich der Finanzaktivitäten des privaten wie auch des öffentlichen Sektors erforderlich.

Die Krisenprävention geht jedoch über das Vorhandensein eines soliden Finanzsystems hinaus. Notwendig sind außerdem angemessene Indikatoren für Faktoren, die die gesamtwirtschaftliche Stabilität bedrohen könnten, sei es aufgrund neuer Entwicklungen im Bankensystem oder in anderen Bereichen. Ferner müssen Anreize geschaffen werden, um sicherzustellen, daß diejenigen, die handeln sollten, dies auch tun, bevor eine Krise ausbricht. Aus den oben genannten Gründen ist die Frage des Indikators jedoch ein schwieriges Problem. Gefährliche Übersteigerungen gründen sich im allgemeinen auf gute Fundamentaldaten, und es ist nicht leicht zu erkennen, wann die Grenze überschritten wird. Für die Prognose von Zahlungsbilanzkrisen wie auch von Bankenkrisen wurden eine Reihe empirischer Modelle entwickelt, doch sie alle haben den Mangel, daß sie zu oft Krisen vorhersagen, die niemals eintreten. Derartige Unsicherheiten dürften einer der Gründe sein, weshalb die öffentlichen Institutionen nur ungern entsprechende



Vorhersagen treffen und die Rating-Agenturen bei frühen Anzeichen von Problemen nicht gleich reagieren.

Die Frage der Anreize für ein vorbeugendes Handeln ist ebenfalls problematisch. Betrachten wir die Mexiko- und die Asien-Krise sowie die Wirkungsweise der Marktdisziplin. In beiden Fällen setzten sich die Kapitalzuflüsse fort, obwohl allgemein verfügbare Statistiken klar anzeigten, daß der Bestand an Tesobonos und anderen kurzfristigen Verbindlichkeiten (Mexiko) bzw. der Umfang der kurzfristigen internationalen Bankkredite (Asien) drastisch gestiegen war. Diese Zahlen wurden gemeinhin ignoriert, wenn es im Falle Asiens auch einige Hinweise gibt, daß Nichtbankfinanzinstitute durchaus Mittel abzogen, bevor die Krise ausbrach. Es muß dringend untersucht werden, welche Mechanismen die Banken veranlaßten, ihr Engagement gegenüber den betreffenden Ländern weiter auszubauen, obwohl bereits Warnsignale gegeben worden waren, in manchen Fällen sogar aus den Banken selbst. So könnte eine Rolle spielen, daß die Beträge, um die es ging, aus der Sicht der Anleger relativ gering waren, auch wenn sie für die Empfänger ein gefährliches Ausmaß angenommen hatten. Wenn solche externen Effekte nachgewiesen werden könnten, wäre dies bereits ein Argument für ein Eingreifen irgendeiner Art von offizieller Seite.

Der öffentliche Sektor muß sich außerdem die Frage stellen, ob seine eigene Anreizstruktur nicht in mindestens drei Bereichen der Verbesserung bedarf. Ein möglicher Grund für das Ausmaß, das die internationalen Bankkredite in Asien erreichten, war das Vorhandensein öffentlicher Sicherheitsnetze für Schuldner wie für Gläubiger, die praktisch jede Art des Risikos abzufedern schienen. Da die meisten ausländischen Kredite an inländische Banken vergeben wurden, wurde das Kreditrisiko geringer eingeschätzt, weil die ausländischen Kreditgeber erwarteten, daß die Banken durch den Staat unterstützt würden. Bedenken hinsichtlich des Liquiditätsrisikos dürften durch die Reihe von Liquiditätshilfen abgeschwächt worden sein, die von der internationalen Staatengemeinschaft bei früheren Gelegenheiten organisiert worden waren, so notwendig diese Maßnahmen im Einzelfall auch waren. Das Marktrisiko schließlich wurde deshalb als geringer eingeschätzt, weil die meisten Asien-Kredite kurzfristiger Natur waren und auf Fremdwährung lauteten.

Eine zweite Frage für den öffentlichen Sektor ist, ob die detaillierte Spezifizierung aufsichtsrechtlicher Eigenkapitalkoeffizienten die Attraktivität kurzfristiger Interbankkredite in besonderem Maße erhöhte. Wenn dies der Fall ist, müssen die verschiedenen Argumente für diese Spezifizierungen neu beurteilt werden. Zum dritten kann die Frage gestellt werden, ob in den Kreditgeber- und in den Schuldnerländern die richtigen Anreize für die Aufsichtsbehörden vorhanden sind, prompt zu handeln, bevor es zu einer Krise kommt. Ebenso wie die Währungsbehörden müssen auch die Aufsichtsbehörden heutzutage ein klares und in sich schlüssiges Mandat besitzen, über Handlungsbefugnisse verfügen, um ihre Ziele verfolgen zu können, und der Öffentlichkeit gegenüber für ihre Handlungen rechenschaftspflichtig sein. Sind diese Voraussetzungen nicht gegeben – und sie sind es keineswegs überall –, sind möglicherweise auch die Aufsichtsbehörden versucht, von Eingriffen abzusehen.

Auch wenn die Asien-Krise noch nicht endgültig überwunden ist, lassen sich doch bereits einige Aspekte in bezug auf die Probleme des Krisenmanagements

aufzeigen. Erstens muß der private Sektor zu einem gewissen Grad dazu bereit sein, Schuldner, an die er in der Vergangenheit allzu leichtfertig Kredite gewährt hatte, weiter mit Mitteln zu versorgen. Damit soll nicht nur das Problem des „moral hazard“ vermieden, sondern auch einer simplen Tatsache Rechnung getragen werden: Die Kapitalströme haben inzwischen ein solches Ausmaß angenommen, daß mit öffentlichen Mitteln unmöglich alle Löcher gestopft werden können, die sich bei einer Umkehr der Kapitalzuflüsse potentiell ergeben könnten. Daher ist eine bessere Lastenverteilung erforderlich. Eine zweite Überlegung setzt bei der Erkenntnis an, daß die Drohung einer einseitigen Zahlungseinstellung helfen könnte, die Banken früher an den Verhandlungstisch zu bringen. Eine solche Drohung wäre glaubwürdiger, wenn die internationalen Finanzorganisationen im voraus ihre Bereitschaft versichern würden, trotz Zahlungsrückständen weiterhin notwendige Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, wenn die Wirtschaftspolitik des betreffenden Landes als akzeptabel erachtet wird. Die Minister und Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe haben den Vorschlag unterstützt, daß der IWF sein Vorgehen in dieser Hinsicht überprüfen sollte. Ferner legten die G10-Stellvertreter nach der Mexiko-Krise eine Reihe von Empfehlungen vor, wie das Krisenmanagement erleichtert werden könnte. Keine dieser Empfehlungen ist bisher umgesetzt worden, wodurch die Frage aufgeworfen wird, was in dieser Richtung jetzt getan werden könnte und getan werden sollte.

Die Beantwortung von Fragen im Zusammenhang mit dem Krisenmanagement wird weiterhin von Bedeutung sein, denn Maßnahmen zur Krisenprävention werden niemals hundertprozentig zuverlässig sein. Diese Aussage zeugt nicht von Resignation, sondern von Realismus. Es ist zu hoffen, daß sie die Verantwortlichen dazu anhält, sich nicht nur noch stärker um die Förderung der Preis- und Finanzstabilität zu bemühen, sondern auch auf den Fall vorbereitet zu sein, daß die Entwicklung anders verläuft, als sie es sich vielleicht vorgestellt hätten. Angesichts der oft schwer abzuschätzenden Wechselwirkungen zwischen wirtschaftlichen, politischen und sozialen Faktoren ist die Annahme, daß sich letztlich alles zum Besten wenden wird, schlicht zu leichtfertig.





# Die Tätigkeit der Bank

## 1. Internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich

Auch im vergangenen Jahr nahm die Bank wieder ihre traditionelle Aufgabe der Förderung der internationalen Währungszusammenarbeit wahr. Sie organisierte regelmäßig Sitzungen über eine Vielzahl von Themen im Zusammenhang mit der Stabilität des Währungs- und Finanzsystems. Die Finanzkrise in Ostasien nahm bei diesen Sitzungen breiten Raum ein (s. unten). Weitere Themen im Währungsbereich waren Fragen zur Umsetzung und zur Taktik der Geldpolitik, die Geldpolitik und die Preise von Vermögenswerten sowie der Kurs der Geldpolitik bei niedriger Inflation. Einige Sitzungen waren Fragen im Zusammenhang mit der Verwaltung der Devisenreserven und den Maßnahmen der Zentralbanken bei Angriffen auf ihre Währung gewidmet. Die Diskussionen über die Stärkung der Finanzsysteme befaßten sich u.a. mit der Rolle der Regulierung und Offenlegung bei der Disziplinierung von Finanzinstituten und Märkten sowie mit den Auswirkungen struktureller Änderungen im Finanzsystem auf das Wesen des Systemrisikos. Hier konzentrierte sich das Interesse – nicht zuletzt angesichts des sich wandelnden institutionellen Rahmens in zahlreichen Ländern – auch auf die Rolle der Zentralbanken bei der Aufsicht über die Finanzinstitute und -märkte. Darüber hinaus organisierte und unterstützte die Bank erneut die regelmäßigen Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe (G10) über die weltweiten wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen.

Das rasche Tempo der weiterhin anhaltenden Finanzintegration und die damit verbundene Notwendigkeit, die internationale Zusammenarbeit auf einen größeren Länderkreis auszudehnen, spiegelten sich in der verstärkten Einbeziehung von Vertretern der Zentralbanken und anderer Aufsichtsgremien aus aufstrebenden Volkswirtschaften in die bei der Bank stattfindenden Sitzungen wider. In dieser Beziehung verlieh die Asien-Krise der Umsetzung früherer Initiativen erhöhte Dringlichkeit. Sie löste überdies neue Initiativen aus, u.a. die Gründung des BIZ-Instituts für Finanzstabilität. Dieses soll dem vermehrten Bedarf an Anleitung und Schulung bei der Umsetzung solider Grundsätze in allen Bereichen, die die Stabilität des Finanzwesens beeinflussen, Rechnung tragen. Die größere Hinwendung der Bank zu den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigte sich auch noch in anderer Weise. Was die Beziehungen nach außen betrifft, so schloß die Bank mit der Regierung der Volksrepublik China Verhandlungen über die Eröffnung einer Vertretung für Asien und die Pazifikregion in Hongkong ab. Diese Vertretung, die den Ausbau der Tätigkeit der Bank in dieser Region erleichtern wird, soll dazu beitragen, die Beziehungen und den Informationsaustausch unter den Zentralbanken und Währungsbehörden der Region weiter zu stärken. Innerhalb der Bank selbst wurden durch die Reorganisation und Rationalisierung des Generalsekretariats Ressourcen freigesetzt, mit denen die Kapazität der



Bankabteilung sowie der Währungs- und Wirtschaftsabteilung ausgebaut werden kann, so daß diese dem erweiterten Aktionärskreis der Bank besser dienen können.

Wie gewohnt nahm die Bank als Beobachter an den Sitzungen des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds sowie der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G10-Länder teil. Ferner war sie an der unten beschriebenen Arbeit von deren Stellvertretern beteiligt und stellte weiterhin das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen, die sich mit der Stabilität des internationalen Währungs- und Finanzsystems befassen.

#### *Basler Ausschuß für Bankenaufsicht*

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht arbeitete in seinem Haupttätigkeitsbereich erneut schwerpunktmäßig an der Weiterentwicklung der Aufsichtspolitik. Da die Finanzmärkte immer komplexer werden und traditionelle Abgrenzungen schwinden, ist die Aufgabe der Aufsicht sehr viel umfassender geworden. Die G10-Aufsichtsbehörden reagierten darauf mit Bemühungen, die Marktdisziplin zu verstärken und ein Umfeld zu schaffen, in dem für die Banken Anreize für ein umsichtiges und solides Verhalten bestehen. Der Basler Ausschuß hob daher vermehrt die Notwendigkeit größerer Markttransparenz und solider Risikomanagement-Grundsätze hervor. Die Offenlegung soll durch regelmäßige Erhebungen über das Handels- und Derivatengeschäft der Banken verbessert werden, und es wurden erste Arbeiten mit dem Ziel größerer Einheitlichkeit der Kreditbewertung und der Verfahren bei Kreditausfällen in Angriff genommen. Im vergangenen Jahr hat der Basler Ausschuß eine Reihe von Papieren im Zusammenhang mit dem Risikomanagement veröffentlicht, z.B. über das Management des Zinsänderungsrisikos, über interne Kontrollsysteme sowie über elektronisches Geld und elektronische Bankdienstleistungen.

In den letzten Monaten widmete sich der Basler Ausschuß besonders intensiv den erforderlichen Vorbereitungen des Finanzsektors auf den Jahrtausendwechsel in den Informatiksystemen. Nach einer ersten Warnung im Juli 1997 gab der Ausschuß im September 1997 einen ausführlichen Bericht über die Jahr-2000-Risiken heraus. Anfang 1998 führte er eine Erhebung über die Vorbereitungsmaßnahmen der Aufsichtsbehörden und der Banken durch und wirkte bei der Organisation eines Runden Tisches über dieses Problem im April 1998 mit (s. unten). Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht wird auch Mitglied des Gemeinsamen Jahr-2000-Rates sein, der im Anschluß an den Runden Tisch eingerichtet wurde. Derzeit wird an Richtlinien für die Aufsichtsbehörden gearbeitet, die die Jahr-2000-Tauglichkeit der Banken überwachen müssen, und es wurde eine Kontaktliste der Aufsichtsbehörden erstellt, die an Jahr-2000-Fragen arbeiten, um die Koordination und die Notfallplanung zu fördern.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht hat erneut an der Weiterentwicklung der Eigenkapitalvereinbarung gearbeitet. In den letzten Jahren lag der Schwerpunkt auf der Behandlung des Marktrisikos, das seit Anfang 1998 mit Eigenmitteln unterlegt werden muß. Der Ausschuß behielt jedoch auch die Regelungen über das Kreditrisiko im Auge und prüft derzeit die von den Banken verwendeten Kreditrisikomodelle. Im April 1998 gab der Ausschuß eine Herabsetzung der Kreditrisikogewichtung für beaufsichtigte Wertpapierhäuser bekannt (allerdings

nicht für unbeaufsichtigte Wertpapierhäuser oder Holdinggesellschaften) und veröffentlichte ein Konsultationspapier über das bilanzwirksame Netting.

Im letztjährigen Jahresbericht wurde die Ausdehnung des Tätigkeitsbereichs des Basler Ausschusses über den Kreis der G10-Länder hinaus beschrieben. Die Initiativen, die in enger Zusammenarbeit mit nicht der Zehnergruppe angehörenden Aufsichtsbehörden ergriffen worden waren, mündeten in der Publikation der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* als Konsultationspapier. Nach Ablauf der Konsultationszeit wurde die endgültige Fassung dieses Papiers den Ministern und Zentralbankpräsidenten bei der Jahresversammlung des IWF und der Weltbank in Hongkong vorgelegt.

Nachdem die Grundsätze genehmigt worden sind, gilt die Aufmerksamkeit nun ihrer Umsetzung. Wie in diesem Jahresbericht ausführlich erörtert, haben die Ereignisse in Asien deutliche Schwächen der Aufsichtssysteme in zahlreichen aufstrebenden Ländern aufgedeckt und auf diese Weise die Bedeutung der Basler Grundsätze für alle Bankensysteme unterstrichen. Den Behörden – nicht nur in Asien, sondern auch in zahlreichen anderen Ländern in aller Welt – ist nun klar bewußt, daß die Grundsätze nicht nur dem Buchstaben nach, sondern auch ihrem Sinn nach umgesetzt werden müssen. Um ein geeignetes Forum für die Diskussion der Probleme zu schaffen, mit denen die Länder dabei konfrontiert sind, hat der Basler Ausschuß eine Verbindungsgruppe sowie eine erweiterte Konsultationsgruppe aus Vertretern von G10- und anderen Ländern eingesetzt. In der Verbindungsgruppe sind rund 20 Länder vertreten; ferner wirken der IWF, die Weltbank und die Europäische Kommission informell mit. Die Gruppe hat bereits eine detaillierte Erhebung vorbereitet, die in den nächsten Monaten durchgeführt werden soll. Darin soll ermittelt werden, welche Schritte die Aufsichtsbehörden zur Umsetzung der Grundsätze ergreifen, auf welche Hindernisse sie dabei eventuell stoßen und welche Unterstützung sie möglicherweise benötigen. Die Ergebnisse der Erhebung sollen (neben dem Betriebsrisiko) eines der Hauptdiskussionsthemen bei der nächsten Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden sein, die vom Basler Ausschuß und den australischen Aufsichtsbehörden im Oktober 1998 in Australien organisiert wird.

Der Basler Ausschuß arbeitet weiterhin aktiv am Ausbau der internationalen Zusammenarbeit unter Bankenaufsichtsbehörden im Rahmen von Sitzungen und persönlichen Kontakten mit. Die Zusammenarbeit mit Aufsichtsgremien anderer Bereiche des Finanzsektors wurde über das Gemeinsame Forum für Finanzkonglomerate intensiviert. Dieses Forum, das sich aus Aufsichtsbehörden des Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektors zusammensetzt, gab im Februar 1998 ein Paket von Konsultationspapieren heraus, die verschiedene Aspekte der Aufsicht über Finanzkonglomerate behandeln. Darüber hinaus engagiert sich der Basler Ausschuß immer stärker in Diskussionen mit anderen Gremien, die u.a. das Bankgewerbe, Spezialisten des Finanzsektors, Rechnungsprüfer und Finanzverbände vertreten. Im Rahmen dieser erweiterten Rolle verfaßte der Ausschuß einen Bericht zur Vorlage an die G7-Finanzminister beim Gipfeltreffen von Birmingham, in dem er seine Arbeit an der Stärkung der Zusammenarbeit unter Aufsichtsbehörden sowie der Finanzstabilität in aller Welt beschreibt.



In den letzten Monaten 1997 und den ersten 1998 standen die Entwicklung der Asien-Krise und die daraus zu ziehenden Lehren beim Ständigen Ausschuß für Euromarktangelegenheiten auf der Tagesordnung an erster Stelle. Der Ausschuß beobachtete nicht nur die allgemeine Lage, sondern konzentrierte sich auf drei spezielle Aspekte der Krise: die Implikationen für mögliche Verbesserungen der Verfügbarkeit und Verwendung von Informationen, die Wechselbeziehungen zwischen den inländischen Instituten und dem internationalen Finanzsystem sowie die Wirksamkeit internationaler Unterstützungsmaßnahmen. Die Krise gab auch den Anstoß zu dem Beschluß, daß der Ausschuß bei der Überwachung von Systemschwächen eine aktivere Rolle spielen und den Teilnehmerkreis seiner Sitzungen über die G10-Zentralbanken hinaus erweitern sollte.

Teilweise als Reaktion auf die Asien-Krise billigte der Ausschuß eine Reihe von Vorschlägen für die Verbesserung der BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft, die eine wesentliche Quelle für Informationen über die Engagements von Gläubigern und die Auslandsverschuldung von Ländern darstellen. In enger Zusammenarbeit mit den Statistikexperten der BIZ und der Mitgliedszentralbanken untersuchte der Ausschuß mögliche Verbesserungen des Erfassungsbereichs, der Qualität und der Aktualität. Es wurde beschlossen, die Verzögerungen bei der Meldung der Daten an die BIZ und bei der Veröffentlichung der Daten zu verringern, nach Möglichkeit zu Quartalsmeldungen überzugehen, die Meldung der Engagements auf die Basis des „ultimate risk“, d.h. mit Berücksichtigung des letztlichen Risikoträgers, umzustellen und sich vermehrt um die Erweiterung des Kreises der berichtenden Länder zu bemühen. Diese Verbesserungen dürften den Nutzen der Statistiken für Entscheidungsträger und Marktteilnehmer bei der Analyse der Auslandsengagements gegenüber bestimmten Ländern sowie des Umfangs und der Struktur der Verschuldung eines Landes erhöhen.

Gleichzeitig setzte der Ausschuß seine Tätigkeit in anderen Bereichen fort. Im Rahmen einer konzertierten Strategie zur Förderung der Stabilität des Finanzsektors prüfte er gemeinsam mit den anderen in Basel zusammentretenden Gremien, ob es wünschenswert und machbar sei, internationale Richtlinien zur bestmöglichen Praxis, Normen oder Standards in vier Bereichen zu erarbeiten: Verbesserung der Transparenz, bestmögliche Nutzung von Informationen, Gestaltung und Betrieb von Auffangeinrichtungen, Förderung tiefer und liquider Märkte. Die Ergebnisse dieser Arbeit sollen den G10-Zentralbankpräsidenten im Juli 1998 unterbreitet werden.

Längerfristige Analysen der strukturellen Entwicklungen, die die Stabilität des Finanzsystems beeinflussen, wurden ebenfalls fortgesetzt. Im November 1997 wurde eine Zusammenstellung von Studien über die Messung des aggregierten Marktrisikos veröffentlicht. Zwei Arbeitsgruppen, von denen sich die eine mit den Auswirkungen struktureller Änderungen auf das Systemrisiko und die andere mit Kapitalströmen und Portfoliomanagement befaßte, legten dem Ausschuß ihre Berichte im Dezember vor. Eine Arbeitsgruppe für Clearing- und Besicherungseinrichtungen an den Märkten für außerbörsliche derivative Instrumente, die in Zusammenarbeit mit dem Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme eingesetzt worden war, legte den beiden Ausschüssen im Mai 1998 einen

ersten Bericht vor: Anfang 1998 wurden zwei Studien in die Wege geleitet, in die interessierte Zentralbanken einbezogen werden. In der einen sollen die Struktur und die Funktionsweise der Märkte für Wertpapierpensionsgeschäfte in verschiedenen Ländern untersucht werden, in der anderen – auf theoretischer und empirischer Ebene – die Bestimmungsfaktoren für die Marktliquidität, wobei der Schwerpunkt auf der Liquidität der Märkte für Staatsanleihen liegt. Beide Gruppen wollen ihre Ergebnisse im Dezember 1998 vorlegen.

Im April 1998 ernannten die G10-Zentralbankpräsidenten Yutaka Yamaguchi, Deputy Governor der Bank of Japan, mit Wirkung vom 1. Mai für eine Amtszeit von drei Jahren zum Vorsitzenden des Ständigen Ausschusses für Euromarktangelegenheiten. Yutaka Yamaguchi folgt Toshihiko Fukui nach, der den Vorsitz vom Januar 1997 bis zu seinem Rücktritt als Senior Deputy Governor der Bank of Japan im März 1998 innehatte.

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

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme setzte seine Bemühungen um eine Stärkung der Infrastruktur an den Finanzmärkten fort. Dabei erhielt die Umsetzung der Strategie der G10-Zentralbanken zur Verringerung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen während des ganzen Jahres weiterhin hohe Priorität. Diese dreiteilige Strategie war von den G10-Zentralbankpräsidenten Anfang 1996 verabschiedet worden; sie umfaßt die Stärkung des internen Risikomanagements der einzelnen Banken, die Förderung von Initiativen des Privatsektors zur Entwicklung von risikomindernden Abrechnungssystemen für mehrere Währungen sowie weitere einschlägige Verbesserungen der inländischen Zahlungsverkehrssysteme. Der Ausschuß pflegt einen ständigen Dialog mit verschiedenen Gremien des privaten Sektors, die an der Gestaltung und dem Ausbau grenzüberschreitender Systeme beteiligt sind. Er bereitet derzeit eine Auswertung der bisherigen Ergebnisse vor und will dann entscheiden, ob weitere Maßnahmen erforderlich sind.

Mit der Veröffentlichung des Berichts über RTGS-Systeme („real-time gross settlement“, d.h. Echtzeit-Bruttoabwicklungssysteme) im März 1997 haben sich die Kenntnisse der Marktteilnehmer und Systembetreiber über diese Art von Interbank-Großbetragsüberweisungssystemen wesentlich verbessert. Derzeit werden in aller Welt Konferenzen organisiert, bei denen Marktteilnehmer und Systembetreiber die in dem Bericht herausgestellten Grundsatzfragen sowie die Folgen der Einführung und Verbesserung solcher Interbank-Zahlungsmechanismen für die Marktteilnehmer besprechen. Da immer mehr Länder außerhalb der Zehnergruppe die Einführung von RTGS-Systemen planen, hat der Bericht dazu beigetragen, sicherzustellen, daß bei der Gestaltung solcher Systeme die Bedürfnisse der Marktteilnehmer, die Anliegen der Zentralbanken und die Anforderungen anderer Großbetragszahlungssysteme, wie z.B. verbundener Abwicklungssysteme für Wertpapiergeschäfte, berücksichtigt werden.

Gemeinsam mit der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) setzt sich der Ausschuß auch weiterhin für eine größere Transparenz der Abwicklungsmechanismen für Wertpapiergeschäfte ein; dieses Ziel soll mit der Umsetzung des im Februar 1997 veröffentlichten Rahmenkonzepts für die Offenlegung in Wertpapierabwicklungssystemen erreicht werden. Zahlreiche



Systembetreiber haben Informationen über ihre Eigentumsverhältnisse, ihre Verwahrleistungen, ihren Clearing- und Abwicklungsbetrieb und ihr Risikomanagement geliefert. Diese Informationen sind auf der BIZ-Website zugänglich (<http://www.bis.org>).

Seit der Veröffentlichung einer Analyse der Clearing-Mechanismen für börsengehandelte Derivate im März 1997 haben zahlreiche Clearing-Organisationen begonnen, ihre internen Risikokontrollsysteme zu überprüfen. Gemeinsam mit dem Ständigen Ausschuß für Euromarktangelegenheiten dehnt der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme diese Analyse nun auch auf die Clearing-Mechanismen für außerbörsliche Derivate aus, um mögliche grundsätzliche Fragen herauszuarbeiten.

Eine gemeinsame Arbeitsgruppe des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und der IOSCO, die sich aus Vertretern der G10-Länder und aufstrebender Volkswirtschaften zusammensetzt, hat vor kurzem eine Erhebung über die Vorteile der Wertpapierleihe und über die Risikomanagement-Praktiken in diesem Bereich durchgeführt. Schwerpunkte der Analyse werden dabei die Verfahren der Marktteilnehmer für den Abschluß von Wertpapierleihgeschäften, die Auswirkungen der wirtschaftlichen, gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen auf diese Transaktionen, die potentiellen Risiken bei der Abwicklung sowie die möglichen Konsequenzen für Wertpapieraufsichtsorgane und Zentralbanken sein.

Der Ausschuß hat zudem eine Arbeitsgruppe eingesetzt, die mit einer Untersuchung von Massenzahlungssystemen und damit verbundenen Grundsatzfragen beauftragt wurde. Die Gruppe ermittelt und analysiert neuere und mögliche zukünftige Trends bei der Verwendung von Massenzahlungsinstrumenten und den entsprechenden Clearing- und Abrechnungssystemen. Bessere Kenntnisse des Massenzahlungsverkehrs dürften den G10-Zentralbanken die Beurteilung der aktuellen und künftigen Neuerungen unter Risikogesichtspunkten erleichtern. Was das elektronische Geld betrifft, beobachtet der Ausschuß über sein Sekretariat in der BIZ sorgfältig die weltweiten Entwicklungen bei karten- und software-gestützten Produkten.

Wie andere internationale Gremien hat auch der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme verschiedene Initiativen ergriffen, um auf die schwerwiegenden grundsätzlichen Probleme im Zusammenhang mit der Umstellung auf das Jahr 2000 aufmerksam zu machen; u.a. regte er die Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen in aller Welt an, einschlägige Informationen über den Stand der Vorbereitungen auf das Jahr 2000 in ihren jeweiligen inländischen Systemen öffentlich bekanntzugeben.

Gemeinsam mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, der IOSCO und dem Internationalen Verband der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) organisierte der Ausschuß im April 1998 einen globalen Runden Tisch zum Jahr-2000-Problem, an dem hochrangige Vertreter einer Vielzahl von Organisationen des öffentlichen und des privaten Sektors aus den Bereichen Finanzwesen, Informationstechnologie, Telekommunikation und Wirtschaft teilnahmen. Die Teilnehmer bekräftigten, daß das Jahr-2000-Problem ein vorrangiges Anliegen der Geschäftsleitungen bleiben müsse, und betonten, daß Gremien des privaten und des öffentlichen Sektors ihre Anstren-

gungen hinsichtlich einer Reihe wichtiger Fragen und Ansätze koordinieren sollten. Dazu gehören der Ausbau externer Testprogramme, die Verbesserung des Informationsaustausches zwischen den Marktteilnehmern, ihren Lieferanten und den Dienstleistungsanbietern, die Förderung einer größeren Offenlegung der Jahr-2000-Vorbereitungen und entsprechender Testergebnisse von Finanz- und Nichtfinanzinstituten, die Etablierung von Marktusancen und -verfahren für das Vorgehen bei Notfällen sowie die Stärkung der Rolle der Aufsichtsorgane und der Revisoren. Es wurde unterstrichen, daß gründliche Tests, sowohl intern als auch extern mit Geschäftspartnern, das wirksamste Mittel seien, um die Probleme des Übergangs zum neuen Jahrtausend auf ein Minimum zu reduzieren.

Beim Runden Tisch wurde auf mehrere Projekte des privaten Sektors zur Förderung der internationalen Koordination und Zusammenarbeit bei Jahr-2000-Testprogrammen hingewiesen. Um die Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden weiterhin zu gewährleisten und diese Bemühungen des privaten Sektors zu unterstützen, beschlossen die Ausschüsse, unter deren Ägide der Runde Tisch zustande gekommen war, einen Gemeinsamen Jahr-2000-Rat zu gründen. Dieser wird sich aus hochrangigen Mitgliedern jedes Ausschusses zusammensetzen und vom Sekretariat des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme unterstützt werden. Die BIZ-Website enthält weitere Angaben zum Runden Tisch und soll regelmäßig mit neuen Informationen über die Tätigkeit des Jahr-2000-Rates und der ihn unterstützenden Gremien aktualisiert werden.

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme hat seine Zusammenarbeit mit nicht der G10 angehörenden Zentralbanken, insbesondere aus aufstrebenden Volkswirtschaften, weiter ausgebaut. Verschiedene einzelne Zentralbanken oder regionale Zusammenschlüsse von Zentralbanken bereiten derzeit mit Hilfe des Sekretariats des Ausschusses Publikationen vor, in denen die Zahlungsverkehrssysteme in ihrem Land bzw. ihrer Region beschrieben werden. Der Ausschuß unterstützt außerdem eine wachsende Zahl von Workshops und Seminaren über Zahlungsverkehrssysteme, die die BIZ zusammen mit regionalen Gruppen von Zentralbanken organisiert.

Im Dezember 1997 organisierte der Ausschuß in der BIZ eine Zahlungsverkehrskonferenz für Zentralbanken aus aller Welt. Über 80 Zentralbanken nahmen daran teil und tauschten ihre Ansichten über die Bewältigung des Wandels im Zahlungsverkehr aus. Die Konferenzdokumente sind von der BIZ veröffentlicht worden.

#### *Beiträge der BIZ zur Arbeit der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften*

Wie weiter oben erwähnt, widmete sich die BIZ vermehrt der Förderung engerer Kontakte zwischen den Zentralbanken der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften sowie der Stärkung ihrer Zusammenarbeit untereinander und mit den Zentralbanken der Industrieländer. Von besonderer Bedeutung war die erstmalige Organisation zweier regionaler Zusammenkünfte über strategische geldpolitische Fragen. Die erste konzentrierte sich auf die lateinamerikanische Geldpolitik; sie wurde vom Banco de México mitorganisiert und fand im November 1997 in Mexico City statt. Die zweite Zusammenkunft wurde im März 1998 in Singapur abgehalten und von der Währungsbehörde Singapurs unterstützt. Es nahmen



hochrangige Zentralbankvertreter aus aufstrebenden Volkswirtschaften wie auch aus Industrieländern teil.

Die Bank organisiert darüber hinaus seit einigen Jahren eine jährliche Sitzung der stellvertretenden Gouverneure von Zentralbanken der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften über besondere Themen von gemeinsamem Interesse. 1997 befaßte sich die Sitzung mit den geldpolitischen Transmissionskanälen in den jeweiligen Volkswirtschaften. Dieses Thema wurde dann auch von den Gouverneuren der teilnehmenden Zentralbanken sowie einer Reihe von Zentralbankgouverneuren aus Industrieländern bei einer Sondersitzung diskutiert, die zum Zeitpunkt der letztjährigen Generalversammlung stattfand. Einige der für diese Sitzung vorbereiteten Papiere wurden Anfang 1998 in der BIZ-Reihe *Policy Papers* veröffentlicht. Bei der diesjährigen Sitzung der stellvertretenden Gouverneure wurden die operativen Verfahren der Geldpolitik in aufstrebenden Volkswirtschaften untersucht. Angesichts der sich ausbreitenden Finanzkrise in Asien trafen sich Mitte Juli 1997 hochrangige Zentralbankvertreter aus Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften bei der BIZ, um Reaktionen der Zentralbanken auf Währungskrisen zu diskutieren.

#### *Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen*

Die Nachfrage nach Unterstützung bei der Umsetzung einer soliden Politik in den Bereichen, die für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sind, spiegelte sich in einer verstärkten Zusammenarbeit zwischen der BIZ, den bei ihr angesiedelten Ausschüssen und verschiedenen regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken bei der Organisation von Seminaren und Schulungen wider. Die regionalen Zusammenschlüsse – insbesondere CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council), SADC (Southern African Development Community) – halfen der BIZ und den in Basel angesiedelten Ausschüssen, die Zentralbanken ihrer jeweiligen Region mit Standards und bestmöglicher Praxis bekanntzumachen. Wie bisher führten die BIZ und die wichtigsten Basler Ausschüsse mit verschiedenen der regionalen Zusammenschlüsse gemeinsame Seminare durch. Der Bedarf der Volkswirtschaften im Übergang an technischer Unterstützung wurde weiterhin im Rahmen des Joint Vienna Institute abgedeckt. Die Seminare, die von der BIZ organisiert wurden, in die aber auch Beiträge der Zentralbanken und Aufsichtsbehörden einfließen, befaßten sich mit Geldpolitik, Bankenaufsicht, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen, Rechtsfragen und der Verwaltung der Währungsreserven.

Um der wachsenden Nachfrage in den genannten Bereichen gerecht zu werden und die Effizienz der Planung, Koordinierung und Durchführung der Schulungen zu verbessern, beschloß die BIZ gemeinsam mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, das BIZ-Institut für Finanzstabilität zu gründen. Das Institut, das seine Arbeit im zweiten Halbjahr 1998 aufnehmen wird, wird in drei Hauptbereichen tätig sein: Es wird Seminare für wichtige Entscheidungsträger in Zentralbanken und Aufsichtsbehörden organisieren, auf regionaler Ebene Schulungen für die Beamten anbieten, die mit der Umsetzung der Politik befaßt sind, und als Umschlagplatz für Informationen über die Bereitstellung von technischer Hilfe durch Zentralbanken und Aufsichtsbehörden fungieren.

#### *Ausschuß der EDV-Fachleute*

Eines der wichtigsten Diskussionsthemen des Ausschusses der EDV-Fachleute war das Jahr-2000-Problem. Diesem Thema war eine Sondersitzung von Vertretern von G10- und anderen Zentralbanken gewidmet. Die meisten Institute hatten schon 1996 damit begonnen, die Auswirkungen des Jahrtausendwechsels auf ihre Informationssysteme abzuschätzen. Sie verfügen jetzt über detaillierte Schätzungen der Anpassungen, die an ihren Systemen vorgenommen werden müssen, haben mit Lieferanten von Hardware und Software Verbindung aufgenommen und haben mit den Aufrüstungsarbeiten begonnen.

In den Zentralbanken der Europäischen Union nimmt die Vorbereitung auf den Euro ebenfalls erhebliche IT-Ressourcen in Anspruch. Da es wegen der Nachfrage im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Problem und der Euro-Einführung an qualifiziertem Personal mangelt, haben zahlreiche Zentralbanken Schwierigkeiten, gute IT-Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten. Eine weitere wichtige Entwicklung in vielen Zentralbanken ist die Einführung von Web-Technologien für den Zugang zum Internet, für die Weitergabe von Informationen intern und an die Öffentlichkeit sowie für die Erbringung von Dienstleistungen für Zentralbankkunden.

#### *Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken*

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken widmete ihre Aufmerksamkeit vorrangig den Herausforderungen im Zusammenhang mit dem Jahr 2000 und der europäischen Währungsunion sowie den Aussichten für die Erweiterung eines sicheren elektronischen Informationsaustausches unter den Zentralbanken, der Daten, Dokumente, Sprachübertragung und Videokommunikation umfassen würde. Darüber hinaus befaßte sich die Gruppe mit Fragen hinsichtlich eines neuen internationalen Standards für den elektronischen Austausch von statistischen Informationen; ihre Mitgliedszentralbanken sprachen sich dafür aus, die Entwicklungen in diesem Bereich mit anderen internationalen Organisationen zu koordinieren. Es wurde beschlossen, daß die Einbeziehung weiterer Zentralbanken in die Datenaustauschverfahren der BIZ-Datenbankdienste angestrebt werden sollte, um damit der wachsenden Nachfrage nach einer globaleren Datenerfassung und dem Interesse weiterer Institutionen an der Nutzung dieser Verfahren zu entsprechen. Die Expertengruppe untersuchte ferner die Veränderungen der EDV-Nutzung durch die Volkswirte und Statistiker der Zentralbanken, insbesondere die Veränderungen, die zu einer größeren Effizienz in der Datenbankverwaltung und bei den Analysetechniken führen könnten.

#### *Beiträge der BIZ zur Arbeit der Zehnergruppe*

Wie bisher wirkte die BIZ an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, deren Stellvertreter und der von ihnen eingesetzten Arbeitsgruppen mit. Drei Themen dominierten im Berichtszeitraum. In der Erkenntnis, daß die sich ändernde Altersstruktur der Bevölkerung in den kommenden Jahren zwangsläufig tiefgreifende Auswirkungen auf die wirtschaftliche Wohlfahrt haben wird, wurden die Konsequenzen der Alterung der Bevölkerung für die Volkswirtschaft und den Finanzsektor sorgfältig analysiert. Es besteht dringender Handlungsbedarf, denn je länger die Anpassung hinausgezögert wird, um so



schwieriger ist sie sowohl für den Staat als auch für die Bevölkerung. Die Minister und die Zentralbankpräsidenten betonten die Bedeutung einer zum geeigneten Zeitpunkt vorgenommenen Haushaltskonsolidierung, einer verstärkten Mittelbereitstellung für die staatlichen Altersrenten und einer Förderung der privaten Altersvorsorge im Kapitaldeckungsverfahren als Mittel zur Erhöhung der nationalen Ersparnis. Sie unterstrichen ferner die Bedeutung einer Stärkung der Finanzinfrastruktur, der Förderung der Transparenz des Finanzwesens, der Verbesserung der Finanzmarktaufsicht und der Beseitigung von Schranken im internationalen Kapitalverkehr, damit die Altersersparnisse möglichst effizient und sicher angelegt werden können.

Ein zweites Thema von unvermindertem Interesse war die Verbesserung der Krisenprävention und des Krisenmanagements. Die Minister und Zentralbankpräsidenten hoben hervor, daß dringend neue Ansätze gefunden werden müssen, um den privaten Sektor enger und rascher in das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung einzubeziehen und um den „moral hazard“ zu begrenzen. Vermehrte Transparenz und Offenlegung sind ebenfalls wichtig, um sowohl das Ausbrechen einer Krise zu verhüten als auch in der Lage zu sein, eine eingetretene Krise rasch zu bewältigen.

Die Krise in Asien zeigte überdies, wie wichtig eine Stärkung der Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist. Noch vor ihrem Ausbruch hatten Vertreter der aufstrebenden Volkswirtschaften und der G10-Länder gemeinsam eine konzertierte Strategie für die Förderung robusterer Finanzsysteme in diesen Volkswirtschaften entwickelt. Diese Strategie besteht aus drei Grundelementen: einer soliden Wirtschafts- und Strukturpolitik, einer wirksamen Marktdisziplin, die durch wohlinformierte Interessengruppen ausgeübt wird, und einer starken Aufsicht, die das Fundament für eine wirksame Marktdisziplin bildet. Ferner sieht sie eine Arbeitsteilung zwischen allen Beteiligten vor, d.h. den nationalen Behörden, den internationalen Finanzorganisationen und internationalen Expertengruppen. In nächster Zukunft genießt die Umsetzung dieser Strategie Vorrang. Es müssen daher Anreize für Veränderungen geschaffen werden, wobei es gilt, der Stabilität des Finanzwesens in der multilateralen und regionalen Überwachung mehr Aufmerksamkeit zu widmen sowie technische Hilfe und Schulung bereitzustellen.

## 2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Geschäftsjahr übte die Bank weiterhin verschiedene Aufgaben als Agent und Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen aus.

### *Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU*

Seit Oktober 1986 ist die Bank als Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzessive Vereinbarungen zwischen der Euro Banking Association (EBA), der früheren ECU Banking Association, Paris, und der BIZ geregelt worden, deren jüngste am 16. September 1996 unterzeichnet wurde und in Kraft trat. Aufbau und Funktionsweise dieses Clearing-Systems sind im 56. Jahresbericht vom Juni 1986

beschrieben. Im Berichtszeitraum erhielten 8 weitere Banken von der EBA den Status einer Clearing-Bank, und eine Bank schied nach Fusion mit einer anderen Clearing-Bank aus dem System aus. Ende Mai 1998 gab es somit 56 ECU-Clearing-Banken. Im Sommer 1998 dürften weitere 11 Banken dem Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem beitreten.

#### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe teilte die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen der Dawes- und der Young-Anleihe der Bank mit, daß sie am 3. Oktober 1997 rund DM 2,8 Mio. an fälligen Tilgungszahlungen sowie am 3. April und 3. Oktober 1997 DM 6,6 Mio. an fälligen Zinsen und Zinsrückständen an die Inhaber der Schuldverschreibungen ausbezahlt hat. Die neu berechneten Einlösungswerte und Umrechnungsfaktoren für die genannten Zinsfälligkeiten wurden von der Bundesschuldenverwaltung im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die Bundesschuldenverwaltung hat die Bank erneut ihre früheren Vorbehalte geltend gemacht, die im 50. Jahresbericht vom Juni 1980 dargelegt wurden und die sich auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Den Zahlungsagenten wurde geraten, entsprechende Vorsorgemaßnahmen zu treffen, um die Rechte der Schuldverschreibungsinhaber zu schützen.

Einzelheiten zu diesen Schuldverschreibungen und den Aufgaben der Bank finden sich im 63. Jahresbericht vom Juni 1993.

#### *Pfandhalter für brasilianische Anleihen*

Gemäß zweier Pfandbestellungsvereinbarungen vom 15. April 1994 ist die BIZ als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten betraut, die zugunsten der Inhaber bestimmter US-Dollar-Anleihen gestellt wurden. Diese Anleihen haben eine Laufzeit von 15 oder 30 Jahren und wurden von Brasilien im Rahmen der im November 1993 abgeschlossenen Umschuldungsvereinbarungen ausgegeben.

#### *Pfandhalter für peruanische Anleihen*

Im Rahmen ähnlicher Vereinbarungen vom 7. März 1997 ist die BIZ als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten betraut, die zugunsten der Inhaber bestimmter US-Dollar-Anleihen gestellt wurden. Diese Anleihen haben eine Laufzeit von 20 oder 30 Jahren und wurden von Peru im Rahmen der im November 1996 abgeschlossenen Umschuldungsvereinbarungen ausgegeben.

#### *Pfandhalter für Anleihen von Côte d'Ivoire*

Im Rahmen von Vereinbarungen vom 31. März 1998 ist die BIZ außerdem als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten betraut, die zugunsten der Inhaber bestimmter Anleihen in US-Dollar und französischen Francs gestellt wurden. Diese Anleihen haben eine Laufzeit von 20 oder 30 Jahren und wurden von Côte d'Ivoire im Rahmen der im Mai 1997 abgeschlossenen Umschuldungsvereinbarungen ausgegeben.



### 3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Die BIZ gewährte im Berichtszeitraum nicht nur erneut kurzfristige bilaterale Kredite an Zentralbanken, sondern beteiligte sich auch an einem multilateralen Plan der G10-Länder und einiger anderer asiatischer und europäischer Länder, der thailändischen Zentralbank nötigenfalls Liquidität in Form einer kurzfristigen Überbrückungsfinanzierung zur Verfügung zu stellen. Die hierfür getroffenen Vorkehrungen wurden nicht in Anspruch genommen und sind seither abgelaufen.

### 4. Zusammenarbeit mit offiziellen Kommissionen bei der Forschung über die Tätigkeit der BIZ während des Zweiten Weltkriegs – Öffnung des Archivs

Im Zusammenhang mit dem anhaltenden Interesse hinsichtlich der während des Zweiten Weltkriegs geraubten Vermögenswerte arbeitete die BIZ weiter in vollem Umfang mit allen offiziellen Untersuchungsgremien zusammen, insbesondere mit der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg („Bergier-Kommission“) und dem staatlichen US-Untersuchungsausschuß „U.S. and Allied Efforts to recover and restore Gold and other Assets stolen or hidden by Germany during World War II“, der von Stuart E. Eizenstat, Staatssekretär im US-Außenministerium, geleitet wird. Die BIZ lieferte in zwei Berichten, die von Coopers & Lybrand geprüft wurden, ausführliche Informationen über ihre Goldgeschäfte mit der Reichsbank sowie Goldsendungen und Goldtauschgeschäfte während des Krieges. Diese Berichte stehen der Allgemeinheit zur Verfügung und können auf der BIZ-Website (<http://www.bis.org>) abgerufen werden. Die BIZ legte ferner der Londoner Nazigold-Konferenz vom 2.–4. Dezember 1997 einen Bericht vor.

Der Beschluß des Verwaltungsrats vom April 1997, das Archiv der BIZ zu öffnen, wurde in zwei Schritten ausgeführt. Im Juli 1997 wurde eine Reihe besonders wichtiger Dokumente über die Tätigkeit der BIZ während des Krieges Forschern zugänglich gemacht. Am 1. März 1998 wurden alle BIZ-Archivunterlagen, die älter als 30 Jahre sind, der Allgemeinheit zugänglich gemacht; sie können nach vorheriger Vereinbarung in den Räumlichkeiten der Bank eingesehen werden.

### 5. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 1998 betrug die Bilanzsumme GFr. 62 450 Mio., was gegenüber dem Vorjahr (GFr. 66 793 Mio.) einem Rückgang um GFr. 4 343 Mio. oder 6,5% entspricht. Über 40% dieses Rückgangs war Wechselkurseffekten zuzuschreiben, denn der Kursanstieg des US-Dollars im Verlauf des Geschäftsjahres hatte eine Verringerung des Goldfrankenwerts der übrigen Währungen zur Folge. Zu konstanten Wechselkursen von Ende März 1997 hätte die Bilanzsumme am Ende des Geschäftsjahres 1997/98 rund GFr. 64 Mrd. betragen.

#### *Passiva*

Am 31. März 1998 betrugen die Gold- und Währungseinlagen insgesamt GFr. 57 497 Mio. (Vorjahr: GFr. 61 422 Mio.). Auf die Goldeinlagen, die um

GFr. 362 Mio. auf GFr. 3 474 Mio. sanken, entfielen 6% der gesamten Fremdmittel (Vorjahr: 6,2%). Die Währungseinlagen nahmen im Berichtszeitraum um rund GFr. 3,6 Mrd. ab und beliefen sich am Ende des Geschäftsjahres auf GFr. 54 024 Mio. Die Höhe dieser Währungseinlagen schwankt häufig, da zahlreiche Zentralbanken die Bankdienstleistungen der BIZ aktiv für die Verwaltung ihrer liquiden Mittel nutzen. Der Stand vom 31. März 1998 war der niedrigste Monatsendstand des vergangenen Geschäftsjahres, doch der durchschnittliche Tagesumfang der Währungseinlagen war um 4% höher als im Geschäftsjahr 1996/97.

Die Abnahme der Währungseinlagen war größtenteils auf das Abziehen von Beträgen in US-Dollar (rund GFr. 2,3 Mrd.) und in geringerem Umfang in Pfund Sterling zurückzuführen. Dennoch veränderten sich die Anteile der Währungen an den Einlagen insgesamt kaum: Am 31. März 1998 entfielen auf den US-Dollar 62,1% des Gesamtbetrags (in Goldfranken umgerechnet), verglichen mit 61,6% im Vorjahr. Auch der Anteil der DM-Einlagen veränderte sich nur wenig; er betrug 20,7% gegenüber 20,5% am 31. März 1997.

Die Einlagen der Zentralbanken beliefen sich auf GFr. 50 468 Mio., was einem Anteil von 93,4% an den gesamten Fremdmitteln Ende März 1998 entsprach (Vorjahr: 94%). Die von anderen Einlegern (vorwiegend internationalen Finanzorganisationen) angelegten Mittel betrugen GFr. 3 555 Mio. und machten 6,6% der gesamten Fremdmittel aus, verglichen mit GFr. 3 425 Mio. bzw. 6% am 31. März 1997.

#### Aktiva

Die BIZ führt ihre Geschäfte in sehr vorsichtiger Weise, um die Sicherheit und die Liquidität der ihr anvertrauten Einlagen zu gewährleisten; Kreditrisiko, Fristentransformation und Wechselkursrisiko werden streng überwacht und in Grenzen gehalten.

Die Währungsaktiva betrugen am 31. März 1998 GFr. 58 032 Mio. und verzeichneten damit gegenüber dem Vorjahr (GFr. 62 088 Mio.) einen Rückgang um GFr. 4 056 Mio. Die Fremdmittel sind in Form von Einlagen bei erstklassigen Finanzinstituten von internationalem Ruf sowie in kurzfristigen handelsfähigen Wertpapieren, einschließlich Schatzwechsel, angelegt. Die Bank gewährt außerdem besicherte oder auch unbesicherte kurzfristige Kredite an Zentralbanken; Ende März 1998 betrugen die entsprechenden ausstehenden Kredite insgesamt jedoch nur GFr. 52 Mio. Die eigenen Mittel der Bank werden hauptsächlich in Gold oder in Staatspapieren der größten Industrieländer angelegt.

Die Goldaktiva der Bank gingen im Geschäftsjahr 1997/98 von GFr. 4 504 Mio. auf GFr. 4 159 Mio. zurück; der Hauptgrund dafür ist ein Rückgang der Goldeinlagen.

Die Bank verwendet ferner bestimmte derivative Instrumente, im wesentlichen um ihre eigenen Mittel effizienter zu verwalten und Risiken bei den Fremdmitteln abzusichern (s. Anmerkung 7a zur Bilanz).

## 6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1998 abgelaufene 68. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 259 160 599 (Vorjahr: GFr. 203 289 449). Höhere Erträge der



Geschäfte mit den Fremdmitteln und der Anlage der eigenen Mittel trugen zur Gewinnsteigerung bei. Der letztgenannte Beitrag war ausschließlich einem höheren Durchschnittsbetrag eigener Mittel nach der Ausgabe neuer Aktien in der zweiten Hälfte des vorangegangenen Geschäftsjahres zuzuschreiben. Bei den Fremdmitteln weitete sich nicht nur der durchschnittliche Umfang während des Jahres geringfügig aus, sondern es verbesserte sich auch die gesamte Marge im Einlagengeschäft. Der Geschäftsertrag erhöhte sich ferner auch infolge des Beschlusses des Verwaltungsrats der Bank, die Zuweisung an die Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle erneut zu senken.

Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 55 701 805 für Verwaltungskosten; gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 60 530 595 haben diese um 8% abgenommen. Diese Abnahme ist ausschließlich bewertungsbedingt, da der Schweizer Franken im Verlauf des Jahres gegenüber dem Goldfranken erheblich an Wert einbüßte. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – stiegen die Kosten hingegen um 3%.

Angesichts der bevorstehenden Änderung des Rechnungslegungsverfahrens, wonach die Grundstücke, die Gebäude und die Geschäftsausstattung der Bank vom Geschäftsjahr 1998/99 an kapitalisiert und abgeschrieben werden sollen, hat der Verwaltungsrat beschlossen, an die Rückstellung für Bauvorhaben sowie die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung keine Zuweisungen mehr vorzunehmen. Die nicht verwendeten Beträge dieser beiden Rückstellungen werden im neuen Geschäftsjahr der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zugewiesen, an die aus diesem Grund keine Zuweisung aus dem Geschäftsertrag 1997/98 erfolgte.

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 259 160 599 wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 52 549 459 zur Zahlung einer Dividende von SFr. 300 je Aktie (die Dividende für die 40 neuen Aktien, die im Geschäftsjahr 1997/98 ausgegeben wurden, wird anteilig für den Zeitraum ab dem jeweiligen Zeichnungsdatum gezahlt);
- ii) GFr. 41 322 228 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 162 288 912, den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme der obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1998 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1998 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung des Aktienkapitals und der Reserven der Bank im abgelaufenen Geschäftsjahr finden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Gesellschaft Price Waterhouse geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die dazugehörigen Anmerkungen auf S. 214ff. eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank am 31. März 1998 geben. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluß.

## 7. Erweiterung des Kreises der Aktionärszentralbanken

Nachdem im Geschäftsjahr 1996/97 neun weitere Zentralbanken eingeladen worden waren, Aktionäre der Bank zu werden, lud der Verwaltungsrat im Mai 1997 nochmals vier Zentralbanken – die Notenbanken von Bosnien und Herzegowina, von Kroatien, der Republik Mazedonien sowie Sloweniens – ein, Aktien der dritten Tranche des Kapitals der BIZ zu zeichnen. Alle vier Zentralbanken nahmen bis Ende 1997 das Angebot des Verwaltungsrats an und wurden somit Aktionäre der BIZ.

## 8. Veränderungen im Verwaltungsrat

Im Juni 1997 wählte der Verwaltungsrat, gestützt auf Artikel 27.3 der Statuten, Nout H.E.M. Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, zum Mitglied des Verwaltungsrats. Im September 1997 bestätigte er, gestützt auf denselben Artikel, Gordon G. Thiessen, Gouverneur der Bank of Canada, und Yasuo Matsushita, Gouverneur der Bank of Japan, für eine weitere Amtszeit von drei Jahren als Mitglieder des Verwaltungsrats. Gleichzeitig erneuerte Alan Greenspan, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, das Mandat von William J. McDonough als Mitglied des Verwaltungsrats gemäß Artikel 27.2 der Statuten. Ebenso verlängerte Jean-Claude Trichet, Gouverneur der Banque de France, im November 1997 das Mandat von Hervé Hannoun. Das Mandat von Hans Meyer gemäß Artikel 27.3 der Statuten lief im März 1998 ab, und er wurde für eine weitere Amtszeit von drei Jahren als Mitglied des Verwaltungsrats bestätigt. Yasuo Matsushita trat am 20. März 1998 von seinem Amt als Gouverneur der Bank of Japan zurück; im April wählte der Verwaltungsrat seinen Nachfolger, Masaru Hayami, für den noch nicht abgelaufenen Teil seiner Amtszeit zum Mitglied des Verwaltungsrats. Unter den zweiten Stellvertretern der Ex-officio-Mitglieder waren drei Änderungen zu verzeichnen. Im Juli 1997 bestellte Alfons Verplaetse, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, Marcia De Wachter. Im November 1997 ernannte Jean-Claude Trichet Marc-Olivier Strauss-Kahn anstelle von Armand Pujal, und im April 1998 benannte Eddie George, Gouverneur der Bank of England, Clifford Smout anstelle von Terry Smeeton.

Die Bank erfuhr mit tiefem Bedauern vom Tod von zwei früheren Mitgliedern des Verwaltungsrats. Robert Vandeputte verstarb am 18. November 1997 im Alter von 89 Jahren; er war von 1971 bis 1975 Gouverneur der Banque Nationale de Belgique und von Januar 1971 bis Februar 1975 Mitglied des Verwaltungsrats der BIZ gewesen. Markus Lusser, der ehemalige Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank und Mitglied des Verwaltungsrats von Mai 1988 bis April 1996, verstarb am 21. April 1998 im Alter von 67 Jahren.

Die Bank erfuhr ferner mit großem Bedauern vom Tod von Horst Bockelmann am 12. April 1998 im Alter von 67 Jahren. Horst Bockelmann war Ende April 1995 in den Ruhestand getreten, nachdem er zehn Jahre lang als Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der Bank tätig gewesen war.





# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1998



# Bilanz vom 31. März 1998

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

1997	Aktiva	1998
	<b>Gold</b>	
3 547 261 289	Barren	3 037 168 543
956 662 444	Terminguthaben und Kredite	1 122 386 712
4 503 923 733		4 159 555 255
384 413 644	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	7 776 756
2 813 409 132	Schatzwechsel	1 863 872 732
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
34 201 692 134	bis zu 3 Monaten	25 267 793 274
8 153 458 323	von mehr als 3 Monaten	9 594 385 217
42 355 150 457		34 862 178 491
	<b>Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere</b>	
884 172 425	bis zu 3 Monaten	2 696 998 195
—	von mehr als 3 Monaten	83 973 665
884 172 425		2 780 971 860
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
2 557 365 140	bis zu 3 Monaten	3 024 906 378
13 093 749 660	von mehr als 3 Monaten	15 492 166 080
15 651 114 800		18 517 072 458
200 780 130	Verschiedenes	258 747 077
1	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
66 792 964 322		62 450 174 630

Nach Verwendung des Reingewinns		Vor Verwendung des Reingewinns	Nach
1997	Passiva	1998	
323 203 125	Eingezahltes Kapital	323 228 125	323 228 125
2 061 783 924	Reserven	2 061 913 884	2 268 525 024
351 129 995	Währungsumrechnungskonto	247 188 455	247 188 455
	Einlagen (Gold)		
3 471 145 991	auf Sicht	3 010 120 795	3 010 120 795
186 971 696	bis zu 3 Monaten	309 454 649	309 454 649
178 283 536	von mehr als 3 Monaten	154 169 729	154 169 729
3 836 401 223		3 473 745 173	3 473 745 173
	Einlagen (Währungen)		
2 166 693 892	auf Sicht	3 388 447 478	3 388 447 478
54 399 781 897	bis zu 3 Monaten	48 774 372 346	48 774 372 346
1 019 098 838	von mehr als 3 Monaten	1 860 721 733	1 860 721 733
57 585 574 627		54 023 541 557	54 023 541 557
	Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		
674 774 848	bis zu 3 Monaten	30 730 705	30 730 705
252 630 204	Pensionssystem des Personals	256 984 348	256 984 348
1 658 685 453	Verschiedenes	1 773 681 784	1 773 681 784
	Gewinn- und Verlustrechnung	259 160 599	
48 780 923	Dividende, zahlbar am 1. Juli		52 549 459
66 792 964 322		62 450 174 630	62 450 174 630



# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1998 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

	1997	1998
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	3 524 961 970	3 823 693 826
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	3 261 141 926	3 508 831 422
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	263 820 044	314 862 404
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1 328 950	1 244 034
Direktion und Personal	42 944 303	39 425 067
Geschäfts- und Bürokosten	16 257 342	15 032 704
	60 530 595	55 701 805
Geschäftsertrag	203 289 449	259 160 599
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	3 000 000	—
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung	6 000 000	—
	9 000 000	—
Reingewinn für das Geschäftsjahr	194 289 449	259 160 599
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 1998 abgeschlossene Geschäftsjahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:		
Dividende: 300 Schweizer Franken auf 517 125 Aktien (1997: 280 Schweizer Franken)	48 780 923	52 546 623
auf 40 neu ausgegebene Aktien (anteilig ab Zeichnungsdatum)	—	2 836
	48 780 923	52 549 459
	145 508 526	206 611 140
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	41 018 778	41 322 228
	104 489 748	165 288 912
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3 000 000	3 000 000
	101 489 748	162 288 912
Zuweisung an den Freien Reservefonds	101 489 748	162 288 912
	—	—

# Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 1998 abgeschlossenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Eingezahltes Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 1. April 1997	517 125	323 203 125
Im Geschäftsjahr 1997/98 ausgegebene Aktien	40	25 000
Stand am 31. März 1998 laut Bilanz	517 165	323 228 125

## II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 1. April 1997 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1996/97	32 320 313	974 876 936	59 530 055	995 056 620	2 061 783 924
Zuzüglich: Zuweisung des Agios auf 40 neu ausgegebene Aktien	2 500	127 460	—	—	129 960
Stand am 31. März 1998 vor Verwendung des Reingewinns	32 322 813	975 004 396	59 530 055	995 056 620	2 061 913 884
Zuzüglich: Zuweisung in bezug auf das Geschäftsjahr 1997/98	—	41 322 228	3 000 000	162 288 912	206 611 140
Stand am 31. März 1998 laut Bilanz	32 322 813	1 016 326 624	62 530 055	1 157 345 532	2 268 525 024

## III. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1998 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	323 228 125	338 732 750	661 960 875
Währungen	—	1 929 792 274	1 929 792 274
Stand am 31. März 1998 laut Bilanz	323 228 125	2 268 525 024	2 591 753 149



# Anmerkungen zum Jahresabschluß

für das am 31. März 1998 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz in Basel, Schweiz. Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ: die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 45 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; dazu werden sechs weitere Mitglieder aus diesen Ländern ernannt.

Der Abschluß für das Geschäftsjahr 1997/98 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

Die Recheneinheit der Bank ist der Goldfranken, der US-\$ 1,941 49... entspricht. Nach Artikel 4 der Statuten der Bank entspricht der Goldfranken (abgekürzt GFr.) 0,290 322 58... Gramm Feingold. Bilanzposten, die Goldforderungen entsprechen, werden auf der Grundlage des Feingewichts in Goldfranken umgerechnet. Bilanzposten in US-Dollar werden auf der Grundlage eines Goldpreises von US-\$ 208 je Unze Feingold in Goldfranken umgerechnet (dieser Preis wurde vom Verwaltungsrat der Bank 1979 festgelegt und ergibt den Umrechnungsfaktor von 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...). Auf andere Währungen lautende Bilanzposten werden zu den am Bilanzstichtag geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar umgerechnet und die entsprechenden US-Dollar-Beträge in Goldfranken.

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

Der Nettobetrag, der sich aus Wechselkursdifferenzen bei der Umrechnung von Devisentermingeschäften und Swaps ergibt, ist im Aktiv- oder Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

b) *Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

Wenn nicht anders angegeben, wird die Bilanz der Bank auf der Basis der Einstandswerte erstellt; Ertrags- und Aufwandposten werden nach dem Prinzip der Periodenabgrenzung verbucht. Gewinne und Verluste werden monatlich ermittelt und zu den jeweils am Monatsende geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar und dann wie oben beschrieben in Goldfranken umgerechnet; die so ermittelten Monatsergebnisse werden für das Jahr vorgetragen.

Gewinne und Verluste aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestands werden über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist. Gewinne auf diesem Konto werden über einen Zeitraum über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportefeuilles der Bank entspricht; ein Nettoverlust am Jahresende würde unverzüglich der Gewinn- und Verlustrechnung belastet.

c) *Gold*

Aktiva und Passiva in Gold werden auf der Grundlage ihres Feingewichts ausgewiesen.

d) *Schatzwechsel; Staats- und andere Wertpapiere*

Schatzwechsel sowie Staats- und andere Wertpapiere werden zum Einstandswert gegebenenfalls zuzüglich aufgelaufener Zinsen angegeben, berichtigt um die Amortisierung von Agios oder Disagios bis zur Fälligkeit. Diese Amortisierung ist in den Zins- und Diskonterträgen enthalten.

e) *Terminguthaben und Kredite in Währungen*

Terminguthaben und Kredite werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

f) *Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rückgabevereinbarung angekauft werden, werden zu dem Betrag ausgewiesen, der der Gegenpartei ausgezahlt wurde, zuzüglich aufgelaufener Zinsen. In den Vorjahren waren diese Wertpapiere in den Posten „Schatzwechsel“ bzw. „Staats- und andere Wertpapiere“ eingeschlossen. Die Zahlen für 1997 wurden entsprechend neu berechnet.

g) *Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung*

Diese werden zum Wert von 1 Goldfranken ausgewiesen. Bisher sind Investitionen für Grundstücke, Gebäude oder Geschäftsausstattung der Rückstellung für Bauvorhaben oder der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung belastet worden. Mit Wirkung vom Geschäftsjahr 1998/99 werden die Grundstücke, die Gebäude und die Geschäftsausstattung der Bank zum Einstandswert abzüglich Abschreibungen ausgewiesen. Diese bevorstehende Änderung wird in Abschnitt m) unten noch näher erläutert.



*h) Währungsumrechnungskonto*

Auf dem Währungsumrechnungskonto werden Wechselkursdifferenzen verbucht (s. oben, Abschnitt a); sie betreffen im wesentlichen jenen Teil der Eigenmittel der Bank, der in anderen Währungen als US-Dollar gehalten wird.

*i) Einlagen*

Einlagen sind Buchforderungen gegen die Bank und werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Bestimmte Forderungen werden mit einem Disagio auf den bei Fälligkeit der Einlage zahlbaren Betrag ausgegeben; in diesen Fällen erfolgt die Verbuchung wie bei den von der Bank gehaltenen Wertpapieren mit festem Rückzahlungstermin (s. oben, Abschnitt d).

*j) Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rücknahmevereinbarung veräußert werden, werden zu dem von der Gegenpartei gezahlten Betrag zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. In den Vorjahren waren diese Wertpapiere im Posten „Einlagen (Währungen)“ eingeschlossen. Die Zahlen von 1997 wurden entsprechend neu berechnet.

*k) Pensionssystem des Personals*

Das Pensionssystem des Personals stellt die Verpflichtung der Bank gegenüber derzeitigen Personalmitgliedern und Pensionären dar; der Betrag wird aufgrund jährlicher versicherungsmathematischer Empfehlungen ermittelt.

*l) Rückstellungen*

*i) Allgemeine Rückstellungen*

Der Verwaltungsrat weist jedes Jahr einen Betrag einer Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle zu; diese Rückstellung ist im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

*ii) Zweckbestimmte Rückstellungen*

In den Vorjahren wurden vom Verwaltungsrat aus dem Geschäftsertrag der Bank Zuweisungen an folgende Rückstellungen vorgenommen:

1. Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten
2. Rückstellung für Bauvorhaben
3. Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung

Für das Geschäftsjahr 1997/98 wurden wegen der bevorstehenden Änderung des Rechnungslegungsverfahrens für Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung (s. nebenstehend, Abschnitt m) keine Zuweisungen an die zweckbestimmten Rückstellungen vorgenommen.

*m) Änderung des Rechnungslegungsverfahrens im Geschäftsjahr 1998/99*

Im kommenden Geschäftsjahr werden die Grundstücke, die Gebäude und die Geschäftsausstattung der Bank in der Bilanz zu ihrem Einstandswert abzüglich der kumulierten Abschreibungen für die Jahre, in denen diese Aktiva gehalten wurden, ausgewiesen. Diese Änderung wird zur Folge haben, daß sich der in der Bilanz ausgewiesene Wert der Grundstücke, der Gebäude und der Geschäftsausstattung um rund 90 Millionen Goldfranken erhöht; dieser Betrag wird zu den Reserven der Bank hinzukommen. Darüber hinaus wird die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank ab dem Geschäftsjahr 1998/99 einen Aufwandsposten „Abschreibungen“ anstelle der Zuweisungen an die zweckbestimmten Rückstellungen enthalten.

Die nicht verwendeten Beträge der Rückstellung für Bauvorhaben sowie der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung werden 1998/99 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten gutgeschrieben.



# Anmerkungen zur Bilanz

für das am 31. März 1998 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Aktiva	1997	1998
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	3 547 261 289	3 037 168 543
Termineinlagen in Gold		
bis zu 3 Monaten	450 480 089	438 825 618
von mehr als 3 Monaten	506 182 355	683 561 094
	<u>4 503 923 733</u>	<u>4 159 555 255</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betrugen GFr. 662,0 Mio. zum 31. März 1998, was 192 Tonnen Feingold entsprach (1997: GFr. 661,9 Mio.; 192 Tonnen).

## 2. Schatzwechsel

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	1997	1998
Buchwert	<u>2 813 409 132</u>	<u>1 863 872 732</u>

Der Marktwert der Schatzwechsel betrug am 31. März 1998 GFr. 1 863,6 Mio. (1997: GFr. 2 812,7 Mio.).

## 3. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	1997	1998
Buchwert	<u>15 651 114 800</u>	<u>18 517 072 458</u>

Der Marktwert der Staats- und anderen Wertpapiere betrug am 31. März 1998 GFr. 18 623,8 Mio. (1997: GFr. 15 720,1 Mio.).

#### 4. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	1997	1998
Genehmigtes Kapital		
600 000 Aktien		
zu je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	1 500 000 000
Begebenes Kapital: 517 125 Aktien	1 292 812 500	
517 165 Aktien		1 292 912 500
eingezahlt zu 25%	323 203 125	323 228 125

Im Geschäftsjahr 1997/98 wurden 40 Aktien zum Preis von GFr. 3 874 je Aktie ausgegeben. Der eingezahlte Teil von GFr. 625 je Aktie wurde dem Aktienkapital gutgeschrieben, der Rest – der einem Agio von GFr. 3 249 je Aktie entspricht – den Reserven (s. auch „Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank“).

#### 5. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	1997	1998
Gesetzlicher Reservefonds	32 320 313	32 322 813
Allgemeiner Reservefonds	974 876 936	1 016 326 624
Besonderer Dividenden-Reservefonds	59 530 055	62 530 055
Freier Reservefonds	995 056 620	1 157 345 532
	<u>2 061 783 924</u>	<u>2 268 525 024</u>

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt (s. auch Tabelle „Entwicklung der Reservefonds“).

#### 6. Einlagen

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen setzen sich wie folgt zusammen:

	1997	1998
Zentralbanken		
Sicht	2 107 217 697	3 323 820 195
bis zu 3 Monaten	51 394 694 652	45 283 968 982
von mehr als 3 Monaten	658 294 838	1 860 469 306
Andere Einleger		
Sicht	59 476 195	64 627 283
bis zu 3 Monaten	3 005 087 245	3 490 403 364
von mehr als 3 Monaten	360 804 000	252 427
	<u>57 585 574 627</u>	<u>54 023 541 557</u>



## 7. Außerbilanzielle Posten

### a) Derivate

Im Rahmen ihres normalen Geschäfts tätigt die Bank außerbilanzielle Finanztransaktionen, u.a. Devisentermingeschäfte, Währungs- und Zinsswaps, Forward Rate Agreements, Futures und Optionen. Diese Instrumente werden zur Absicherung der Zins- und Währungsrisiken der Bank bei ihren Aktiva und Passiva sowie zur Steuerung der Duration ihrer liquiden Aktiva eingesetzt. Bei der Beurteilung von außerbilanziellen Engagements wendet die Bank dieselben Bonitätskriterien an wie bei allen anderen Anlagen.

Nominalbetrag	1997	1998
(in Mio. Goldfranken)		
Währungskontrakte		
Devisenswaps und -termingeschäfte	9 917,3	12 040,5
Währungsswaps	1 263,7	2 054,4
Zinskontrakte		
Zinsswaps	8 338,2	5 689,5
Forward Rate Agreements und Futures	3 391,8	4 928,4

Der Nominalwert oder Kontraktwert der verschiedenen Derivate zeigt den Umfang der Aktivitäten der Bank an den verschiedenen Märkten an, er gibt jedoch keinen Hinweis auf das mit den Geschäften der Bank verbundene Kredit- oder Marktrisiko. Der Brutto-Wiederbeschaffungswert sämtlicher Kontrakte, die zu aktuellen Marktwerten einen Gewinn auswiesen, belief sich zum 31. März 1998 auf GFr. 499,7 Mio. (1997: GFr. 565,0 Mio.).

### b) Treuhandgeschäfte

Treuhandgeschäfte werden nicht in der Bilanz ausgewiesen, da sie zwar im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt werden.

	1997	1998
(in Mio. Goldfranken)		
Nominalwert der für Kunden verwahrten Wertpapiere	12 281,4	7 660,2
Für verschiedene Einleger verwahrtes Gold	972,0	930,8

# Bericht der Buchprüfer

Bericht der Buchprüfer  
an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Wir haben die beiliegende Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich einschließlich der Anmerkungen dazu geprüft. Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sind von der Direktion der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Rechnungslegungsverfahren“ wiedergegebenen Bewertungsgrundsätzen erstellt worden. Gemäß den Statuten der Bank besteht unsere Aufgabe darin, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfungen eine unabhängige Beurteilung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung abzugeben und Ihnen darüber Bericht zu erstatten.

Unsere Abschlußprüfung umfaßte die stichprobenweise Prüfung von Nachweisen für die in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung enthaltenen Zahlen und sonstigen Angaben. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir benötigten, um festzustellen, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung frei von wesentlichen Fehlern sind. Wir sind der Ansicht, daß die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Nach unserer Auffassung sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermitteln für das am 31. März 1998 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen

Leitende Buchprüfer

John K. Fletcher

Basel, 24. April 1998



# Fünffjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März		1994	1995	1996	1997	1998
<b>Gold</b>						
Barren		4 338,3	4 373,4	4 364,2	3 547,3	3 037,1
Terminguthaben und Kredite		579,8	541,8	637,3	956,7	1 122,4
		4 918,1	4 915,2	5 001,5	4 504,0	4 159,5
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken		12,0	9,8	9,8	384,4	7,8
Schatzwechsel		2 891,7	5 483,1	4 105,7	2 813,4	1 863,9
Terminguthaben und Kredite in Währungen		41 370,4	42 478,7	37 328,1	42 355,1	34 862,2
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere		7 457,0	2 988,7	1 652,2	884,2	2 781,0
Staats- und andere Wertpapiere		8 249,9	9 332,8	10 488,1	15 651,1	18 517,1
Verschiedene Aktiva		76,6	19,2	32,8	200,8	258,7
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung		—	—	—	—	—
<b>Aktiva insgesamt</b>		<b>64 975,7</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>
<b>Eingezahltes Kapital</b>		<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>
<b>Reserven (nach Zuweisung des Reingewinns)</b>						
Gesetzlicher Reservefonds		30,1	30,1	30,1	32,3	32,3
Allgemeiner Reservefonds		732,2	764,9	803,3	974,9	1 016,3
Besonderer Dividenden-Reservefonds		50,5	53,5	56,5	59,5	62,5
Freier Reservefonds		733,7	807,0	893,6	995,1	1 157,4
		1 546,5	1 655,5	1 783,5	2 061,8	2 268,5
Währungsumrechnungskonto		273,1	449,5	373,5	351,1	247,2
<b>Einlagen</b>						
Gold		4 061,1	4 157,0	4 245,0	3 836,4	3 473,7
Währungen		57 164,9	56 549,0	49 649,2	57 585,6	54 023,6
		61 226,0	60 706,0	53 894,2	61 422,0	57 497,3
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		—	385,4	376,6	674,8	30,7
Pensionssystem des Personals		200,2	271,0	283,1	252,6	257,0
Verschiedene Passiva		1 393,1	1 411,0	1 558,3	1 658,7	1 773,7
Dividende		41,1	53,4	53,3	48,8	52,6
<b>Passiva insgesamt</b>		<b>64 975,7</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>

# Fünffjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März		1994	1995	1996	1997	1998
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen		195,7	229,3	254,3	263,8	314,9
Abzüglich: Verwaltungskosten						
Verwaltungsrat		0,8	1,2	1,5	1,3	1,3
Direktion und Personal		34,1	40,2	46,6	42,9	39,4
Geschäfts- und Bürokosten		15,5	17,4	18,3	16,3	15,0
		50,4	58,8	66,4	60,5	55,7
Geschäftsertrag		145,3	170,5	187,9	203,3	259,2
Abzüglich: Zuweisungen an						
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten		3,3	3,4	3,5	3,0	—
Rückstellung für Bauvorhaben		—	—	—	—	—
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung		3,9	4,7	3,1	6,0	—
		7,2	8,1	6,6	9,0	—
Reingewinn für das Geschäftsjahr		138,1	162,4	181,3	194,3	259,2
Dividende		41,1	53,4	53,3	48,8	52,6
		97,0	109,0	128,0	145,5	206,6
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds		29,1	32,7	38,4	41,0	41,3
		67,9	76,3	89,6	104,5	165,3
Zuweisung an den Besonderen Dividenden- Reservefonds		3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
		64,9	73,3	86,6	101,5	162,3
Zuweisung an den Freien Reservefonds		64,9	73,3	86,6	101,5	162,3
		—	—	—	—	—



## Verwaltungsrat

Alfons Verplaetse, Brüssel  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Lord Kingsdown, London  
Stellvertretender Vorsitzender

Urban Bäckström, Stockholm  
Vincenzo Desario, Rom  
Antonio Fazio, Rom  
Edward A.J. George, London  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
Masaru Hayami, Tokio  
William J. McDonough, New York  
Hans Meyer, Zürich  
Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.  
Gordon G. Thiessen, Ottawa  
Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M.  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam  
Philippe Wilmès, Brüssel

### *Stellvertreter*

Jean-Pierre Patat oder  
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris  
Ian Plenderleith oder  
Clifford Smout, London  
Jean-Jacques Rey oder  
Marcia De Wachter, Brüssel  
Alice M. Rivlin oder  
Edwin M. Truman, Washington  
Carlo Santini oder  
Stefano Lo Faso, Rom  
Helmut Schieber oder  
Bernd Goos, Frankfurt a.M.

## Oberste Führungsebene der Bank

Andrew Crockett	Generaldirektor
André Icard	Beigeordneter Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungsleiter
Malcolm Gill	Leiter der Bankabteilung
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Marten de Boer	Direktor, Buchhaltung, Budget und ECU-Clearing
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung



