

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 70. Jahresbericht

1. April 1999 – 31. März 2000    Basel, 5. Juni 2000

Veröffentlichungen sind erhältlich bei:

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

Fax: + 41 61/280 91 00 und + 41 61/280 81 00

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2000.*  
*Alle Rechte vorbehalten.*  
*Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden,*  
*sofern die Quelle angegeben wird.*

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-354-8

Auch in Englisch, Französisch, Italienisch und (im Sommer 2000) in Spanisch veröffentlicht.  
Auf der BIZ-Website im Internet verfügbar ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
I. Einleitung: Alte Probleme in einer neuen Ära? .....	3
Inflation, Zinssätze und Schuldenstände .....	5
Erfolge hinsichtlich Struktur und Architektur .....	8
II. Entwicklung in den Industrieländern .....	12
Schwerpunkte .....	12
Makroökonomische Entwicklung 1999 .....	13
Entwicklung in einzelnen Ländern .....	16
Inflation und Arbeitsmärkte .....	25
<i>Inflation und Ölpreise</i> .....	25
<i>Arbeitsmärkte, Lohnvereinbarungen und Inflationsprozeß</i> .....	27
<i>EWU, Lohnverhandlungen und Inflation</i> .....	29
<i>Phillips-Kurven</i> .....	31
Entwicklungen im Welthandel und in der Außenwirtschaft .....	34
<i>Welthandel und Preise</i> .....	34
<i>Leistungsbilanzsalden</i> .....	35
III. Erholung von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....	39
Schwerpunkte .....	39
Die wichtigsten Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich .....	40
Erholung von der Krise in Asien .....	45
<i>Kapazitätsengpässe und Inflationsdruck</i> .....	48
<i>Haushaltsungleichgewichte und Staatsverschuldung</i> .....	49
<i>Finanzmärkte und geld- und währungspolitische Regime</i> .....	49
<i>Längerfristige Wachstumsaussichten</i> .....	52
Einige Aspekte der Sanierung des Unternehmens- und Finanzsektors in Asien .....	53
<i>Sanierung der Unternehmen</i> .....	53
<i>Sanierung der Banken</i> .....	55
Unterschiedliche und ungewöhnliche Ergebnisse in den latein- amerikanischen Ländern .....	58
<i>Entwicklung der Inflation</i> .....	62
<i>Große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte</i> .....	63
Afrika .....	64
Nahe Osten .....	67
Mittel- und Osteuropa .....	68
<i>Entwicklungen in Produktion und Außenhandel</i> .....	68
<i>Inflation und neue geld- und währungspolitische Regime</i> .....	70
IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern .....	72
Schwerpunkte .....	72
USA .....	73

	Seite
<i>Preise von Vermögenswerten, Finanzstabilität und Geldpolitik</i> .....	76
<i>Bekanntgabe des „bias“</i> .....	77
Japan .....	78
Euro-Raum .....	81
<i>Glaubwürdigkeit und Transparenz</i> .....	82
<i>Veröffentlichung von Prognosen</i> .....	84
Länder mit Inflationsziel .....	85
Geldpolitik und Unsicherheit .....	90
<i>Quellen der Unsicherheit</i> .....	90
<i>Bedeutung für die Vermittlung geldpolitischer Beschlüsse</i> .....	93
V. Entwicklung an den Devisenmärkten .....	95
Schwerpunkte .....	95
Dollar, Yen und Euro .....	95
<i>Wesentliche Entwicklungen und langfristige Perspektiven</i> .....	95
<i>Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen</i> .....	99
<i>Aktienmärkte und Wechselkurse</i> .....	102
Entwicklung an anderen Devisenmärkten .....	104
<i>Währungen in Europa</i> .....	104
<i>Währungen anderer Industrieländer</i> .....	105
<i>Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften</i> .....	107
Strukturänderungen und Umsatz an den Devisenmärkten .....	111
Entwicklungen am Goldmarkt .....	113
VI. Finanzmärkte .....	117
Schwerpunkte .....	117
Aktienmärkte .....	118
<i>Entwicklungsmuster</i> .....	118
<i>Volatilität und Bewertungsänderungen</i> .....	121
<i>Bewertungsrisiken und potentielle Entwicklung der Wirtschaft</i> .....	124
Anleihemärkte .....	125
<i>Emissionen des privaten Sektors und Zinsaufschläge bei Krediten</i> .....	126
<i>Liquiditätsfaktoren bei den Kreditzinsspannen</i> .....	129
<i>Suche nach neuen Referenzanleihen</i> .....	131
Das internationale Bankgeschäft .....	134
<i>Kreditvergabe an Industrieländer</i> .....	134
<i>Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften</i> .....	135
<i>Interbankmarkt und Offshore-Finanzplätze</i> .....	137
<i>Internationale Konsortialkredite</i> .....	138
VII. Der Euro und die europäische Finanzarchitektur .....	139
Schwerpunkte .....	139
Finanzmärkte .....	139
<i>Geldmärkte</i> .....	140
<i>Anleihemärkte</i> .....	142
<i>Unternehmensanleihen</i> .....	144
<i>Aktienmärkte</i> .....	149
Konsolidierung im Finanzsektor .....	151
Aufsichtsstruktur und Regulierung .....	152
<i>Derzeitige Regelungen</i> .....	153
<i>Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen</i> .....	155
<i>Sicherung der Finanzstabilität</i> .....	157

	Seite
VIII. Schlußbemerkungen .....	160
Ungleichgewichte und das Streben nach Preisstabilität .....	162
Strukturwandel und die Verhütung globaler Finanzinstabilität .....	167
Bewältigung und Überwindung von Finanzkrisen .....	170
-----	
Die Tätigkeit der Bank .....	175
Direkte Beiträge der BIZ zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich .....	175
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i> .....	176
<i>Förderung der Finanzstabilität durch die permanenten Ausschüsse</i> .....	177
<i>Basler Ausschuß für Bankenaufsicht</i> .....	178
<i>Ausschuß für das weltweite Finanzsystem</i> .....	180
<i>Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	181
<i>Repräsentanz für Asien und den Pazifik</i> .....	183
<i>Institut für Finanzstabilität</i> .....	184
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit .....	185
<i>Zehnergruppe</i> .....	185
<i>Forum für Finanzstabilität</i> .....	185
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	187
<i>Gemeinsamer Jahr-2000-Rat</i> .....	187
Weitere Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken .....	188
<i>Zusammenarbeit mit regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken</i> .....	188
<i>Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken</i> .....	189
<i>Ausschuß der EDV-Fachleute</i> .....	190
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	190
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	190
<i>Pfandhalter</i> .....	191
Finanzhilfe für Zentralbanken .....	191
Tätigkeit der Bankabteilung .....	191
<i>Passiva</i> .....	192
<i>Aktiva</i> .....	192
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	193
Erweiterung des Kreises der Aktionärszentralbanken .....	194
Änderung der Statuten der Bank .....	195
Veränderungen im Verwaltungsrat .....	195
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 2000 .....	197
Verwaltungsrat .....	212
Oberste Führungsebene der Bank .....	213

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 9. und 17. Mai 2000 abgeschlossen.

## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Entwicklung in den Industrieländern</b>	
Prognosen und Ergebnisse für 1999 .....	13
Streuung der US-Wachstumsprognosen für 1999* .....	14
Veränderung der Arbeitslosenquoten und Produktionslücken* .....	15
US-Aufschwungphasen im langfristigen Vergleich .....	16
BIP-Wachstum und Veränderung der Arbeitslosenquote im jüngsten Konjunkturzyklus* .....	18
Indikatoren für den US-Unternehmensbereich* .....	19
Nettofinanzvermögen und Ersparnis der privaten Haushalte* .....	20
Geschätzte Einkommens- und Vermögenselastizität des Verbrauchs .....	20
Investitionen in Relation zum BIP* .....	21
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte 1998 und 1999* .....	23
Wachstum des realen BIP 1998 und 1999* .....	24
Abhängigkeit vom Öl* .....	26
Lohnsignale in Relation zum Rauschen durch Inflationsänderungen* .....	28
Eine Phillips-Kurve für den Euro-Raum (1973–99)* .....	32
Phillips-Kurven-Schätzungen .....	33
Länder des Euro-Raums 1999 und ihre gemeinsame Phillips-Kurve* .....	33
Entwicklung des Welthandels und der Preise .....	34
Veränderung der Leistungsbilanzsalden 1997–99 .....	35
Entwicklung der Nettofinanzierungssalden der Wirtschaftssektoren* .....	36
Zahlungsbilanzen in den Industrieländern .....	37
<b>Erholung von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften</b>	
Aktienkurse und Renditenabstände in aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	40
Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen .....	41
Entwicklung der weltweiten Terms of Trade .....	42
Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften .....	43
Internationale Bankkredite und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften .....	44
Industrieproduktion in Asien* .....	46
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens: Beitrag zum Wachstum des realen BIP* ..	48
Wechselkurse und reales Kreditwachstum in Asien* .....	50
Kurs/Gewinn-Verhältnisse in Asien* .....	51
Fortschritte bei der Umstrukturierung im Finanzsektor 1999* .....	55
Kennzahlen für die Ertragskraft der Banken in Krisenländern Asiens .....	58
Exportergebnisse wichtiger Länder in Lateinamerika 1999 .....	59
Zinssätze und reale effektive Wechselkurse in Lateinamerika* .....	60
Haushaltssalden und öffentliche Verschuldung .....	61
Inflation und Produktionslücken in Lateinamerika* .....	63
Wachstum des realen BIP in Afrika und im Nahen Osten* .....	65

	Seite
Monetäre Kennzahlen für Afrika .....	66
Wirtschaftsindikatoren für Rußland und Mitteleuropa* .....	69
Entwicklung an den Finanzmärkten in Rußland und Mitteleuropa* .....	70
<b>Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern</b>	
Wirtschaftsindikatoren in den USA* .....	76
Wirtschaftsindikatoren in Japan* .....	79
Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum* .....	82
Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit Inflationsziel* .....	86
Wechselkurse in Ländern mit Inflationsziel* .....	89
Verteilungen geschätzter Steigungen der Phillips-Kurve* .....	91
Unsicherheit von Produktionslücken* .....	92
Revision von BIP-Daten* .....	93
<b>Entwicklung an den Devisenmärkten</b>	
Wechselkurse, implizite Volatilitäten und Risk Reversals von Dollar, Yen und Euro* .....	96
Wechselkurse von Dollar, Yen und Euro* .....	97
Internationale Nettoauslandsvermögenspositionen der USA, Japans und des Euro-Raums* .....	97
Offizielle Devisenreserven .....	98
Wechselkurse und Differenz der Zinsterminsätze* .....	99
Wachstumsprognosen und Wechselkurse* .....	100
Portfolioströme zwischen den drei größten Volkswirtschaften* .....	101
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen .....	103
Aktienmärkte und Wechselkurse in ausgewählten Industrieländern .....	103
Aktienmärkte und Wechselkurse* .....	104
Wechselkurse ausgewählter europäischer Währungen gegenüber dem Euro* .....	105
Rohstoffpreise, Wechselkurse und der Satz für die Goldleihe* .....	106
Wechselkurse gegenüber dem Dollar in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	107
Umsatz und Volatilität in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	108
Ankerrolle von Dollar, Euro und Yen* .....	109
Korrelation der Aktienmärkte und Wechselkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	110
Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten .....	112
Währungsgoldbestände .....	114
Nachrichten über Goldverkäufe von Zentralbanken und der Goldpreis* .....	115
<b>Finanzmärkte</b>	
Aktienindizes* .....	118
Segmentierung an den Aktienmärkten* .....	119
Implizite Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Nasdaq-Aktienkurse* .....	120
Wertkennzahlen von Aktienkursen .....	122
Aktienkurse der „Old Economy“ und reale Zinssätze* .....	123
Aktienemissionen und Kursentwicklung um den Zeitpunkt von Rückkaufsankündigungen* .....	125
Internationale und inländische Märkte für Schuldtitel* .....	126
Nettoabsatz internationaler Schuldtitel .....	127
Gemessene Kreditaufschläge* .....	128
Liquidität der Märkte für Staatsanleihen der USA und Deutschlands* .....	130

	Seite
Umsatz börsengehandelter Optionen und Futures* .....	131
Das Entstehen neuer Referenzwerte* .....	132
Geschäft an den internationalen Bankkredit- und Wertpapiermärkten* .....	135
Zusammensetzung der internationalen Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken .....	136
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen nach Region* .....	137
Angekündigte Fazilitäten am internationalen Konsortialkreditmarkt* .....	138

## Der Euro und die europäische Finanzarchitektur

3-Monats-Geldmarktsätze: Geld-Brief-Spannen .....	140
Grenzüberschreitendes Interbankgeschäft* .....	141
Konvergenz der Renditen* .....	142
Renditenabstände bei verschiedenen Laufzeiten* .....	143
Internationale Anleihen und Notes: Angekündigte Emissionen* .....	145
Internationale Anleiheemissionen nach Schuldnerkategorie* .....	146
Internationale Anleiheemissionen des privaten Sektors* .....	147
Rolle der Emissionswährung bzw. der Geschäftsbeziehung bei der Wahl eines Emissionsinstituts .....	148
Aktienmarktindikatoren .....	149
Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor des Euro-Raums .....	151
Kostenstruktur im Bankgewerbe .....	152
Deckungsbereich der Einlagensicherungssysteme .....	156

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.



# 70. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 5. Juni 2000 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 70. Geschäftsjahr (1. April 1999–31. März 2000) vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt 307 824 257 Goldfranken, verglichen mit 303 618 800 Goldfranken im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 1999/2000 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (s. S. 193f. des vorliegenden Berichts).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 54 658 243 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 340 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 50 633 203 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 199 532 811 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1999/2000 den Aktionären am 1. Juli 2000 gezahlt.

Basel, 17. Mai 2000

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor



# I. Einleitung: Alte Probleme in einer neuen Ära?

Ein Jahrzehnt stürmischer wirtschaftlicher Entwicklungen endete mit einem Jahr voller Überraschungen, die mehrheitlich positiv waren. Die Inflation war in den meisten Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin sehr niedrig, während das Wirtschaftswachstum in den USA kräftig blieb, in Europa zulegte und sich in Lateinamerika im späteren Jahresverlauf zu erholen begann. Wie sich das Schicksal mehrerer von Krisen betroffener Länder Ostasiens wendete, war schlicht bemerkenswert, und China und Indien wiesen anhaltend hohe Wachstumsraten auf. Sogar in Japan gab es Anzeichen dafür, daß das Schlimmste überstanden sein könnte. An den Finanzmärkten erreichten die Aktienkurse neue Höchststände, überwiegend angeführt von Unternehmen des Hochtechnologiebereichs. Auch die Emissionen von Unternehmensanleihen verzeichneten Rekordwerte, wobei sich die Ausgabebetätigkeit im neu (und reibungslos) eingeführten Euro besonders lebhaft entwickelte. All diese Ereignisse wurden von den meisten Beobachtern als gute Vorzeichen für den Beginn des neuen Jahrtausends betrachtet, und das Ausbleiben größerer Computerprobleme zum Zeitpunkt des Datumswechsels wurde ebenfalls als gutes Omen interpretiert.

Der allgemeine Optimismus wurde ganz wesentlich durch die Erkenntnis gestützt, daß sich im vergangenen Jahrzehnt eine Reihe wünschenswerter Trends etabliert hatten. Der technologische Fortschritt war überwältigend, und in der gemessenen Produktivität in den USA schien sich sein Einfluß zunehmend widerzuspiegeln. Eine ausreichende Flexibilität an den Arbeits-, Kapital- und Gütermärkten vorausgesetzt, gab es außerdem keinen offensichtlichen Grund, weshalb diese übertragbaren Technologien nicht auch andernorts positive Wirkung entfalten sollten. Diese Überlegung dürfte auch die weltweite Euphorie für Aktien der „neuen Ära“ begünstigt haben. Darüber hinaus schritten Deregulierung und Privatisierung rasch voran und versprachen nicht nur eine effizientere Ressourcenallokation, sondern (über die Finanzmärkte) auch neue Möglichkeiten, nicht verantwortungsvoll handelnde Regierungen zur Ordnung zu rufen. Ohnehin war die Verpflichtung auf eine solide Geld- und Finanzpolitik sowohl in den Industrieländern wie auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften weit verbreitet. Ferner hatte sich immer mehr die Erkenntnis durchgesetzt, daß gut funktionierende Märkte eine umfassende Infrastruktur rechtlicher, institutioneller und kontrolltechnischer Systeme benötigen.

Ironischerweise birgt selbst ein wohlbegründeter Optimismus die heimtückische Tendenz, sich ins Übermaß zu kehren, wie die Geschichte wiederholt gezeigt hat. Die Wahrscheinlichkeit einer solchen Entwicklung schien im Berichtszeitraum zunehmend größer zu werden. Daß die Stärke der Expansion in den

englischsprachigen Ländern (s. Kapitel II) und der Erholung in Ostasien (s. Kapitel III) beinahe überall unterschätzt wurde, läßt vermuten, daß die treibenden Kräfte hinter dieser positiven Entwicklung immer noch nicht ganz verstanden wurden. Beunruhigend war jedoch die Feststellung, daß die verschiedenen gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Kräfte, die am Werk waren, auf ungewöhnliche Weise miteinander verknüpft zu sein schienen. Beispielsweise erhöhten die steigenden Aktienkurse in den USA (insbesondere im Hochtechnologiebereich) das Vermögen der privaten Haushalte und erleichterten die Unternehmensfinanzierung, was wiederum zu höheren Verbraucherausgaben und Investitionen beitrug. Durch eine lebhaftere Nachfrage und die Steigerung der Kapitalintensität verbesserte sich die gemessene Produktivität, was den Optimismus hinsichtlich der Gewinnaussichten förderte, die Aktienkurse zusätzlich stützte und so weiter. Natürlich können solche sich gegenseitig verstärkenden Prozesse Schwankungen an den Finanzmärkten wie auch in der Realwirtschaft übersteigern, vor allem wenn sie durch entsprechende Wechselkursänderungen noch verstärkt werden.

Ein weiterer Grund, den Optimismus zu zügeln, besteht darin, daß bei vielen der Ungleichgewichte und Strukturängel, die die Weltwirtschaft in den letzten Jahren geprägt hatten, keine Fortschritte zu ihrer Beseitigung erzielt wurden. In mancher Hinsicht verschärften sie sich sogar. Das auffälligste Ungleichgewicht war der beispiellose Kontrast zwischen dem Rekordhoch der privaten Sparquote in Japan und dem Rekordtief dieser Quote in den USA. Verschiebungen bei den Salden der öffentlichen Haushalte milderten zwar die Wirkungen dieser extremen Werte, wenn auch um den Preis einer drastischen Verschlechterung der Haushaltslage in Japan, doch blieben hohe Leistungsbilanzungleichgewichte bestehen, die das Risiko von Auswirkungen auf den Wechselkurs mit sich brachten. Beim Abbau struktureller Hindernisse für ein dauerhaftes Wachstum wurden sowohl in Japan als auch in Kontinentaleuropa weitere Fortschritte erzielt, wenngleich starre Güter- und Arbeitsmärkte nach wie vor Anlaß zur Sorge boten. In allen Regionen, aber vielleicht besonders in Ostasien, wurde befürchtet, daß die politische Unterstützung für die Umstrukturierungsbestrebungen angesichts der Stärke der Konjunkturerholung nachlassen würde. So untergrub ein kurzfristiger Optimismus abermals, wenn auch auf andere Weise, gerade die Grundlage, die für einen längerfristigen Optimismus notwendig wäre.

Die Finanzmarktteilnehmer und Währungsbehörden in den Industrieländern erkannten die bestehende Unsicherheit, gelangten aber dennoch zu der Ansicht, daß die Zinssätze höher sein müßten. Die langfristigen Sätze für Staatsanleihen stiegen das ganze Jahr 1999 hindurch an, wenngleich sich die Kurse später vorübergehend erholten, und auch die Notenbankzinsen wurden angehoben, da viele Zentralbanken zu der Auffassung kamen, daß dem Risiko einer höheren Inflation begegnet werden mußte. Zum Zeitpunkt der Drucklegung hatten die höheren Zinssätze allerdings weder eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums noch ausgeprägte Veränderungen an wichtigen Finanzmärkten bewirkt. Insbesondere kam es nicht zu einer allgemeinen Kursschwäche am Aktienmarkt, auch wenn die Aktienkurse erheblich volatiler wurden und die Technologiewerte massiv nachgaben.

## Inflation, Zinssätze und Schuldenstände

Unter den gegebenen Umständen erschien es schwer vorstellbar, daß nur ein Jahr zuvor einige Beobachter Besorgnis über die Möglichkeit einer weltweiten Rezession und Deflation geäußert hatten. Die unerwarteten Hinweise auf ein beinahe überall stärkeres Wirtschaftswachstum lenkten die Aufmerksamkeit sowohl der Märkte als auch der geldpolitischen Entscheidungsträger zu Recht wieder auf den Inflationsdruck. Daß dieser Druck relativ verhalten blieb, bestätigte allerdings die hohe Wirksamkeit inflationsmindernder Faktoren wie technologischer Wandel, Deregulierung, Überkapazitäten und Haushaltskonsolidierung in vielen Ländern. Die potentiellen Wechselwirkungen höherer Zinssätze, gestiegener Verschuldung und größer werdender Ungleichgewichte verstärkten außerdem die Besorgnis, daß es irgendwann zu unvorhersehbaren und möglicherweise disinflationären Konsequenzen kommen könnte.

Die beachtliche, ununterbrochene und nicht von Inflationsdruck begleitete wirtschaftliche Expansion in den USA setzte sich im vergangenen Jahr fort, gestützt durch angebots- wie nachfrageseitige Faktoren. Auf der Angebotsseite führten eine unerwartete Mäßigung bei den Löhnen sowie die Erhöhung der Kapitalintensität sogar zu niedrigeren Lohnstückkosten, während die Arbeitslosenquote unter ein Niveau sank, bei dem in der Vergangenheit ein Preisauftrieb ausgelöst worden wäre. Auf der Nachfrageseite legte der Verbrauch der privaten Haushalte kräftig zu, begünstigt durch höhere Aktienkurse, sich ausweitende Beschäftigungschancen und ein wachsendes Vertrauen in eine auf der Hochtechnologie aufbauende „New Economy“. Auch die Investitionen entwickelten sich lebhaft, wobei ebenfalls der Hochtechnologiebereich im Mittelpunkt stand. Viele dieser Faktoren zeigten sich auch in den anderen wichtigen englischsprachigen Ländern, allerdings mit der bedeutenden Einschränkung, daß hier generell kein so starker Anstieg der gemessenen Produktivität festzustellen war.

Der Beschluß der Federal Reserve in den USA Mitte 1999, behutsam mit der Anhebung der Notenbankzinssätze zu beginnen (s. Kapitel IV), ging auf die Befürchtung zurück, daß die Nachfrage selbst in einer „New Economy“ wohl weiterhin das Angebot übersteigen würde. Die höheren Staatsausgaben, eine Reaktion auf Druck im Vorfeld der Wahlen und auf massive erwartete Überschüsse, dürften ein weiteres Argument für eine Straffung geliefert haben. Auch die nach einem langen Rückgang sprunghaft gestiegenen Ölpreise gaben Anlaß zur Besorgnis, obwohl das Öl in den Industrieländern bei weitem nicht mehr dieselbe Bedeutung hat wie früher. Bis zum Frühjahr 1999 hatten sich diese Bedenken durch einen sichtbareren Auftrieb sowohl der Preise als auch der Beschäftigungskosten verstärkt. Die Finanzlage der privaten Haushalte wie der Unternehmen in den USA wies ebenfalls auf die Notwendigkeit einer gewissen Mäßigung im Verhalten des privaten Sektors hin. Die Sparquote der privaten Haushalte verringerte sich im Jahresverlauf erneut, während gleichzeitig die Verschuldung weiter zunahm. Die Beleihung von Portfolios für den Kauf von Aktien erhöhte sich sprunghaft, wenngleich auf ein immer noch niedriges Niveau, und auch andere Arten der Kreditaufnahme der privaten Haushalte wuchsen wiederum kräftig. Das anhaltend hohe Aktienkursniveau dürfte diese Tendenzen wohl noch begünstigt haben, da inzwischen über 50% der privaten

Haushalte in den USA Aktien halten. Auch die Unternehmensverschuldung weitete sich in raschem Tempo aus, was auf eine deutliche Zunahme der Investitionen sowie weitere Aktienrückkäufe zurückzuführen war.

Ganz anders war die Situation in Japan, wo die Nettoersparnis des privaten Sektors ein neues Hoch erreichte. Da die sich daraus ergebende Nachfrage-dämpfung nur teilweise durch ein verstärktes Entsparen des öffentlichen Sektors ausgeglichen wurde, war das Wirtschaftswachstum in Japan insgesamt sehr verhalten, und eine Deflation konnte nur knapp vermieden werden. Eine Rolle spielte dabei, daß sowohl die Unternehmen als auch die privaten Haushalte ein vorsichtiges Verhalten an den Tag legten. Angesichts der noch nicht bewältigten Überkapazitäten aus den achtziger Jahren verringerten die Unternehmen ihre Investitionen trotz höherer Ausgaben für die Hochtechnologie weiter. Als sich die Gewinnlage im Zuge der internen Umstrukturierungen verbesserte, erhielt die Schuldentilgung Vorrang.

Die Sparquote der privaten Haushalte kehrte nach einem Anfang 1999 verzeichneten leichten Rückgang zu ihrem 1997 begonnenen Aufwärtstrend zurück. Die Ungewißheit und Sorge der privaten Haushalte hatte eine Reihe von Ursachen. Die Umstrukturierungen im Unternehmensbereich ließen Besorgnis hinsichtlich der Beschäftigung aufkommen und beeinträchtigten das Vertrauen. Von längerfristiger Bedeutung ist vielleicht, daß die wachsende Staatsverschuldung verbunden mit der sich rasch verschlechternden Altersstruktur der Bevölkerung die Frage der künftigen Steuerbelastung und der Tragfähigkeit der Altersversorgungssysteme ins Bewußtsein rückte. Die Bank of Japan sicherte zu, ihre Nullzinspolitik bis zum Eintreten einer selbsttragenden Erholung beizubehalten, was dazu beitrug, das Vertrauen zu stärken und die Anleiherenditen niedrig zu halten. Die Androhung einer Bonitätsherabstufung durch Moody's, die weitere Liberalisierung des japanischen Finanzsystems mit neuen Möglichkeiten für Sparer und die anhaltenden Haushaltsdefizite weckten jedoch die Befürchtung, daß die Anleiherenditen ansteigen könnten, bevor ein solider Wachstumspfad eingeschlagen wurde.

Das unterschiedliche Sparverhalten in den USA und Japan fand seine Entsprechung in den Leistungsbilanzen; dem Rekorddefizit in den USA stand ein anhaltend hoher Überschuß in Japan gegenüber. In den USA erreichte das Leistungsbilanzdefizit in Relation zum BIP einen Höchstwert. Der Euro-Raum als Ganzes verzeichnete dagegen wiederum einen geringen, wenn auch rückläufigen Leistungsbilanzüberschuß, was mit seiner mittleren Position im Konjunkturzyklus im Einklang stand. Die wichtigsten Wechselkurse schienen fast den gesamten Berichtszeitraum über stärker von konjunkturellen Faktoren als von diesen außenwirtschaftlichen Konstellationen beeinflußt zu werden. So konnten ein abwertender Euro und ein nach wie vor fester Dollar weiterhin den Nachfrage- druck in Länder mit vergleichsweise höheren Überkapazitäten umlenken.

Vom zweiten Halbjahr 1999 an deuteten jedoch die unerwartete Schwäche des Euro (trotz des zunehmenden Wachstums in Europa) und die sprunghafte Aufwertung des Yen (trotz des rechnerischen Beginns einer Rezession in Japan) darauf hin, daß auch andere Faktoren am Werk waren (s. Kapitel V). Im Falle Europas wiesen Marktbeobachter vor allem auf das angeblich langsame Tempo der Strukturreformen sowie auf scheinbar widersprüchliche Aussagen von

Entscheidungsträgern hin. Für Japan wurde ins Feld geführt, daß sich der Leistungsbilanzüberschuß endlich bemerkbar zu machen beginne und daß die Strukturreformen den Gewinnen Auftrieb verleihen würden. Unbestritten wurden hohe Abflüsse längerfristigen Kapitals aus Europa sowohl in die USA als auch nach Japan verzeichnet, und zwar vor allem in Hochtechnologiebereiche mit attraktiven Renditeperspektiven. In gewisser Weise hat sich der neu geschaffene Euro möglicherweise als zu erfolgreich erwiesen. Größere und liquidere Märkte, verbunden mit relativ niedrigen Zinssätzen, förderten den Absatz von in Euro denominierten Anleihen, deren Erlöse dann getauscht und zur Finanzierung von Investitionen andernorts verwendet werden konnten.

Was auch immer die Veränderung des Yen/Euro-Wechselkurses ausgelöst hat, sie wurde von den Entscheidungsträgern sowohl in Japan als auch im Euro-Raum nicht eindeutig positiv beurteilt. Aufgrund der anhaltenden Labilität der japanischen Wirtschaft und der Tatsache, daß die Notenbanksätze nicht mehr weiter gesenkt werden konnten, intervenierte die Bank of Japan wiederholt, um den Anstieg des Yen zu bremsen. Die Europäische Zentralbank hatte angesichts ihrer Ausrichtung auf die interne Preisstabilität Bedenken wegen der inflationären Effekte der Abwertung in einer Phase, in der gleichzeitig die Rohstoffpreise anzogen und die Lohnforderungen in einigen Ländern übertrieben erschienen. Entsprechend hob die EZB die Notenbankzinsen Ende 1999 ein erstes Mal an, und diese Straffung der Geldpolitik setzte sich in der Folge fort.

Der Trend zu höheren Anleihezinssätzen in den Industrieländern (s. Kapitel VI) hatte für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften keine unmittelbaren Auswirkungen. Die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland setzten sich ungefähr in demselben Tempo wie 1998 fort (d.h. sie flossen immer noch erheblich spärlicher als vor der Krise), wobei die ausländischen Direktinvestitionen den wichtigsten Kanal darstellten und die Bankkredite weiter abnahmen. Während die Stärke der Erholung in vielen Ländern Asiens unerwartet kam, folgte ihre Dynamik mehr oder weniger dem üblichen Muster, ausgehend von einer expansiven makroökonomischen Politik, höheren Exporten und Lagerbestandsveränderungen. Die kräftige Aufwertung des Yen wirkte sich hier positiv aus, ebenso wie die anhaltend massiven Käufe von IT-Erzeugnissen durch Verbraucher sowohl in Japan als auch in den USA. Das lebhaftes Wachstum in den meisten asiatischen Ländern bei weiterhin hohen Leistungsbilanzüberschüssen stützte die Währungen in der Region und erlaubte es den Zentralbanken, die Zinssätze auf niedrigem Niveau zu belassen. Die Inflation blieb in den meisten Ländern gedämpft, was ebenfalls einen günstigen Einfluß darstellte.

Eine größere Überraschung war, daß sich die höheren Zinssätze in den Industrieländern auf Lateinamerika und Osteuropa so wenig auswirkten. Viele Länder in diesen Regionen waren im Ausland hoch verschuldet und wiesen große Leistungsbilanzdefizite auf, die auch in der vorangegangenen tiefen Rezession bestehengeblieben waren. Dennoch war der Abwertungsdruck, den die meisten Währungen zu spüren bekamen, nicht sehr stark und gefährdete den leichten gesamtwirtschaftlichen Aufschwung nicht. Ebenso wie in Afrika und im Nahen Osten profitierten viele Länder in Lateinamerika auch von höheren Rohstoffpreisen, allerdings in sehr unterschiedlicher Weise, da sich die Preise von Öl, Metallen und anderen Erzeugnissen nicht einheitlich entwickelten. Besonders

vertrauensbildend war offenbar, daß der Haushaltsdisziplin nunmehr großes Gewicht beigemessen wurde, und zwar sogar mitten in einer Rezession. Die Märkte interpretierten dies als grundlegenden Wandel, der zusammen mit der Privatisierung und anderen Strukturreformen eine solide Basis für ein dauerhaftes Wachstum bilden würde. Ob sich solche optimistischen Einschätzungen bestätigen, wird sich erst mit der Zeit herausstellen.

## Erfolge hinsichtlich Struktur und Architektur

Makroökonomische Politik und nachfrageinduzierte Entwicklungen wirken innerhalb eines Rahmenwerks, das die Angebotsseite der Volkswirtschaft, ihre Finanzstruktur und die Vielzahl der die „internationale Finanzarchitektur“ bildenden internationalen Vereinbarungen und Abkommen umfaßt. Zwar vollziehen sich Veränderungen in diesen Bereichen eher undramatisch und evolutionär, doch muß gerade hier das Fundament für einen dauerhaften Wohlstand gelegt werden.

Überall auf der Welt fanden wichtige Reformen auf der Angebotsseite vor dem Hintergrund des sich offensichtlich nach oben verschiebenden Produktivitätstrends in den USA statt. Diese Verschiebung führte zwar zu einem erheblichen Verlust an Arbeitsplätzen, aber die Arbeitslosenquote sank dennoch kontinuierlich. Mit diesem Beispiel der USA vor Augen begannen viele andere Länder ebenfalls die flexibleren Praktiken einzuführen, die die Arbeits- und Gütermärkte in den USA kennzeichnen. Am Arbeitsmarkt wurde in Europa ein gewisser Fortschritt erzielt, was den Übergang zu Lohnverhandlungen auf Betriebsebene betraf, und es gab erste Anzeichen dafür, daß auch die natürliche Arbeitslosenquote möglicherweise zu sinken begonnen hatte. In Frankreich wurde die Einführung der 35-Stunden-Woche zu Recht als Rückschritt betrachtet, dann aber wurden beträchtliche Bemühungen unternommen, um sie als Katalysator für die Reform veralteter Arbeitspraktiken zu nutzen. In Japan begann die Politik der lebenslangen Beschäftigung in Großunternehmen zu bröckeln; dies hing mit Kürzungen in den Unternehmen, von denen die älteren Arbeitnehmer betroffen waren, sowie mit einem kulturellen Wandel bei den jüngeren Arbeitnehmern zusammen.

Was strukturelle Verbesserungen an den Gütermärkten betrifft, so wurden in Europa und in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften viele öffentliche Versorgungsunternehmen und Telekommunikationsgesellschaften privatisiert, und dies hatte oft deutliche Preisrückgänge bei Dienstleistungen zur Folge. Trotz der Euphorie an den Finanzmärkten waren die Fortschritte in Japan weniger klar erkennbar, doch setzte sich die schrittweise Rationalisierung des Distributionsystems fort, was ebenfalls die Preise nach unten drückte. Außerdem gab es immer mehr Hinweise darauf, daß die Keiretsu-Strukturen im Zerfall begriffen waren und Verbindungen mit ausländischen Unternehmen größere Zustimmung fanden. In Korea schien die Umstrukturierung im Unternehmensbereich, vom Staat stark unterstützt, in vollem Gange zu sein. Zwar haben viele Chaebol ihren Schwerpunkt von der Größe zu den Gewinnen verlagert, doch wurde die eingegangene Verpflichtung zum Verkauf von Unternehmen, die nicht zum Kerngeschäft gehören, weiterhin im wesentlichen nicht auf die Probe gestellt. Schließlich wuchs sowohl in Europa als auch in vielen aufstrebenden



Volkswirtschaften das Interesse am gewerblichen Einsatz der Internet-Technologie sprunghaft. Angesichts der in vielen Ländern zum Teil immer noch zu beobachtenden nicht wettbewerbsgerechten Praktiken könnten sich hier dadurch letztlich noch stärkere Kostensenkungen ergeben als in den USA.

Auch im Finanzsektor beschleunigte sich der Strukturwandel. Die Kreditvergabe verlagerte sich weiter von den traditionellen Bankkrediten hin zu den Märkten. Der internationale Absatz von Anleihen und Notes entwickelte sich höchst dynamisch, was auch für den internationalen Handel mit Aktien galt, während die internationale Bankkreditvergabe im Gefolge der jüngsten Krisen weiter rückläufig war. Der Wettbewerbsdruck nahm allenthalben zu, und das Streben nach Shareholder Value stand immer mehr im Mittelpunkt. In diesem härteren Umfeld stachen zwei wichtige Trends hervor. Erstens weitete sich die Fusions- und Übernahmetätigkeit unter den Finanzinstituten weltweit erheblich aus. In den meisten Industrieländern handelte es sich dabei vorwiegend um inländische Transaktionen, doch die Finanzinstitute aus den Industrieländern drangen zunehmend stärker auch auf die Märkte der aufstrebenden Volkswirtschaften vor. Zweitens fand im Zusammenhang mit der weiteren Zunahme der von professionellen Portfoliomanagementgesellschaften kontrollierten Finanzmittel offenbar eine Verlagerung zu Fonds statt, die sich mit Erfolg auf „dynamische“ Strategien spezialisiert hatten.

Eine ganz spezifische strukturelle Entwicklung zu Beginn des Jahres 1999 war die erfolgreiche Einführung des Euro, der die in ihm aufgehenden Währungen ablöste (s. Kapitel VII). Beinahe sofort begannen die Geld- und Interbankmärkte im Euro-Raum auf völlig integrierte Weise zu funktionieren, und der Absatz von Unternehmenstiteln in Euro vervielfachte sich gegenüber den Werten, die für die im Euro aufgegangenen Währungen typisch gewesen waren. Dies kam besonders Schuldner niedrigerer Bonität zugute, ebenso wie dem Markt für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere. In gewissem Gegensatz hierzu stand das Ausbleiben der Konsolidierung der Aktienmärkte und der Märkte für staatliche Schuldtitel. Während dies zum Teil daran lag, daß die Schaffung einer einheitlichen Handels- und Clearing-Infrastruktur bisher nicht gelang, stellten auch nationale Konventionen weiterhin ein erhebliches Hindernis für ein vollständiges Zusammenwachsen der Märkte dar. In diesem neuen Umfeld waren die Banken mit zunehmendem Wettbewerbsdruck von den Märkten sowie untereinander und von einer Vielzahl ausländischer oder über das Internet arbeitender Konkurrenten konfrontiert. Dies nahmen viele Banken zum Anlaß, ihre Wachstumsstrategien zu überarbeiten und Pläne für interne Rationalisierungen sowie für eine externe Konsolidierung aufzustellen.

In vielen Ländern hatten die vorangegangenen Finanzkrisen weitere Bank-sanierungen erforderlich gemacht. Dadurch war der Bankensektor in weiten Teilen Lateinamerikas, insbesondere aber in Brasilien, bis zum letzten Jahr erheblich gestärkt worden. Mexiko allerdings blieb – trotz eines beträchtlichen Anstiegs der ausländischen Präsenz – offensichtlich eine Ausnahme, da Mängel im Rechtssystem und in der Rechtsprechung die Rechte der Gläubiger bei der Verwertung von Sicherheiten weiterhin beschränkten. In Asien wurden in einigen Ländern, insbesondere in Korea und Malaysia, recht beachtliche Fortschritte erzielt, in anderen ging es dagegen langsamer voran. Dies hing zum Teil damit

zusammen, daß gleichzeitig mit der Sanierung der Banken auch die Sanierung des Unternehmensbereichs zu bewältigen war, was sich als beträchtliche Komplikation erwies. Was die Sanierung des Bankensektors in China betrifft, so ist die jüngste Entwicklung nach wie vor schwierig zu beurteilen. In Japan verschwand die sogenannte Japan-Prämie im Bankgeschäft fast völlig, was wohl darauf hindeutete, daß die Marktteilnehmer nach den fortgesetzten Fusionen und der Zuführung von Eigenkapital durch den Staat Vertrauen in die grundlegende Solvenz des japanischen Bankensystems hatten. Beim Kreditwachstum war jedoch noch immer keine Erholung festzustellen.

Angesichts der aufeinanderfolgenden internationalen Finanzkrisen seit 1994 richteten die öffentlichen Instanzen sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Aufmerksamkeit verstärkt auf Maßnahmen zur Verhütung, zur besseren akuten Bewältigung und zur letztlichen Überwindung von Krisen. Während in einigen Bereichen erhebliche Fortschritte erzielt wurden, fiel vielen Beteiligten auch die sehr schnell wachsende Zahl von Arbeitsgruppen und das anscheinende Fehlen einer Koordination unter ihnen auf. Nach den Ergebnissen der ersten drei Sitzungen zu urteilen, dürfte das neu errichtete Forum für Finanzstabilität ein wirksames Instrument bieten, um Überschneidungen und Lücken in diesem Bereich Rechnung zu tragen, und wertvolle Orientierungshilfen geben, wie Empfehlungen in die Praxis umgesetzt werden könnten. Diese letztgenannte Aufgabe stellt eine enorme und ganz entscheidende Herausforderung für die internationale Gemeinschaft dar.

Was die Krisenprävention betrifft, so trafen sich weiterhin Gruppen von Experten aus den einzelnen Ländern, viele davon bei der BIZ, wo sie sich verstärkt auf die Aufstellung oder Überarbeitung von Standards für eine empfehlenswerte Praxis im Finanzverhalten konzentrierten. Die Arbeit sämtlicher in Basel ansässiger Ausschüsse wird im Kapitel „Die Tätigkeit der Bank“ im einzelnen beschrieben. Über Grundsatzserklärungen hinausgehend wurden dank der Kooperationsbemühungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und seiner Core Principles Liaison Group besondere Fortschritte bei der Umsetzung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* erzielt. Der IWF und die Weltbank, die ein ehrgeiziges Pilotprogramm für die Beurteilung der Finanzstabilität im Zusammenhang mit den Artikel-IV-Konsultationen lancierten, leisteten ebenfalls einen sehr wichtigen Beitrag. Bei der Krisenbewältigung konzentrierte sich die Diskussion auf den Trade-off zwischen der Bereitstellung von Liquidität zur Unterstützung von in Schwierigkeiten geratenen Staaten einerseits und dem Problem des „moral hazard“ andererseits. Gespräche darüber, wie ein vorgegebenes Regelwerk mit der Ausnutzung von Ermessensspielräumen in Einklang gebracht werden könnte, sowie über die Auswirkungen auf die Konditionen für die Kreditvergabe des IWF unterstrichen die hier weiterhin bestehenden unterschiedlichen Auffassungen über die angemessene Vorgehensweise.

In begrenztem Maße waren auch bei der Krisenüberwindung Fortschritte zu verzeichnen. Mit Unterstützung des IWF handelten eine Reihe kleinerer Länder eine Umschuldung und Wertberichtigung ihrer internationalen Anleihen aus, ohne daß es zu sichtbaren Spillover-Effekten auf die Kosten solcher Kredite für andere Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften gekommen wäre. In Anerkennung der Tatsache, daß Anleihegläubiger als Kreditgeber immer

wichtiger werden, ergriffen Deutschland, Kanada und das Vereinigte Königreich überdies verschiedene Maßnahmen, um die Verwendung von Sammelklageklauseln in neuen Anleiheverträgen zu fördern. Schließlich wurden auch weitere zögerliche Schritte unternommen, um die Schuldenlast einer Anzahl der ärmsten Länder der Welt zu erleichtern, von denen einige außerdem unter Naturkatastrophen zu leiden gehabt hatten. Die Frage eines Schuldennachlasses weckt jedoch erhebliche Emotionen, was zur Folge hat, daß die internationale Einigung nur sehr schleppend vorankommt. In diesem und auch anderen Bereichen müssen noch weitere Fortschritte erzielt werden, vielleicht auf dem Weg, der in den Schlußbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts aufgezeigt wird.

## II. Entwicklung in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Im Zuge des anhaltend dynamischen Wachstums der Inlandsnachfrage in den USA und einer zunehmenden Belebung in den Ländern des Euro-Raums stieg das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern nach der Abschwächung 1997/98 im vergangenen Jahr wieder an. Japan bildete eine Ausnahme von diesem Trend: Nach einer unerwarteten Erholung im ersten Halbjahr 1999 ging die Produktion im zweiten Halbjahr zurück und lag am Jahresende wieder auf dem Niveau von 1998.

Wenngleich sich die im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschrittenen Länder im vergangenen Jahr nahe oder oberhalb der Kapazitätsauslastung bewegten und die Energiepreise kräftig anzogen, blieben die meisten Maße für die Kerninflation gedämpft. Dies war zum Teil auf den zunehmenden Wettbewerb an den weltweiten Gütermärkten zurückzuführen, der die Unternehmen daran hinderte, höhere Faktorkosten in den Endpreisen weiterzugeben. Ein weiterer Grund für die anhaltend niedrige Inflation lag darin, daß sich das durchschnittliche Wachstum der Lohnstückkosten aufgrund der Zurückhaltung bei den Nominallöhnen und der stärkeren Produktivitätssteigerungen verlangsamte. Letztere waren in den USA besonders ausgeprägt, wo das Produktionswachstum je Arbeitsstunde im Unternehmensbereich außerhalb der Landwirtschaft auf 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% stieg; dies ist die höchste Rate seit 35 Jahren.

Das tatsächliche Produktionswachstum lag in den meisten anderen Ländern unter dem Potential, und die gebräuchlichen Maße zur Ermittlung ungenutzter Kapazitäten stiegen an. Ganz anders als in der Vergangenheit gingen dabei dennoch die Arbeitslosenquoten allgemein zurück. Besonders ausgeprägt war dieser Rückgang in den Ländern des Euro-Raums, was mit der Vermutung im Einklang steht, daß Lohnzurückhaltung und Maßnahmen zur Flexibilisierung der Arbeitsmärkte allmählich zu einer Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit führen könnten, wenngleich es auch andere plausible Erklärungen gibt.

Außerdem weiteten sich im vergangenen Jahr die binnen- und außenwirtschaftlichen Finanzierungsungleichgewichte erneut aus, und zwar vor allem in den USA und Japan. Ausgelöst durch Vermögenszuwächse und einen damit verbundenen Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors übertraf das Wachstum der US-Inlandsnachfrage das der realen Produktion bei weitem, wodurch sich das Ungleichgewicht in der US-Leistungsbilanz noch mehr vergrößerte. In Japan dagegen ging die Ausgabenneigung des privaten Sektors weiter zurück, und die Bemühungen der Regierung, die Konjunktur durch fiskalpolitische Impulse anzukurbeln, hatten nur einen vorübergehenden Effekt. So erhöhte sich das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts weiter, und der Anstieg der Staatsverschuldung in Relation zum BIP setzte sich in raschem Tempo fort.

Trotz der erneuten Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits war der effektive Wechselkurs des US-Dollars im vergangenen Jahr im wesentlichen

stabil, da die langfristigen Nettokapitalzuflüsse in die USA das Leistungsbilanzungleichgewicht zum größten Teil aufwogen. Dagegen überstiegen in den Ländern des Euro-Raums die langfristigen Nettokapitalabflüsse den Leistungsbilanzüberschuß bei weitem, während im Falle Japans die Ankündigung von Umstrukturierungen im Unternehmensbereich, zusammen mit Deregulierungsmaßnahmen, zu einem deutlichen Anstieg der Direkt- und Portfolioinvestitionen aus dem Ausland führte. Dies trug dazu bei, daß die Aktienkurse in Japan unter Aufwärtsdruck gerieten.

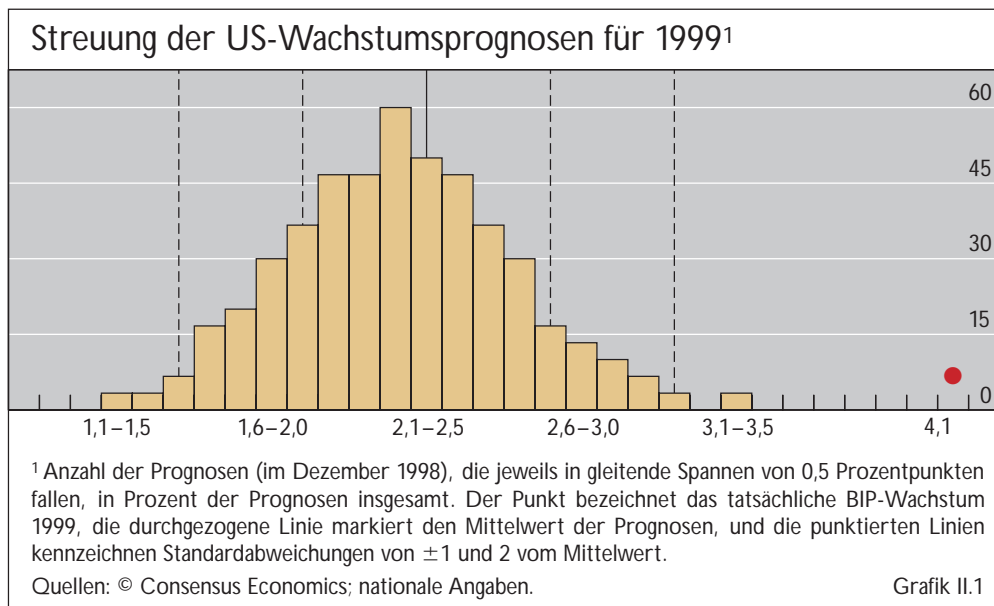
## Makroökonomische Entwicklung 1999

Verbesserung  
der Wirtschafts-  
aussichten

Im Laufe des Jahres 1999, als die Nachwirkungen des russischen Schuldemoratoriums abklangen, verbesserten sich allmählich die Wachstumsaussichten sowohl in den Industrieländern als auch für die Weltwirtschaft (Tabelle II.1). Im dritten Jahr in Folge lag das tatsächliche Wachstum in den USA deutlich über den Prognosen (Grafik II.1). Auch in den anderen Ländern, die im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschritten sind (Kanada, Australien, Vereinigtes Königreich), fiel das Wachstum lebhafter aus als erwartet. Die Vorhersagen für die Länder des Euro-Raums erwiesen sich zwar im Durchschnitt als mehr oder weniger korrekt, dahinter verbergen sich allerdings einander ausgleichende Prognosefehler für einzelne Länder sowie eine wachsende Divergenz innerhalb der Ländergruppe. Insbesondere wurden die Prognosen in den im Konjunkturzyklus des Euro-Gebiets bereits weit vorangeschrittenen Volkswirtschaften (Irland, Spanien, Niederlande) übertroffen, während die Erholung in den nachhinkenden Volkswirtschaften (Deutschland, Italien) länger als vorhergesagt auf sich warten ließ. Auch die Entwicklung im asiatisch-pazifischen Raum trug zur Verbesserung der weltweiten Nachfragesituation bei. Der erwartete Produktionsrückgang in Japan blieb aus, und die von der Krise betroffenen aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien erholten sich bedeutend schneller, als vermutet worden war (s. Kapitel III).

Prognosen und Ergebnisse für 1999 <sup>1</sup>						
	Reales BIP		Verbraucherpreise		Leistungsbilanz	
	Prognose	Ergebnis	Prognose	Ergebnis	Prognose	Ergebnis
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent				Mrd. US-Dollar	
Nordamerika	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Westeuropa	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Euro-Raum	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Asien/Pazifik	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
Lateinamerika	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Osteuropa	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Übrige Länder	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Welt	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

<sup>1</sup> Wie im Dezember 1998 (Prognosen) bzw. April 2000 (Ergebnisse) veröffentlicht.  
Quelle: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*. Tabelle II.1



Trotz des verbesserten Wirtschaftswachstums, eines unerwartet starken Anstiegs der Öl- und Energiepreise sowie einer vergleichsweise akkommodierenden Geldpolitik entsprach die Steigerung der Verbraucherpreise im vergangenen Jahr mehr oder weniger den Prognosen. Das läßt darauf schließen, daß die zugrundeliegenden inflationshemmenden Kräfte größer waren, als die meisten Analysten angenommen hatten. Dies war vor allem dem Wettbewerbsdruck an den weltweiten Gütermärkten und der damit verbundenen Verringerung der Preissetzungsautonomie der Unternehmen zu verdanken. Eine fortgesetzte gemäßigte Lohnentwicklung sowie ein steigender Produktivitätszuwachs in einigen der Länder mit den höchsten Wachstumsraten spielten ebenfalls eine Rolle, während der Einfluß der Wechselkursentwicklung unsicher blieb. Einerseits trug die Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro vermutlich dazu bei, daß sich die weltweite Nachfrage auf Länder mit Kapazitätsüberschüssen und verhältnismäßig niedrigen Inflationsraten verlagerte. Andererseits wirkte die allgemeine Festigung des Yen in die entgegengesetzte Richtung, indem sie die weltweite Nachfrage von einem Land mit Überkapazitäten und Deflation fortlenkte.

Disinflationäre Kräfte größer als erwartet

Da die Wachstumsraten weniger stark konvergierten als erwartet, nahmen die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den meisten der konjunkturell am weitesten vorangeschrittenen Länder erneut zu. Der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß des asiatisch-pazifischen Raums entsprach den vorangegangenen Prognosen, während der Überschuß Westeuropas trotz der Abwertung des Euro deutlicher als erwartet zurückging. Wie die Diskrepanz zwischen den weltweiten Ergebnissen und Prognosen in Tabelle II.1 implizit erkennen läßt, hat sich jedoch das globale Defizit bzw. die statistische Diskrepanz 1999 erheblich vergrößert. Überdies ist aus der zusammengefaßten Darstellung nicht ersichtlich, daß sich die länderspezifischen Ungleichgewichte ausgeweitet haben, und zwar teils in einem nicht tragfähig erscheinenden Tempo. So können der allmähliche Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses Japans bis 1998 und der Rückgang im vergangenen Jahr als das Ergebnis einer wachsenden Nettoersparnis des privaten Sektors und eines untragbar rasch wachsenden Staatsdefizits betrachtet werden.

Wachsende außen- und binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte

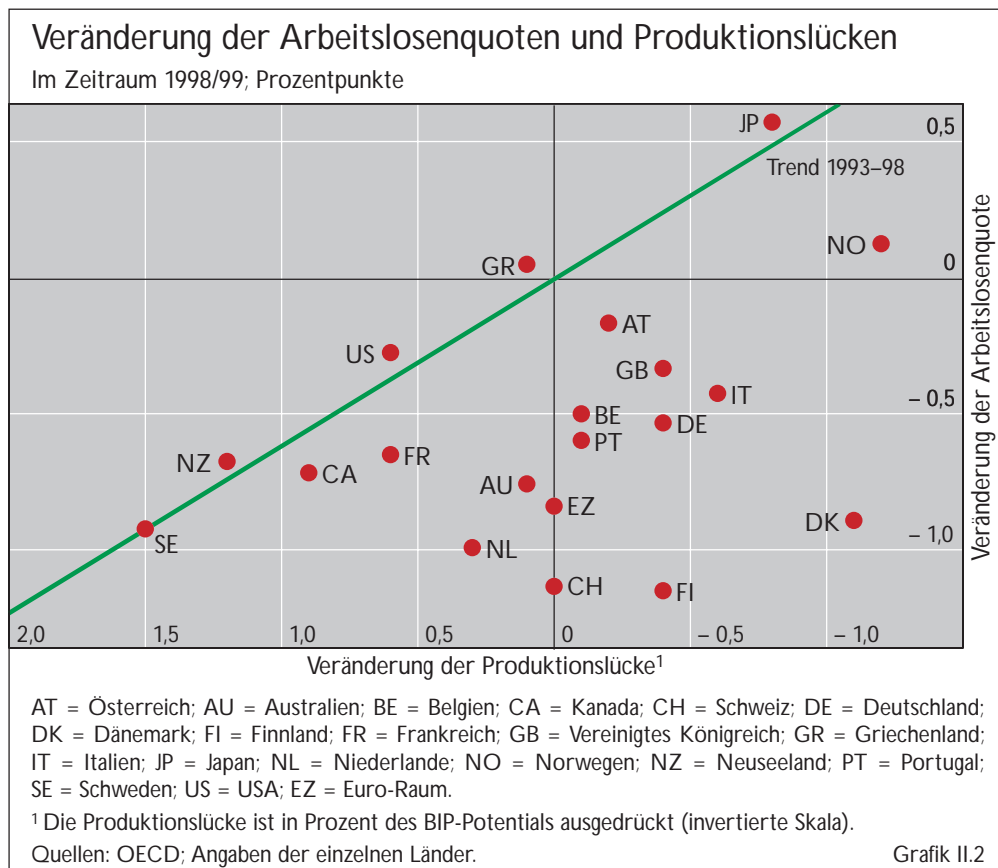
Auch das zunehmende Leistungsbilanzdefizit der USA ist auf wachsende binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte zurückzuführen, jedoch mit umgekehrten Vorzeichen, da der Staat bestehende Verbindlichkeiten tilgt, während der private Sektor in rasantem Tempo neue Verbindlichkeiten einget.

Höhere reale Zinssätze mit geringer Bremswirkung

Parallel zur Verbesserung der Wachstumsaussichten stiegen die langfristigen realen Zinssätze im vergangenen Jahr an, wobei in manchen Fällen die langfristigen Durchschnittswerte übertroffen wurden. Da diese Realzinssteigerungen jedoch zum Teil eine Anpassung an höhere erwartete potentielle Wachstumsraten bedeuteten und somit eine endogene Reaktion auf einige den Wachstumsprozeß treibende Faktoren darstellten, war ihre bremsende Wirkung auf die Ausweitung der Inlandsnachfrage nicht eindeutig zu erkennen. Indem sie Raum für private Investitionen schuf, dürfte sich die Verbesserung der öffentlichen Haushaltslage im vergangenen Jahr ebenfalls mildernd ausgewirkt haben.

Auswirkungen von Lohnzurückhaltung und Arbeitsmarktmaßnahmen auf die Arbeitslosigkeit

Trotz der konjunkturellen Belebung im Jahresverlauf lag das tatsächliche Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern 1999 unter dem Potential und reichte daher nicht aus, um eine Vergrößerung der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke zu verhindern. Dennoch verringerte sich die Arbeitslosigkeit, was mit der Ansicht übereinstimmte, daß sich Maßnahmen an den Arbeitsmärkten und eine Mäßigung bei den Reallöhnen günstig auf die Arbeitskräftenachfrage auswirkten. Besonders ausgeprägt war dies in den Ländern des Euro-Raums, wo die aggregierte Arbeitslosenquote um beinahe 1 Prozentpunkt zurückging, während der Trend der Jahre 1993–98 keine Veränderung hätte erwarten lassen (Grafik II.2). Natürlich kann dieses scheinbar erfreuliche Ergebnis auch auf



weniger positive Entwicklungen zurückzuführen sein, wie z.B. unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung, rückläufiges Wachstum des Arbeitskräftepotentials oder langsamere Produktivitätssteigerungen (s. weiter unten).

## Entwicklung in einzelnen Ländern

Die USA erreichten Anfang dieses Jahres den 107. Monat ununterbrochenen Wachstums. Damit ist der derzeitige Konjunkturaufschwung der längste seit dem Zweiten Weltkrieg (Tabelle II.2). Bedingt durch die konjunkturhemmenden Effekte Anfang der neunziger Jahre wurde jedoch keine Rekordwachstumsrate verzeichnet; selbst in den letzten vier Jahren war das Durchschnittswachstum nur knapp so hoch wie im Aufschwung der achtziger Jahre und deutlich niedriger als in den sechziger Jahren. Auch die Schaffung von Arbeitsplätzen vollzog sich langsamer als in den beiden Vergleichsphasen. Da der Aufschwung aber mit relativ geringen Kapazitätsreserven auf dem Arbeitsmarkt begonnen hatte, war die Arbeitslosenquote durchgängig niedrig und sank Anfang dieses Jahres auf den tiefsten Stand seit Ende 1969. Anders als 1969, als die Inflationsrate auf 6% gestiegen war, nahm der Verbraucherpreisindex (ohne Energie und Nahrungsmittel, die starken Preisschwankungen unterliegen) 1999 jedoch nur um 2% zu.

In den USA längster Aufschwung der Nachkriegszeit ...

Die derzeitige Aufschwunghase unterscheidet sich von vorangegangenen Phasen ähnlicher Länge durch das wesentliche Merkmal, daß die Inflationsrate im Laufe der Expansion nicht gestiegen, sondern gefallen ist. Da so der akkommodierende Kurs der Geldpolitik beibehalten werden konnte, war die

... dank niedriger und stabiler Inflation ...

US-Aufschwunghasen im langfristigen Vergleich				
	1.Q. 1961– 3.Q. 1969	1.Q. 1983– 2.Q. 1990	2.Q. 1991– 4.Q. 1999	4.Q. 1995– 4.Q. 1999
BIP-Volumen <sup>1</sup>	5,0	4,3	3,6	4,4
Standardabweichung <sup>2</sup>	2,0	1,7	1,3	0,7
Beschäftigung <sup>1</sup>	2,1	2,5	1,5	1,7
Produktivität <sup>1</sup>	2,9	1,7	2,1	2,6
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	4,7	6,8	5,8	4,8
BIP-Deflator <sup>1</sup>	2,6	3,3	1,9	1,6
Standardabweichung <sup>2</sup>	1,3	0,6	0,6	0,4
Sparquote der privaten Haushalte <sup>3</sup>	8,4	8,4	5,6	3,9
Aktienkurse <sup>1, 4</sup>	5,1	12,6	16,4	23,1
10-Jahres-Zinssatz <sup>3, 5</sup>	4,7	9,6	6,4	5,9
Verschuldung/Einkommen der privaten Haushalte <sup>3</sup>	63,4	74,4	89,6	94,2
Unternehmensverschuldung/Produktion <sup>3, 6</sup>	54,9	70,6	75,3	76,3
Unternehmensgewinne/BIP <sup>3</sup>	10,8	7,4	8,7	9,7
Unternehmensinvestitionen/BIP <sup>3, 7</sup>	13,4	14,6	15,6	17,3
Ausrüstungsinvestitionen/BIP <sup>3, 7</sup>	3,4	6,0	8,3	9,7
Leistungsbilanz/BIP <sup>3</sup>	0,5	-2,4	-1,7	-2,3

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>2</sup> Der Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal. <sup>3</sup> Periodendurchschnitt.  
<sup>4</sup> S&P 500. <sup>5</sup> US-Schatzanweisungen und -anleihen. <sup>6</sup> Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. <sup>7</sup> Auf Volumenbasis.  
 Quelle: Nationale Angaben. Tabelle II.2



niedrige Inflationsrate ein wichtiger Einflußfaktor für die Langlebigkeit des Aufschwungs. Auch die Variabilität der Inflation war niedrig; dies dürfte die Unsicherheit verringert und die Signalfunktion relativer Preisbewegungen verbessert haben, wodurch es für die Unternehmen leichter wurde, die Produktion auf die Nachfrage abzustimmen. Der aktuelle Konjunkturzyklus war denn auch dadurch gekennzeichnet, daß sich der Lagerbestand relativ zu den Verkäufen sowie die Amplitude des Lagerzyklus beträchtlich reduzierten, was den Unternehmen bei der Kostensenkung half und die Schwankungen des BIP-Wachstums verringerte.

Diese Verbesserung ist nicht völlig exogen, sondern in hohem Maße auf Investitionen in die IT-Ausrüstung und die Einführung neuer Technologien in der gesamten Produktions- und Vertriebskette zurückzuführen. Wie Tabelle II.2 zeigt, sind die Ausrüstungsinvestitionen in Relation zum BIP mit 8<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% deutlich höher als in früheren Aufschwungsphasen. Außerdem gibt es bisher kaum Anzeichen dafür, daß der Investitionsboom bald zu Ende sein wird; so lagen die Ausrüstungsinvestitionen Ende vergangenen Jahres bei über 11% in Relation zum BIP. Eine wichtige Folge der neuen Technologien und der höheren Kapitalintensität der US-Wirtschaft war die erhebliche Beschleunigung des Anstiegs der Arbeitsproduktivität und des gesamtwirtschaftlichen Wachstumspotentials. So erreichte der Produktivitätszuwachs im Unternehmensbereich (ohne Landwirtschaft) 1999 eine Rate von 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub>%, was dazu beitrug, die Entwicklung der Lohnstückkosten und die allgemeine Preissteigerung in Grenzen zu halten. Der Anstieg der Kapitalintensität und der Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre bedeutete außerdem, daß sich das mit einer stabilen Arbeitslosenquote konsistente Produktionswachstum im Laufe des Jahrzehnts schätzungsweise von knapp 2% auf 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% erhöht hat (Grafik II.3).

Der Beitrag des öffentlichen Sektors hat sich gegenüber früheren Konjunkturzyklen verändert. Erstens wuchsen die Staatsausgaben langsamer als in den sechziger Jahren; damals waren sie eine bedeutende Ursache der Überhitzung gewesen. Zweitens haben unerwartete Einnahmewachse (zum Teil aus der Besteuerung von Kapitalerträgen) und Anstrengungen zur Ausgabenkürzung zu einem steigenden Ersparnisüberschuß geführt, der es dem Staat ermöglichte, die Verschuldung zu reduzieren und Raum für private Investitionsausgaben zu schaffen. Drittens dürften die Absenkung der Durchschnitts- und Grenzsteuersätze auf Einkommen sowie die Ablösung von Transferzahlungen für Niedrigeinkommen durch Anreize zum Wiedereintritt ins Erwerbsleben zur Ausweitung des Arbeitskräftepotentials beigetragen und eine potentielle Übernachfrage sowie einen eventuellen Lohndruck verringert haben.

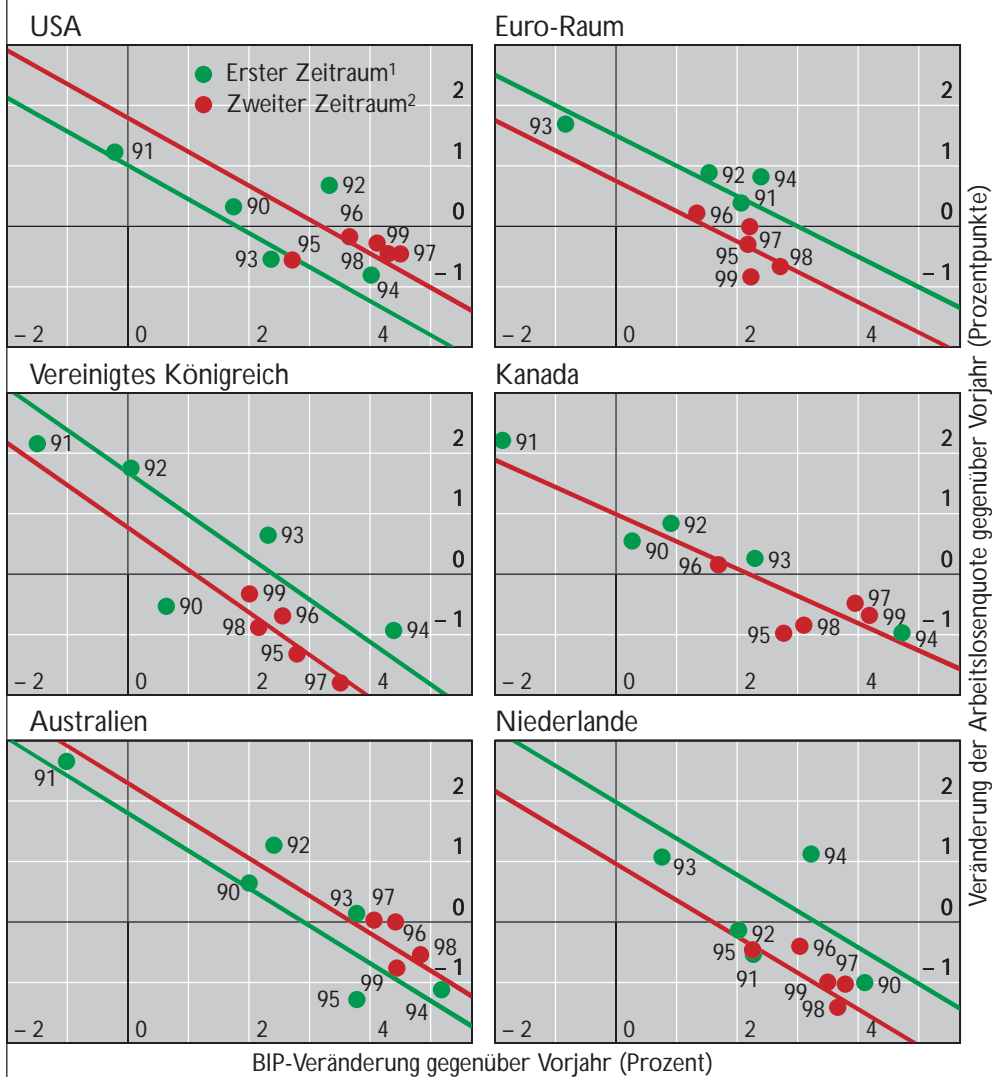
Trotz ihrer willkommenen Angebotseffekte haben die neuen Technologien auch zum Entstehen von Ungleichgewichten geführt und könnten letztlich zu einer größeren Volatilität des Konjunkturzyklus beitragen. Erstens sind die Hochtechnologiebranchen, deren Anteil an der US-Produktion im Steigen begriffen ist, erfahrungsgemäß durch volatile Zyklen gekennzeichnet und reagieren sehr empfindlich auf Schwankungen in der Nachfrage nach ihren Produkten. Zweitens haben – auf der Benutzerseite – die neuen Technologien und der Druck zur Kostensenkung die Unternehmen veranlaßt, ihre Lagerbestände und andere Eventualreserven erheblich zu reduzieren. Zwar haben die neuen Technologien den Unternehmen auch die wirksame Lagerverwaltung erleichtert, doch könnten

... und höherem  
Produktivitäts-  
wachstum

Raum für  
Investitionen durch  
Ersparnisüberschuß  
des Staates

Neue Technologien  
tragen zur Kosten-  
senkung bei ...

## BIP-Wachstum und Veränderung der Arbeitslosenquote im jüngsten Konjunkturzyklus



Anmerkung: Die Linien wurden ermittelt durch Regression der vierteljährlichen Veränderungen der Arbeitslosenquote auf eine Konstante sowie auf die aktuellen und verzögerten Veränderungen des logarithmierten vierteljährlichen BIP, wobei Änderungen in der Konstante zwischen den beiden Zeiträumen zugelassen wurden. Eine Verschiebung der Linie nach unten (oben) bedeutet, daß ein geringeres (höheres) Wachstum erforderlich ist, um die Arbeitslosenquote konstant zu halten. Für Kanada wurde keine Verschiebung festgestellt.

<sup>1</sup> 1.Q. 1990–4.Q. 1994 (Australien: bis 4.Q. 1995). <sup>2</sup> 1.Q. 1995–4.Q. 1999 (Australien: ab 1.Q. 1996).

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Grafik II.3

diese gegenüber Angebots- und Nachfrageschocks anfälliger geworden sein. Daher ist die niedrigere Variabilität des BIP-Wachstums nicht nur das Ergebnis neuer Investitionen und der Anwendung neuer Technologien, sondern möglicherweise auch eine notwendige Voraussetzung für deren anhaltende Rentabilität. Drittens sind die Gewinnspannen und -anteile immer mehr unter Abwärtsdruck geraten, da die neuen Technologien und das Internet den Wettbewerbsdruck im Groß- und Einzelhandel verstärkt und die Preissetzungsautonomie der Unternehmen beeinträchtigt haben. Auch die wachsenden Abschreibungen, bedingt durch die kurze Lebensdauer der jüngsten Ausrüstungsinvestitionen, drücken auf die

... könnten aber dennoch die Gewinnspannen schmälern

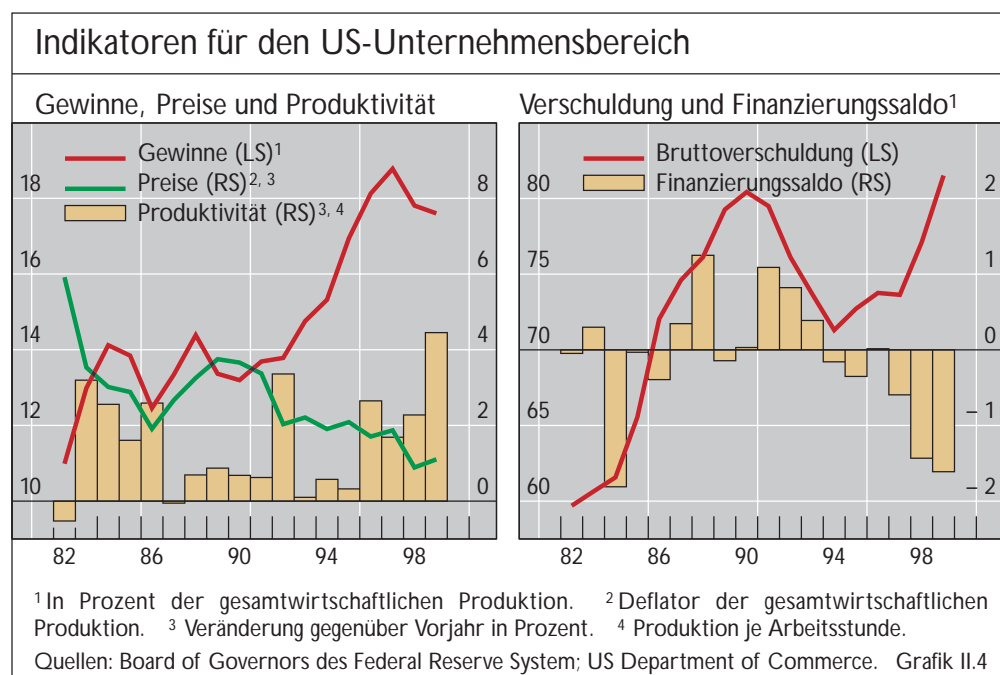
Gewinne. Beispielsweise ging das höhere Wachstum der Arbeitsproduktivität in den letzten drei Jahren mit niedrigeren Gewinnanteilen einher, während in früheren Perioden eine positive Korrelation festzustellen gewesen war (Grafik II.4). Anders gesagt, beinhalten die Investitionsausgaben nicht nur vermehrt Ersatzinvestitionen, sondern sie werden auch zunehmend von sich stärker verschuldenden Unternehmen finanziert.

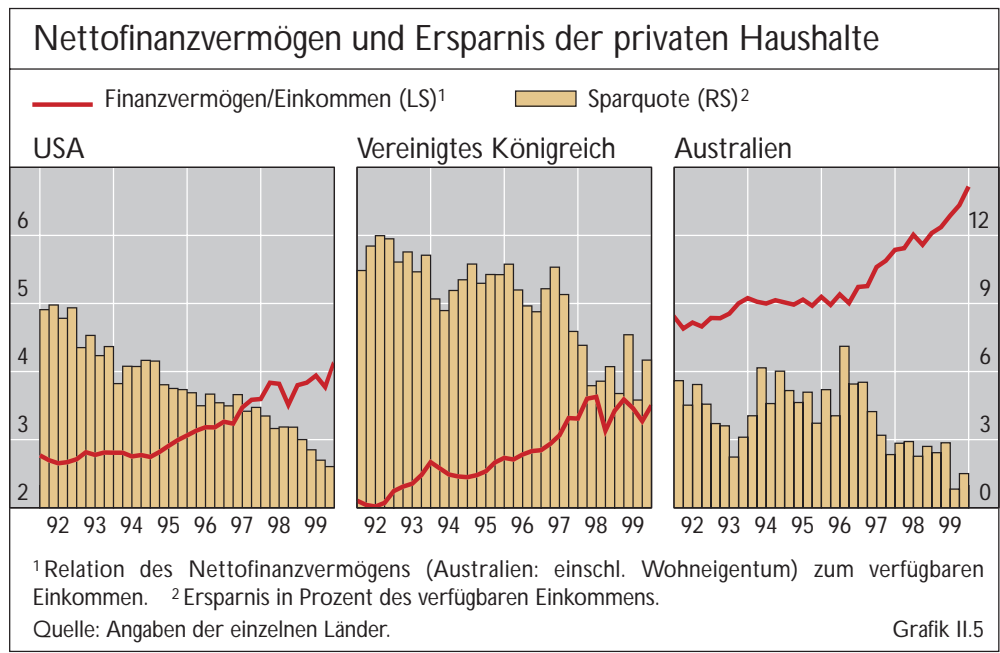
Potentielle Übernachfrage durch Vermögensgewinne

Viertens schließlich gibt es Anzeichen dafür, daß die Aktienkurse und das Finanzvermögen der privaten Haushalte stärker gestiegen sind, als sich durch die Zunahme des Potentialwachstums auf rund 3 1/4% rechtfertigen ließe, was bedeuten würde, daß die Nachfrageeffekte des höheren Produktivitätswachstums die Angebotseffekte übertreffen. Dies zeigt sich nicht nur in der sich ausweitenden Lücke zwischen tatsächlicher Nachfrage und Produktionspotential, sondern vielleicht am deutlichsten in dem kräftigen Anstieg der Relation zwischen Nettofinanzvermögen und verfügbarem Einkommen der privaten Haushalte (Grafik II.5) sowie im Einfluß von Vermögensgewinnen auf die Ausgaben der privaten Haushalte. Selbst wenn nur 4% der Vermögensgewinne kurzfristig ausgegeben wurden, wären die höheren Aktienkurse für 20–25% des Verbrauchsanstiegs in den letzten fünf Jahren verantwortlich gewesen (Tabelle II.3).

In anderen englischsprachigen Ländern ähnliche Entwicklungen ...

Einige der oben beschriebenen Entwicklungen lassen sich auch in den anderen englischsprachigen Ländern, die den Konjunkturzyklus anführen, beobachten (*Vereinigtes Königreich, Kanada, Australien*). Alle drei Länder bewegten sich im vergangenen Jahr nahe oder oberhalb der Kapazitätsauslastung, und ihre Arbeitslosenquoten sanken auf den niedrigsten Stand seit 10–20 Jahren. Der Ursprung des Wachstums war jedoch jeweils unterschiedlich. Kanada profitierte von einem Preisanstieg bei seinen Rohstoffexporten sowie von einem Boom der Exporte in die USA, während sich die Inlandsnachfrage erst relativ spät im Jahresverlauf belebte. In Australien waren die Ausgaben der privaten Haushalte die wichtigste Wachstumsquelle, während sich die Investitionen abschwächten





und die Exporterträge sanken, was zum Teil darauf zurückzuführen war, daß Australien einen relativ hohen Exportanteil von Rohstoffen hat, deren Preise im ersten Halbjahr zurückgingen. Das im Vorjahresvergleich geringfügige BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich war das Ergebnis gegenläufiger Trends. Erstens folgte auf eine Schwäche im ersten Halbjahr eine lebhafte Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte, was den verzögerten Effekten der geldpolitischen Lockerung angesichts eines geringeren Preisanstiegs zuzuschreiben war. Zweitens hat sich eine deutliche Trennung herausgebildet zwischen binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftszweigen, die von niedrigeren Einfuhrpreisen und hohen Vermögensgewinnen profitierten, und Wirtschaftszweigen, die dem Wettbewerbsdruck ausgesetzt waren, der mit dem starken Wechselkurs und – für einen Teil des Jahres – dem schwachen Wachstum der Exportmärkte verbunden war.

Auch die Ersparnisbildung der privaten Haushalte ist in den drei Ländern auf Werte gesunken, die nicht nur im langfristigen Vergleich niedrig sind, sondern auch deutlich unter denen anderer Industrieländer mit Ausnahme der USA liegen.

... einschließlich geringer Ersparnisbildung ...

Geschätzte Einkommens- und Vermögenselastizität des Verbrauchs						
	Einkommenselastizität <sup>1</sup>		Vermögenselastizität <sup>1, 2</sup>		Wachstumsbeitrag <sup>3</sup>	
	Kurzfristig	Langfristig	Kurzfristig	Langfristig	Einkommen	Vermögen
USA	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Vereinigtes Königreich	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australien	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

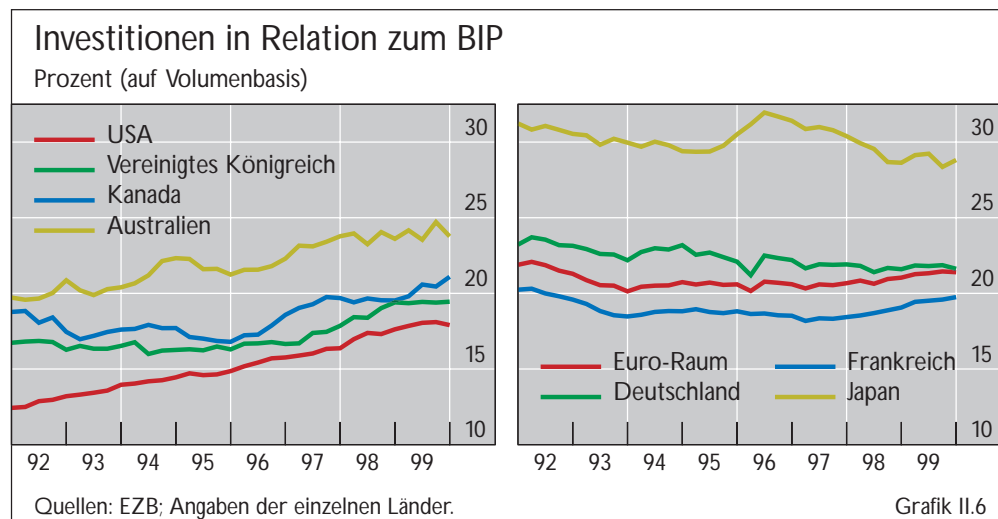
<sup>1</sup> Die Elastizitäten wurden ermittelt durch Regression der Ausgaben der privaten Haushalte auf deren verfügbares Einkommen bzw. Nettovermögen unter Verwendung eines Fehlerkorrekturmodells mit Quartalsdaten; USA: 1.Q. 1960–4.Q. 1999, Vereinigtes Königreich: 1.Q. 1980–4.Q. 1999, Australien: 1.Q. 1977–4.Q. 1999. <sup>2</sup> USA und Vereinigtes Königreich: nur Finanzvermögen; Australien: einschl. Wohneigentum. <sup>3</sup> Berechnet als Beitrag (in Prozent) zum Konsumwachstum im Zeitraum 4.Q. 1994–4.Q. 1999 unter Verwendung der langfristigen Elastizitäten. In diesem Zeitraum expandierte der reale Verbrauch in den USA und in Australien um 22% und im Vereinigten Königreich um 18%.  
 Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.3

Ein wesentlicher Grund dafür scheint die erwähnte Zunahme des Nettofinanzvermögens zu sein, im Vereinigten Königreich und in Australien noch verstärkt durch höhere Preise von Wohneigentum und einen Anstieg der Hypothekarkredite über das durch Wohnbauinvestitionen zu erklärende Maß hinaus. In Kanada sank die Sparquote der privaten Haushalte im letzten Jahr sogar auf 1%, während die auf das Einkommen bezogene Verschuldungsquote auf über 100% kletterte.

... bei unterschiedlichem Produktivitätswachstum

Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und ihre Auswirkungen auf das Potentialwachstum und die Arbeitsproduktivität waren in den drei Ländern offenbar unterschiedlich. Während in allen drei Ländern die Investitionsquote seit etwa 1995 gestiegen ist (Grafik II.6), hat das Produktivitätswachstum nur in Australien nennenswert zugenommen. Abgesehen von den USA ist Australien außerdem das einzige Land, wo sich die mit einer stabilen Arbeitslosigkeit im Einklang stehende BIP-Wachstumsrate offensichtlich erhöht hat. Zwar gibt es Anzeichen dafür, daß sich das Produktivitätswachstum in Kanada seit Mitte 1998 beschleunigt hat, doch war dieser Anstieg zu gering und kam zu spät, als daß er das rechnerische Verhältnis zwischen BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit hätte beeinflussen können. Im Vereinigten Königreich ist das Bild noch uneinheitlicher. Mit einer erheblichen Aufwertung des Pfund Sterling konfrontiert, gelang es der verarbeitenden Industrie, die Produktivität genügend zu steigern, um das Exportwachstum ohne eine Schmälerung der Gewinnspannen aufrechterhalten zu können. Im Dienstleistungssektor hat sich die gemessene Produktivität dagegen kaum verändert, und aufgrund verschiedener Arbeitsmarktmaßnahmen und eines deutlichen Anstiegs des Anteils der Teilzeitbeschäftigten reicht inzwischen ein geringeres Wachstum aus, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten.

In *Neuseeland* belebte sich die Inlandsnachfrage im letzten Jahr zwar kräftig, doch blieb das gesamtwirtschaftliche Wachstum hinter dem der meisten anderen englischsprachigen Länder zurück. Die Trockenheit reduzierte die Produktion des Primärsektors, die Preise der wichtigsten neuseeländischen Exportrohstoffe blieben niedrig, und eine starke Ausweitung der Importnachfrage ließ den



Wachstumsbeitrag des Außenhandels negativ werden und das Leistungsbilanzdefizit auf rund 8% des BIP ansteigen.

In Japan beschränkten sich die positiven Wachstumsraten auf das erste Halbjahr 1999, als die Auswirkungen des Ende 1998 verabschiedeten Fiskalpakets zur Konjunkturbelebung durch einen unerwarteten Anstieg der Ausgaben der privaten Haushalte verstärkt wurden. In der zweiten Jahreshälfte machte sich die Schwäche der privaten Nachfrage wieder bemerkbar, als die Ersparnis der privaten Haushalte stieg, die Anlageinvestitionen der Unternehmen weiter sanken und der von früheren Fiskalpaketen ausgehende Impuls allmählich nachließ. Trotz der Festigung des Yen verbesserte sich der Außenbeitrag jedoch leicht.

In Japan  
Abschwächung  
infolge ...

Die Entwicklung des letzten Jahres ist vor dem Hintergrund der Strukturprobleme zu sehen, mit denen die japanische Wirtschaft konfrontiert ist. Ein Problem, das sich 1997/98 erheblich auf das Geschehen ausgewirkt hatte, war die schwache finanzielle Lage der Banken und ihre mangelnde Fähigkeit (oder Bereitschaft) zur Kreditvergabe. Dieses Problem scheint mehr oder weniger gelöst, denn ein öffentlich finanziertes Rekapitalisierungsprogramm sowie steigende Gewinne ermöglichten es den Banken, notleidende Kredite in großem Umfang abzuschreiben. Dennoch schrumpft das Kreditvolumen der Banken weiterhin, bedingt zum einen durch mangelnde Nachfrage, da große Unternehmen es vorziehen, Bankkredite zu tilgen und/oder sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, und zum anderen durch strengere Kriterien bei der Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen. Darüber hinaus könnten die sinkenden Immobilienpreise, denen die Banken nach wie vor ausgesetzt sind, weitere Wertberichtigungen erforderlich machen (s. auch Kapitel IV).

... anhaltender  
Schwäche im  
Finanzsektor ...

Ein zweites Problem entsteht durch die Umstrukturierungen, mit denen die Unternehmen die Verbesserung ihrer Kapitalrendite anstreben. Als ersten Schritt versuchten sie, Kapazitätsüberschüsse zu reduzieren, was zu dem starken Rückgang der gewerblichen Anlageinvestitionen im letzten Jahr beitrug. Da eine nennenswerte Ertragssteigerung ohne eine beträchtliche Verringerung der Personalausgaben jedoch nicht möglich erscheint, haben die Unternehmen auch Pläne für Beschäftigungskürzungen angekündigt. Obwohl die Umsetzung dieser Pläne einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte und ihre Auswirkungen bisher vor allem im Abbau von Überstunden und in rückläufigen Neueinstellungen sichtbar werden, scheinen die Ankündigungen das Vertrauen und die Ausgaben der Verbraucher beeinträchtigt zu haben.

... und Umstruk-  
turierungen im  
Unternehmens-  
bereich

Niedrige Ausgaben und ein daraus resultierendes Überangebot privater Ersparnis dürften tatsächlich das größte der Strukturprobleme für die japanische Wirtschaft darstellen. Ganz anders als in den englischsprachigen Ländern hat sich die private Ersparnis in Japan seit Ende der achtziger Jahre zunehmend erhöht, und seit 1997 hat sich diese Entwicklung erheblich beschleunigt. Zusammen mit dem Rückgang der Unternehmensinvestitionen sowie – in jüngerer Zeit – einer Erholung der Unternehmenserträge und einbehaltenen Gewinne hat dies den Nettofinanzierungsüberschuß des privaten Sektors 1999 auf über 10% und bis zum ersten Quartal 2000 auf fast 13% des BIP gesteigert.

Bedeutender  
Anstieg der privaten  
Ersparnis ...

Die japanische Regierung hat versucht, den negativen Effekt dieses Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investitionen im privaten Sektor zu mindern, indem sie eine Reihe expansiver Fiskalpakete verabschiedete (von denen zwei im

... nur teilweise  
durch fiskalpolitische  
Anreize aufgefangen

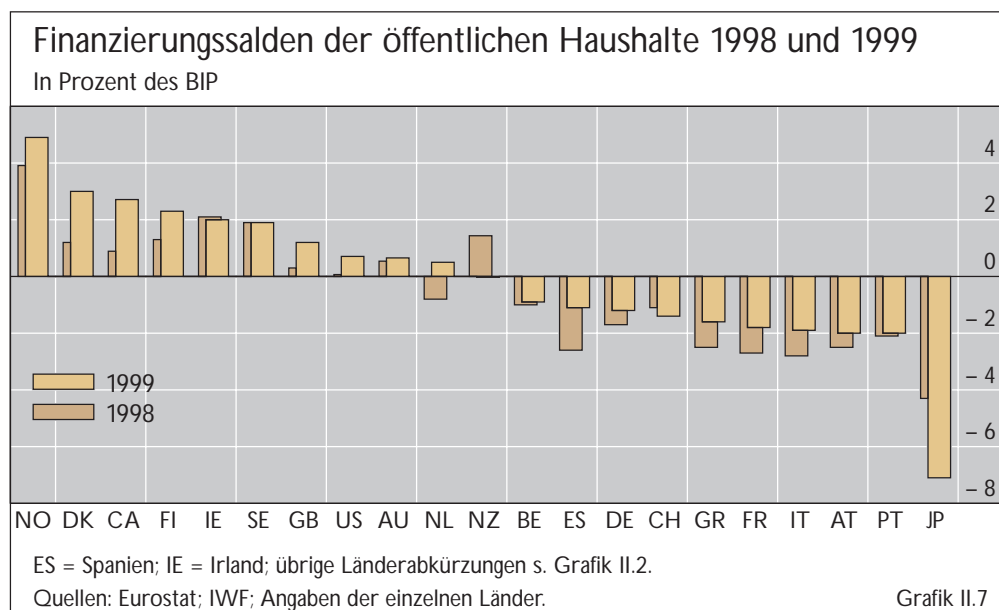
vergangenen Jahr eingeführt wurden); ihr Umfang entspricht rund der Hälfte des kumulierten Nettoersparnisüberschusses des privaten Sektors seit 1992. Um die Wohnbaunachfrage zu steigern und die Kreditkonditionen für kleine und mittlere Unternehmen zu verbessern, wurden die Anreize durch verschiedene Kreditpläne ergänzt. Diese trugen zwar dazu bei, vorübergehend die Wohnbauinvestitionen anzukurbeln und die Zahl der Konkurse zu senken, doch scheinen die Multiplikatoreffekte der fiskalpolitischen Anreize immer mehr abgenommen zu haben. Für lokale Gebietskörperschaften, die finanzielle Engpässe verzeichneten, wurde es zunehmend schwieriger, die erwarteten flankierenden Maßnahmen zu ergreifen, und die marginale Effizienz und der Grenznutzen der öffentlichen Investitionsprojekte scheinen mit der steigenden Zahl implementierter Projekte abgenommen zu haben. Daß die Wirtschaftsleistung in Zeiten ohne fiskalpolitische Anreize jeweils rückläufig war, zeigt jedoch, daß der Abschwung ohne diese Maßnahmen noch wesentlich ausgeprägter gewesen wäre.

Untragbarer  
Anstieg der  
Staatsverschuldung

Da die fiskalpolitischen Anreize keine nachhaltige Erholung der privaten Nachfrage bewirken konnten und die Steuereinnahmen gemessen am BIP gefallen sind, bewegt sich die Nettostaatsschuldenquote derzeit in nicht tragfähigem Ausmaß nach oben, auch wenn sie im internationalen Vergleich nach wie vor niedrig ist. Der Primärsaldo war im vergangenen Jahr negativ, und da der implizite Schuldzinssatz das Wachstum des nominalen BIP deutlich übertraf, war die Nettoschuldenquote bis zum Jahresende auf über 37% gemessen am BIP (verglichen mit weniger als 30% im Jahr 1998) und die Bruttoschuldenquote auf 105% gestiegen. Auf der Grundlage aktueller Prognosen würde zudem bis Ende dieses Jahres die Nettoschuldenquote auf fast 45% und die Bruttoschuldenquote auf nahezu 115% steigen.

Im Euro-Raum  
geringfügige  
Ungleichgewichte

Die *Länder des Euro-Raums* verzeichneten im letzten Jahr nur geringfügige binnen- und außenwirtschaftliche Finanzierungsungleichgewichte (Grafik II.13). Das Haushaltsdefizit für den Euro-Raum sank auf 1¼% des BIP (Grafik II.7), was zum Teil auf eine niedrigere Zinsbelastung, zum Teil aber auch auf unerwartete Einnahmewüchse zurückzuführen war. Zwar waren diese Zuwächse offenbar



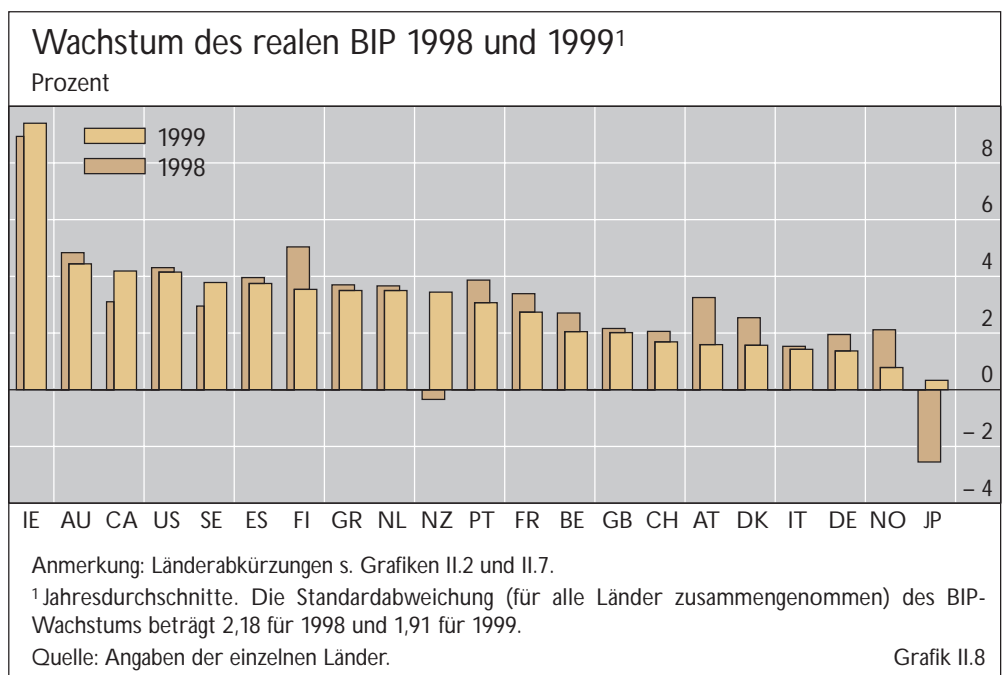
mehr oder weniger konjunkturunabhängig, doch besteht in den Ländern des Euro-Raums eine signifikante positive Korrelation zwischen Haushaltsdefiziten und Produktionslücken, wobei die stärksten Abweichungen in Ländern mit relativ hohen Strukturungleichgewichten zu verzeichnen waren (Österreich, Finnland). Insgesamt jedoch gingen im Jahr 1999 sowohl das strukturelle Defizit als auch die Bruttoschuldenquote zurück. Das größte Ungleichgewicht bestand somit am Arbeitsmarkt, wo die Arbeitslosenquote – trotz erheblicher Senkungen in den letzten beiden Jahren – im Durchschnitt noch immer 10% betrug.

Während die durchschnittliche Wachstumsrate für den Euro-Raum im wesentlichen den früheren Prognosen entsprach, blieb die erwartete Verringerung der Wachstumsunterschiede innerhalb des Euro-Raums aus. Die Wachstumsraten reichten 1999 von einem Höchstwert von 9,4% in *Irland* zu einem Tiefstwert von 1,4% in *Italien* und *Deutschland* (Grafik II.8). Da diese Unterschiede bereits seit einigen Jahren bestehen, gibt es innerhalb der Region auch große Diskrepanzen bei den Kapazitätsüberschüssen und der Arbeitslosigkeit. In Irland übertrifft die tatsächliche Produktion bei einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von 8¾% in den letzten fünf Jahren inzwischen die Schätzungen des Potentials um rund 5%. Auch in den *Niederlanden* liegt das tatsächliche BIP über dem Potential, obwohl die Arbeitslosenquote dank der Fortschritte bei der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes auf nur 2¾% gesenkt wurde. Dagegen weist Italien mit –3¼% die größte Produktionslücke unter den Ländern des Euro-Raums auf, und bei der Arbeitslosenquote wird es nur von *Spanien* übertroffen.

Bemerkenswert war auch, daß sich die Beschäftigung in den Ländern des Euro-Raums im letzten Jahr trotz eines durchschnittlichen Wirtschaftswachstums von nur 2% um 1½% ausweitete und die Arbeitslosigkeit zurückging. Die Schätzungen in Grafik II.3 lassen vermuten, daß in den letzten Jahren ein geringeres Wachstum als zuvor erforderlich war, um die Arbeitslosigkeit stabil zu

In den Euro-Ländern Unterschiede bei Wachstumsraten und Kapazitätsüberschüssen

Bedeutend bessere Bedingungen am Arbeitsmarkt





halten. Ein Grund dafür könnte sein, daß sich mit der allmählichen Verlagerung der Produktion und der Beschäftigung zu den arbeitsintensiveren Dienstleistungsbranchen die aggregierte Arbeitsproduktivität und damit auch die Wachstumsrate, die erforderlich ist, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten, verringert haben. Außerdem läßt die Tatsache, daß die Arbeitslosigkeit selbst bei niedrigem Wirtschaftswachstum gesenkt werden kann, auf Fortschritte bei der Flexibilisierung der Arbeitsmärkte und der Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit schließen. Die Niederlande sind hier ein besonders auffälliges Beispiel. Wie Grafik II.3 zeigt, ist die Wachstumsrate, die erforderlich ist, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten, deutlich zurückgegangen, was vor allem einer ausgeprägten Zunahme der Teilzeitbeschäftigung zuzuschreiben ist. Nun sind diese Ergebnisse unter dem Blickwinkel der Reduzierung der Arbeitslosigkeit zwar erfreulich, sie lassen jedoch auch darauf schließen, daß sich die verhältnismäßig hohen Investitionsquoten (Grafik II.6) im Euro-Raum noch nicht in einer technologisch bedingten Erhöhung des Wachstums der Arbeitsproduktivität und der Kapitalrenditen niedergeschlagen haben.

Sonstige Länder in  
Europa

In den meisten anderen europäischen Ländern war das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr deutlich verhaltener. In *Dänemark* und *Norwegen* war die Abschwächung auf eine restriktivere Wirtschaftspolitik zurückzuführen, da sowohl das Produktionswachstum als auch die Inflationsrate dem europäischen Konjunkturzyklus zu weit vorauseilten. Die bemerkenswerteste Entwicklung in *Griechenland* war die Abschwächung des Anstiegs der Lohnstückkosten von durchschnittlich über 10% im Zeitraum 1990–97 auf 6% im Jahr 1998 und nur noch 2½% im letzten Jahr. Der Grund für diese Entwicklung war eine Kombination von Lohnzurückhaltung und Produktivitätssteigerungen, und sie half Griechenland auf entscheidende Weise in seinen Bemühungen, die Kriterien für den Beitritt zur Europäischen Währungsunion (EWU) zu erfüllen. Die konjunkturelle Abschwächung in der *Schweiz* im vergangenen Jahr war vor allem auf ein langsames Wachstum der Inlandsnachfrage trotz relativ günstiger monetärer Bedingungen und einer beachtlichen Verringerung der Arbeitslosigkeit zurückzuführen. *Schweden* war die wichtigste Ausnahme von der allgemeinen Abschwächung in Europa. Bis zur Jahresmitte expandierte die Wirtschaft eher schleppend, doch dann bewirkte ein Umschwung bei der Auslandsnachfrage einen Anstieg des BIP-Wachstums auf 3½% für das Jahr insgesamt.

## Inflation und Arbeitsmärkte

### *Inflation und Ölpreise*

Obwohl die Jahresraten des Preisanstiegs in den letzten Monaten des Jahres 1999 durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte gegenüber dem dritten Quartal zulegten, kündigt diese Zunahme wohl nicht das Ende des günstigen Preisumfelds der neunziger Jahre an. Die Steigerungsraten waren in den meisten Ländern niedrig und spiegelten in erster Linie den steilen Anstieg der Ölpreise wider, die sich mehr als verdoppelt haben. Daß keine nennenswerten Effekte auf die Kerninflationsrate auszumachen sind, deutet in der Tat darauf hin, daß die Kräfte, die die Disinflation der neunziger Jahre prägten, auch weiterhin wirken.

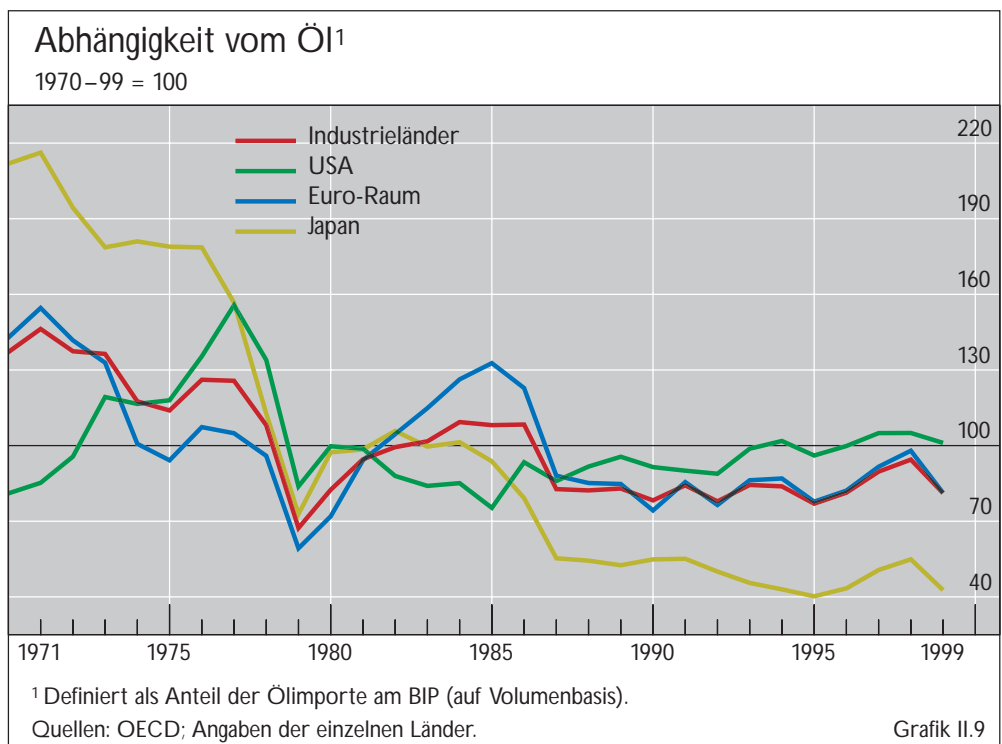
Verhaltene  
Auswirkungen  
der höheren  
Ölpreise ...

Ein erster möglicher Grund für die verhaltene Auswirkung auf die Kerninflation ist, daß sich mit dem jüngsten sprunghaften Anstieg der Ölpreise nur der vorangegangene Ölpreisrückgang wieder umkehrte, so daß die Preise in realer Betrachtung unter dem Niveau von vor zwei Jahren liegen. Daher dürfte auch die Anpassung an die veränderten Preise nicht schwergefallen sein. Zweitens kommt dem Öl heutzutage eine geringere Bedeutung zu als früher. Infolge der Effekte des technologischen Fortschritts, der Erschließung rentabler alternativer Energiequellen sowie der Vielfalt energiesparender Maßnahmen sind die Ölimportvolumina in Relation zum BIP in den Industrieländern seit den siebziger Jahren gefallen (Grafik II.9). Die größere Anzahl an Energiequellen zusammen mit der gesunkenen Bedeutung von Öl vermindert die Zweitrundeneffekte, indem sie es den Unternehmen erleichtert, kostengünstigere Alternativen zu finden oder Preisschwankungen innerhalb der Gewinnspanne aufzufangen.

... als Folge des Energiesparens, des technologischen Fortschritts ...

Eine dritte Ursache für das Ausbleiben von Spillover-Effekten des Ölpreisanstiegs ist das Zusammenwirken von Wettbewerbsdruck, gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen und Geldpolitik. Verglichen mit früheren Phasen ausgeprägter Ölpreissteigerungen ist die Inflation weltweit gedämpft, und in einer größeren Anzahl von Ländern bestehen Überkapazitäten. Darüber hinaus haben allgemeinen Einschätzungen zufolge die höhere Wettbewerbsintensität an den Märkten (vorangetrieben durch Globalisierung und Deregulierung), das Widerstandsvermögen der Verbraucher und eine glaubwürdige Geldpolitik dazu beigetragen, „alte“ Inflationismuster zu durchbrechen. In einem solchen Umfeld können Unternehmen, die die Preise anheben, nicht erwarten, daß Wettbewerber diesen Schritt mitvollziehen oder daß sie durch eine Währungsabwertung ihre Wettbewerbsfähigkeit wiedererlangen. Um Marktanteilsverluste zu vermeiden, müssen Preissteigerungen bei einem bestimmten Input-Faktor durch

... des Wettbewerbs und der gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen



Kostensenkungen an anderer Stelle oder eine Schmälerung der Gewinnspanne aufgefangen werden. Somit dämpft der verschärfte Wettbewerb die Folgewirkungen von Ölpreiserhöhungen.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die disinflationären Kräfte der neunziger Jahre die Auswirkungen des Ölpreisschocks im Jahr 1999 bislang offenbar auf eine Veränderung der relativen Preise begrenzt haben, so daß weder die Inflation angeheizt noch ihren Nebeneffekten in Form einer nachfolgenden Rezession Vorschub geleistet wurde. Darüber hinaus bietet die günstige Entwicklung im Jahr 1999 zusammen mit der im März 2000 getroffenen Vereinbarung, zuvor eingeführte Angebotskontingente zu lockern, Grund zu Optimismus, was die von den Energiekosten ausgehenden Zweitrundeneffekte im Verlauf dieses und des nächsten Jahres betrifft.

#### *Arbeitsmärkte, Lohnvereinbarungen und Inflationsprozeß*

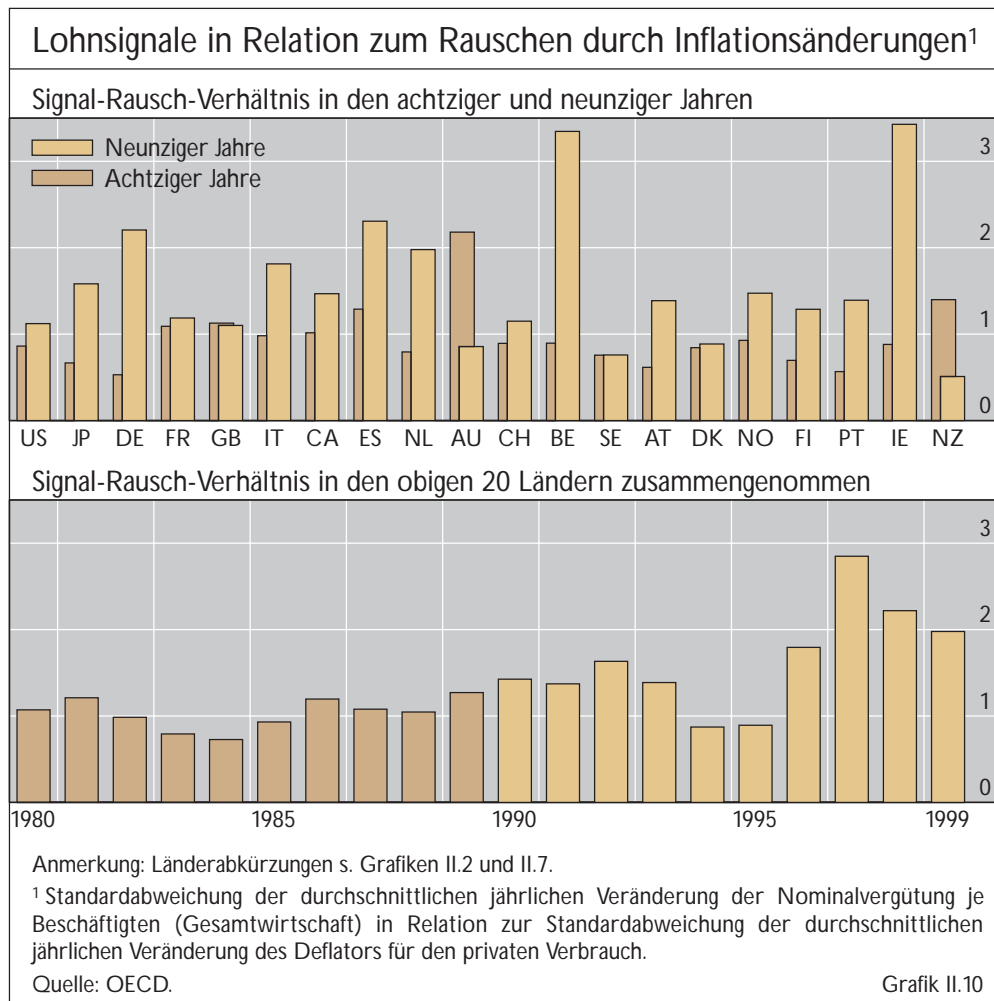
Der zunehmende weltweite Wettbewerb und der technologische Wandel haben nicht nur das Preissetzungsverhalten der Unternehmen beeinflußt, sondern auch weitreichende Auswirkungen auf den Lohnfindungsprozeß und auf die Beziehung zwischen Löhnen und Preisen in den Industrieländern mit sich gebracht. Den Lohnabschlüssen kommt im Inflationsprozeß eine zentrale Rolle zu, da die Löhne gleichzeitig eine Hauptdeterminante des Nominaleinkommens und der Produktionskosten sind. Der Lohnfindungsprozeß kann daher die Schaffung eines Umfelds niedriger und stabiler Inflation bremsen oder begünstigen.

Ein prägendes Merkmal der Rahmenbedingungen für Lohnvereinbarungen entsteht aus dem Inflationsumfeld selbst. Wie andere Märkte funktionieren auch die Arbeitsmärkte effizienter, wenn die Marktteilnehmer über bessere Informationen verfügen. Ein unmittelbarer Vorteil niedriger und stabiler Inflation liegt darin, daß das inflationsbedingte Hintergrundrauschen („noise“) nachläßt, so daß in den Veränderungen des Nominallohns der reale und relative Lohnzuwachs unmittelbarer zum Ausdruck kommt, was es wiederum den Marktteilnehmern erleichtert, entsprechende Signale zu erkennen und angemessen auf sie zu reagieren. Ein Maß für die größere Klarheit der von den Nominallöhnen ausgehenden Signale ist die Quote der Streuung von Lohnveränderungen in Relation zur Streuung von Preissteigerungen im Zeit- und Ländervergleich. Ein Anstieg dieser Quote deutet darauf hin, daß Nominallohnveränderungen zunehmend reale Veränderungen und in geringerem Maße Schwankungen des Preisanstiegs widerspiegeln. Grafik II.10 zeigt, daß die Quote der Streuung von Lohnveränderungen in Relation zu den Inflationsraten in den neunziger Jahren in 16 von 20 Industrieländern höher lag als in den achtziger Jahren (oberes Feld). Ebenso ist der Zeitpfad der Quote für dieselben 20 Länder (unteres Feld) während der letzten zwei Jahrzehnte durch einen aufwärtsgerichteten Trend gekennzeichnet. Diese Entwicklung bedeutet, daß Arbeitgeber wie Beschäftigte weniger Anstrengungen darauf verwenden müssen, Reallohnsignale von inflationärem Rauschen zu trennen, und vermag daher auch eine genauere Richtschnur mit Blick auf Einstellung, Ausbildung und Karriereplanung zu bieten.

Bestimmende Faktoren sind außerdem der weltweite Wettbewerb und die technologische Weiterentwicklung, die beide den Druck zur Innovation in den Industrieländern verstärkt haben. Zur Wahrung der Wettbewerbsfähigkeit

Klarere  
Nominallohnsignale  
durch niedrige  
Inflation ...

... bei durch  
Wettbewerb  
verstärktem Druck  
zur Flexibilität



müssen die Unternehmen und ihre Beschäftigten die Fähigkeit, den Anreiz und die Flexibilität haben, technologischen Fortschritt hervorzubringen und zu nutzen. Mithin wird das Personalmanagement zunehmend als zentraler Wettbewerbsbereich in allen Wirtschaftszweigen anerkannt, und zwar besonders in denjenigen, in denen Handel oder Produktion expandieren.

Ein Hauptaspekt des Personalmanagements ist die Entlohnungspolitik. Miteinander konkurrierende Länder und Unternehmen unterscheiden sich in ihren Lohnsetzungs- und -anpassungsmechanismen bereits jetzt deutlich, und im kommenden Jahrzehnt dürfte die Vielfalt der gewählten Ansätze noch zunehmen. In einigen Ländern (besonders in den USA und im Vereinigten Königreich) bieten die Unternehmen mehr Leistungsanreize, Bonuszahlungen, Gewinnbeteiligungen und Aktienoptionspläne, um die Löhne aufzubessern und sie stärker mit der Produktivität des einzelnen und des Unternehmens als Ganzes zu verknüpfen. Umfassende Daten über die Verbreitung dieser Entlohnungskomponenten sind immer noch kaum verfügbar. Jedoch stimmen die vorhandenen Hinweise und gezielte Umfragen darin überein, daß die meisten sehr hochrangigen Führungskräfte in den USA einen großen Teil ihres Gehalts in Form von Aktienoptionen beziehen und daß Leistungsanreize und Bonuszahlungen in niedrigeren Beschäftigungskategorien üblicher geworden sind. Auch in deutschen, schweizerischen

Leistungsabhängige Entlohnung ...

und anderen europäischen Unternehmen erhalten hochrangige Führungskräfte immer öfter Aktienoptionen.

... dürfte  
Produktivität und  
Konjunktur-  
reagibilität der  
Löhne erhöhen

Entwicklungen dieser Art dürften produktivitätssteigernd wirken und die Konjunkturreakibilität der Nominaleinkommen erhöhen. Während das schnellere Produktivitätswachstum und die damit einhergehenden höheren Reallöhne unzweifelhaft positiv sind, ist die Wirkung von im Konjunkturverlauf stärker schwankenden Einkommen nicht eindeutig zu beurteilen. Einerseits könnten bei der nächsten Rezession abschwungbedingte Lohnkürzungen das Wegbrechen der Konsumausgaben verstärken, wie dies in Japan in den neunziger Jahren der Fall war. Angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte könnte diesem Aspekt in den englischsprachigen Ländern besondere Bedeutung zukommen. Andererseits dürften gerade diese Lohnkürzungen zur Sicherung von Arbeitsplätzen und zur Stärkung des Vertrauens beitragen, da sie es den Arbeitgebern ermöglichen, die Arbeitskosten zu senken, ohne Entlassungen vornehmen zu müssen.

#### *EWU, Lohnverhandlungen und Inflation*

Die bestehenden Mechanismen am europäischen Arbeitsmarkt und die Währungsunion werden einander in den kommenden Jahren gegenseitig vor besondere Herausforderungen stellen. Die Währungsunion dürfte zu strukturellen Veränderungen bei den Lohnverhandlungen und Lohnabschlüssen führen, während die Entwicklung an den Arbeitsmärkten ihrerseits für die Durchführung der Geldpolitik von Bedeutung sein könnte.

Lohnfindungs-  
mechanismen in  
Europa

Die Lohnverhandlungen vollziehen sich in Kontinentaleuropa typischerweise auf nationaler Ebene, wie in Belgien, Österreich, Portugal und den nordischen Ländern, oder auf mittlerer Ebene, d.h. für Sektoren oder einzelne Wirtschaftszweige, wie in Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Spanien. Üblicherweise werden in Europa mit einem Tarifabschluß für einen Großteil der Arbeitnehmerschaft Durchschnitts- oder Mindestsätze für Lohnerhöhungen festgelegt sowie andere Beschäftigungskonditionen bestimmt, während Vereinbarungen auf Betriebs- oder Unternehmensebene, wie es sie in den USA gibt, bis vor kurzem kaum zu finden waren.

Hauptmerkmale  
der Lohn-  
verhandlungen auf  
zentraler ...

Welchen Einfluß hat es auf die Wirtschaftsleistung, auf welcher Ebene Lohnabschlüsse zustande kommen bzw. in welchem Maße sie koordiniert sind? Vielfach heißt es, daß zentralisierte Verhandlungen auf nationaler Ebene die Gewerkschaften und Arbeitgeber zu Abschlüssen motivieren, die die makroökonomischen Wirkungen und die sozialen Kosten der Vereinbarung angemessen berücksichtigen („Internalisierung von externen Effekten“). Den Verhandlungspartnern scheint bewußt zu sein, daß Lohnvereinbarungen, die über das durchschnittliche Produktivitätswachstum hinausgehen, eine dem eigentlichen Anliegen entgegengerichtete Wirkung entfalten, da sie die Arbeitgeber zwingen, entweder die Preise zu erhöhen und damit den Reallohnzuwachs auszuhöhlen oder, wenn der Wettbewerbsdruck Preiserhöhungen nicht zuläßt, Beschäftigungskürzungen vorzunehmen. Darüber hinaus eröffnen zentralisierte Lohnverhandlungen dem Staat eine Möglichkeit, das Ergebnis direkt zu beeinflussen, etwa durch Steuer-senkungen, wie dies in Irland und Finnland zu Beginn des Jahres zu beobachten war. Dagegen erschweren zentrale Abschlüsse durch den Zwang zu einheitlichen

Lohnsteigerungen über Berufsgruppen und Wirtschaftszweige hinweg die Anpassung der relativen Löhne, was an einem sich wandelnden Arbeitsmarkt zu einem Mißverhältnis zwischen nachgefragter und angebotener Qualifikation sowie zu struktureller Arbeitslosigkeit führen kann.

Bei dezentralisierten Lohnverhandlungen auf Unternehmensebene werden die Auswirkungen höherer Löhne kaum berücksichtigt, aber – was ebenso wichtig ist – das Ergebnis wird durch den Wettbewerb auf den Gütermärkten beeinflusst. Darüber hinaus ermöglichen derartige Abschlüsse eine größere Beweglichkeit der relativen Löhne entsprechend der jeweiligen Produktivität. Der Mittelweg, d.h. Verhandlungen auf der Ebene einzelner Sektoren oder Wirtschaftszweige, wird oft als Lösung mit den meisten Nachteilen betrachtet. Da der Wettbewerb hier weniger intensiv ist als auf Unternehmensebene und der Anreiz, die makroökonomischen Auswirkungen zu berücksichtigen, geringer als bei zentralen Abschlüssen, könnten die Gewerkschaften ihre Macht am Markt ausnutzen, um höhere Lohnsteigerungen für ihre Mitglieder zu erzielen. Auch wenn dies empirisch nicht eindeutig belegt werden kann, so erscheinen doch sowohl die Reallöhne als auch die Arbeitslosigkeit in jenen Ländern tendenziell höher, in denen das Lohnfindungsmodell einem Mittelweg zwischen zentralisierten und dezentralisierten Verhandlungen folgt.

... dezentraler und  
branchenweiter  
Ebene

Die EWU könnte für diese Verhandlungsbeziehungen in mindestens zweierlei Hinsicht Veränderungen bringen: Die Verhandlungspartner in den einzelnen Ländern nehmen innerhalb des Euro-Raums eine weniger bedeutende Rolle ein, und mit der gemeinsamen Währung und dem gemeinsamen Markt in Europa wird der Wettbewerb verschärft. Der erste Faktor führt zu einer Verlagerung der Lohnverhandlungen auf die mittlere Ebene und birgt die Gefahr, daß die Arbeitnehmervertreter in dem Bewußtsein, daß die preistreibende Wirkung eines einzelnen Abschlusses für den Euro-Raum als Ganzes gering ist, nachdrücklicher für Lohnerhöhungen eintreten werden. Der zweite Faktor bedeutet, daß ähnlich wie bei dezentralisierten Verhandlungen die Kräfte des Wettbewerbs die Lohnforderungen und damit die durchschnittliche Inflationsrate im Euro-Raum dämpfen dürften. Sofern die Verhandlungspartner erkennen, daß übermäßige Lohnforderungen bei glaubwürdiger Geldpolitik und wettbewerbsintensiven Märkten lediglich zu höherer Arbeitslosigkeit und größeren sozialen Konflikten führen, wird sich letztlich der zweite Faktor durchsetzen. Daß es dazu kommt, ist allerdings keineswegs sicher, und größere Konflikte könnten die Mechanismen koordinierter Lohnverhandlungen gefährden.

Durch EWU  
möglicherweise ...

Um dies zu verhindern, könnten die Tarifparteien möglicherweise versuchen, die Lohnverhandlungen in Europa zu zentralisieren. Ein solcher Schritt wäre in dem Maße gerechtfertigt, wie die Arbeitgeber und der Wettbewerb stärker gesamteuropäisch werden. Jedoch wäre es nicht einfach, die unterschiedlichen Beteiligten in den einzelnen Ländern (z.B. Industriegewerkschaften und Vertretungen einzelner Berufsgruppen sowie ähnlich unterschiedliche Vereinigungen auf Seiten der Arbeitgeber) in einen einheitlichen Prozeß einzubinden. Intensiverer Wettbewerb und technologischer Wandel werden zudem die Vielfalt der für einzelne Wirtschaftszweige oder Berufsgruppen angemessenen Lohnabschlüsse eher noch größer werden lassen. Dies würde eine höhere Flexibilität erfordern, während europaweite Verhandlungen in die entgegengesetzte Richtung wirken würden.

... europaweite  
Zentralisierung  
der Lohnverhand-  
lungen ...

... oder – wahrscheinlicher – Verlagerung auf Unternehmens-ebene

Wahrscheinlicher ist, daß die Löhne in Europa letztendlich eher auf lokaler Ebene festgelegt werden. In einer Reihe von Ländern wird die Dezentralisierung bereits vorangetrieben. Dieser Prozeß begann schon in den sechziger Jahren im Vereinigten Königreich und hat sich in den achtziger Jahren beschleunigt. Während der letzten zwei Jahrzehnte wurden in Dänemark, Schweden und den Niederlanden die Lohnverhandlungen zu einem großen Teil dezentralisiert, und nur Verhandlungen über sonstige Beschäftigungskonditionen sind auf der nationalen oder sektoralen Ebene verblieben. In anderen Ländern vollzieht sich der Übergang fließender, wenngleich in Deutschland zwischen Unternehmen und Gewerkschaften immer häufiger Abkommen geschlossen werden, die es erlauben, auf Betriebsebene vereinbarte Löhne in Abhängigkeit von der Marktsituation anzupassen („Lohndrift“) oder hindernde Vorschriften zu umgehen.

Rolle der EZB

Da es bisher eine wichtige Komponente der Geldpolitik der nationalen Zentralbanken in der EU war, zunehmend die Erwartung geringer Inflation in den Lohnabschlüssen zu verankern, wird die künftige Rolle der EZB mit einer stärker dezentralisierten Struktur der Lohnfindung indirekter, aber keineswegs weniger wichtig sein. Bei Lohnabschlüssen auf lokaler Ebene fließen die Inflationserwartungen weniger einheitlich und weniger explizit in die Nominallohnveränderungen ein als bei zentralen Abschlüssen. An die Stelle der politischen Einflußnahme auf die Tarifparteien treten weitgehend die Wettbewerbskräfte des Marktes, wobei der Zentralbank die wichtige Aufgabe zukommt, Informationen bereitzustellen und die Unsicherheit über die Zielsetzung der Geldpolitik so gering wie möglich zu halten. Allerdings wird die Zentralbank keinen unmittelbaren Einfluß auf den tatsächlichen Abschluß der in großer Zahl stattfindenden Verhandlungen haben.

#### *Phillips-Kurven*

Diversifizierung und Innovation an den Arbeitsmärkten könnten auch dazu führen, daß sich die Beziehungen, die in der Phillips-Kurve dargestellt sind, in den einzelnen Ländern deutlich unterscheiden oder im Zeitverlauf verändern. Den geldpolitischen Entscheidungsträgern liefert die Steigung der kurzfristigen Phillips-Kurve Hinweise hinsichtlich der Auswirkungen der aktuellen Produktionstrends auf die Inflation, und Verschiebungen der zu beobachtenden Phillips-Kurven-Beziehungen bieten nicht nur Aufschluß über die geldpolitischen Konsequenzen wichtiger Entwicklungstendenzen in der Volkswirtschaft, sondern verändern auch einen bedeutenden Parameter des Transmissionsmechanismus.

Phillips-Kurve für den Euro-Raum

Die Gründung der EWU hat das Interesse an den Phillips-Kurven-Beziehungen für das Euro-Gebiet als Ganzes geweckt. Weist die Kurve verglichen mit anderen Ländern einen steilen Verlauf auf? Hat sie sich mit dem Erfolg der Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung verschoben? Gibt es Hinweise auf eine gemeinsame Beziehung für die Länder des Euro-Raums? Zur einführenden Veranschaulichung zeigt Grafik II.11 die Beziehung zwischen der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke der Länder des Euro-Raums und der Veränderung der durchschnittlichen Inflationsrate von 1973 bis 1999. Die eingezeichnete Kurve deutet darauf hin, daß eine Veränderung der Produktionslücke um 1 Prozentpunkt im Durchschnitt mit einer Veränderung der Inflationsrate um 0,6–0,7 Prozentpunkte einherging.

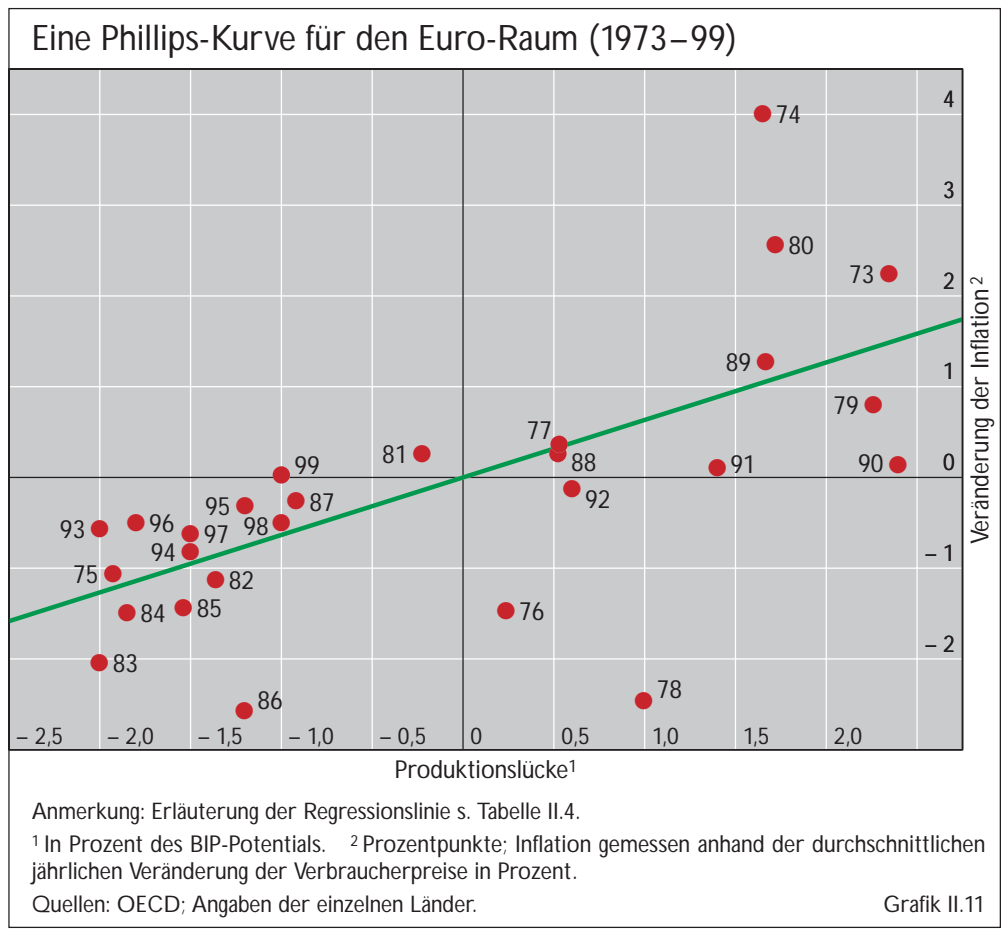


Tabelle II.4 vergleicht diese Beziehung mit Schätzungen für die USA und Japan für denselben Zeitraum und überprüft, ob sich die Steigung der Kurve im Zeitverlauf verändert hat. Werden keine Änderungen in der Steigung der Kurve zugelassen, weisen die Ergebnisse eine bemerkenswerte Übereinstimmung auf (erste Spalte der Tabelle). Bemerkenswert ist zugleich, daß die Steigung in den neunziger Jahren für alle drei Regionen auf 0,2–0,3 sinkt (s. auch Kapitel IV). Das heißt, die Preisentwicklung scheint derzeit in geringerem Maße auf die Produktion zu reagieren als in den siebziger und achtziger Jahren. Obgleich dieses Ergebnis auch für Japan zutrifft, läßt sich die Phillips-Kurve für Japan – möglicherweise wegen Unsicherheiten bezüglich der tatsächlichen Größe der Produktionslücke oder eines veränderten, eher auf die Wahrung der Gewinnspannen ausgerichteten Preissetzungsverhaltens der Unternehmen – offenbar besser erfassen, wenn die Inflationsveränderungen nicht zum Niveau, sondern zu verzögerten *Veränderungen* der Produktionslücke in Bezug gesetzt werden. Nach beiden Methoden hat sich jedoch die Sensitivität der Inflation gegenüber Produktionsveränderungen beträchtlich vermindert.

Offenbar flacherer Verlauf der Phillips-Kurve ...

Wie im vorangegangenen Jahresbericht erörtert (Kapitel II, S. 30ff.), kann der flachere Verlauf der Phillips-Kurve in den neunziger Jahren mehrere Ursachen haben, wie etwa eine niedrigere Inflation, eine glaubwürdigere Geldpolitik und Nominallohn- oder Preisrigiditäten nach unten. Sind z.B. die Löhne bei einer niedrigen Inflation nicht nach unten anpassungsfähig, dann werden manche Löhne zwangsläufig höher sein, als sie es andernfalls wären, so daß sich eine geringere

... möglicherweise aufgrund von nominalen Rigiditäten und Meßfehlern



Phillips-Kurven-Schätzungen <sup>1</sup>							
	1973–99	R <sup>2</sup>	DW	1973–88	1989–99	R <sup>2</sup>	DW
Euro-Raum	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
USA	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Japan	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Japan <sup>2</sup>	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

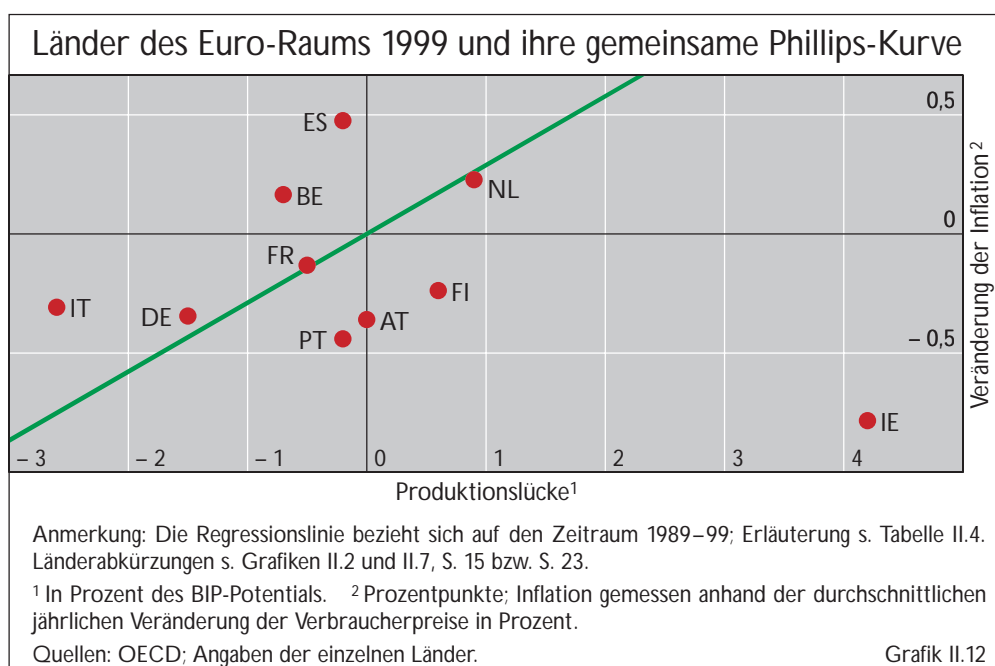
<sup>1</sup> Für den gesamten Zeitraum 1973–99 wurde das Phillips-Kurven-Modell als  $\Delta\pi = \beta Gap + \varepsilon$  geschätzt, wobei  $\pi$  der Inflationsrate (Verbraucherpreisindex) entspricht,  $Gap$  der Produktionslücke und  $\beta$  der Steigung der Kurve wie in der ersten Spalte dargestellt;  $\varepsilon$  bezieht sich auf unerklärte Veränderungen der Inflation,  $R^2$  bezeichnet das Bestimmtheitsmaß und DW den Autokorrelationsgrad. Die Schätzungen im zweiten Teil der Tabelle wurden durch  $\Delta\pi = \beta Gap + \delta Dum.Gap + \varepsilon$  ermittelt, wobei  $Dum$  eine Dummy-Variable darstellt, die nach 1988 den Wert von 1 und bis dahin den Wert von 0 hat. Die Steigung für den Zeitraum 1973–88 ist  $\beta$ , die Steigung für den Zeitraum 1989–99 ist  $\delta + \beta$ . Sämtliche Steigungskoeffizienten erwiesen sich als signifikant. <sup>2</sup> Die erste Gleichung für Japan wird geschätzt als  $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{t-1} + \varepsilon$ , die zweite als  $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{t-1} + \delta Dum.\Delta Gap_{t-1} + \varepsilon$ .

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.4

Nachfrage weniger disinflationär auswirken wird. Auch andere Faktoren können die Steigung der Kurve verändern. So kann in einem Land ein unentdeckter Rückgang des Humankapitals und des Kapitalstocks (bedingt durch Umstrukturierung oder technologischen Wandel), wie es in Japan der Fall gewesen sein dürfte, zu einer Überzeichnung der Produktionslücke führen und die Steigung der Kurve gegen null tendieren lassen.

Gemeinsame  
Phillips-Kurve für  
die Länder des  
Euro-Raums

Die dritte Frage – ob es eine gemeinsame Beziehung für die Länder des Euro-Raums gibt – beruht auf der Annahme, daß diese Länder eine genügend ähnliche Wirtschaftsstruktur haben, um eine gemeinsame Phillips-Kurven-Beziehung aufzuweisen. Wenn dies nicht der Fall wäre (und keine Fortschritte auf dem Weg zu einer derartigen Konvergenz erzielt würden), könnte eine einheitliche Geldpolitik dauerhafte und möglicherweise destabilisierende Unterschiede in der



Wirtschaftsleistung zur Folge haben. Obgleich die Beziehungen in den einzelnen Ländern etwas unterschiedlich sind, beeinträchtigt die Unterstellung einer gemeinsamen Beziehung für die Länder des Euro-Raums glücklicherweise nicht die Fähigkeit der Phillips-Kurve, die Inflation auf der Grundlage der Produktionslücke zu prognostizieren. Entsprechend spiegelt die jeweilige Position der Länder des Euro-Gebiets zur Kurve für den Euro-Raum auf Basis der neunziger Jahre (Grafik II.12) in erster Linie Abweichungen im Konjunkturzyklus wider und nicht Unterschiede in den zugrundeliegenden Beziehungen. Tatsächlich ist die Anpassung an die Euro-Raum-Kurve außer für Irland einigermaßen gut.

Zusammenfassend läßt sich festhalten: Die Phillips-Kurven-Beziehung scheint für die Länder des Euro-Raums in groben Zügen vergleichbar zu sein, und die Kurve hat eine recht ähnliche Steigung wie die für die USA, während für Japan ein alternatives Modell die Beziehung besser zu erklären vermag. Für alle drei Regionen verläuft die Phillips-Kurve in den neunziger Jahren deutlich flacher, was darauf hinweist, daß eine gegebene Änderung der Produktionslücke nunmehr mit einer geringeren Änderung des Preisanstiegs einherzugehen scheint. Dies könnte es den Zentralbanken erleichtern, die Inflation stabil zu halten, erschwert es aber möglicherweise, Abweichungen der Rate von einem gewünschten Pfad zu korrigieren.

## Entwicklungen im Welthandel und in der Außenwirtschaft

### *Welthandel und Preise*

Im Jahr 1998 war die Expansion des Welthandelsvolumens stark zurückgegangen, da das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum in einigen der am stärksten geöffneten und außenhandelsorientierten aufstrebenden Volkswirtschaften negativ wurde. Trotz der 1999 einsetzenden Erholung sowohl des globalen Wirtschaftswachstums als auch der wirtschaftlichen Aktivitäten in den asiatischen Krisenländern stieg der Welthandel nur moderat. Der Hauptgrund hierfür war, daß die Importnachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften (und somit die Exporttätigkeit der entwickelten Volkswirtschaften) wegen eines niedrigen Wachstums der Binnennachfrage gedämpft blieb (Tabelle II.5).

Nur moderates  
Wachstum des  
Welthandels ...

Entwicklung des Welthandels und der Preise				
	1991–96	1997	1998	1999
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			
Außenhandelsvolumina	6,5	10,0	3,8	4,9
Außenhandelspreise (in SZR)	–	–0,8	– 4,2	– 1,6
Industriegüter	–	–2,7	0,2	– 1,7
Öl	–3,1	–0,2	–31,2	37,6
Nahrungsmittel	3,0	–6,0	–11,2	–15,9
Genußmittel	2,6	39,9	–14,0	–21,9
Industrierohstoffe	–2,2	3,9	–13,1	– 3,0

Quellen: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung; IWF. Tabelle II.5

... bei unterschiedlichen Preistrends

Die Welthandelspreise (gemessen in SZR) gingen im vergangenen Jahr erneut zurück, wobei sich die Preistrends zwischen den einzelnen Gruppen von Industriegütern und Rohstoffen stark unterschieden. Nach einem leichten Anstieg 1998 sanken die Preise der Industriegüter etwas, weil der Wettbewerb am Weltmarkt hart blieb und aufgrund des Überangebots nach der Asien-Krise die Lagerbestände noch hoch waren. Die Lebensmittelpreise gingen im zweiten Jahr in Folge deutlich zurück, während sich die Preise von Industrierohstoffen (besonders Metallen), die zumeist empfindlicher auf die Entwicklung der internationalen Industrieproduktion reagieren, im Jahresverlauf zu erholen begannen, allerdings nicht genug, um einen leichten Rückgang im Vorjahresvergleich zu verhindern. Dagegen wiesen die Ölpreise eine geradezu spektakuläre Erholung auf. Vor allem aufgrund einer wirksamen Produktionseinschränkung, die im März 1999 in Kraft trat, stiegen sie gegenüber 1998 um nahezu 40% und vom Tiefstand Ende 1998 bis zur jüngsten Preisspitze sogar auf mehr als das Dreifache. Nach der im März dieses Jahres getroffenen Vereinbarung zur Erhöhung der Fördermengen sank der Ölpreis allerdings um fast ein Drittel.

#### Leistungsbilanzsalden

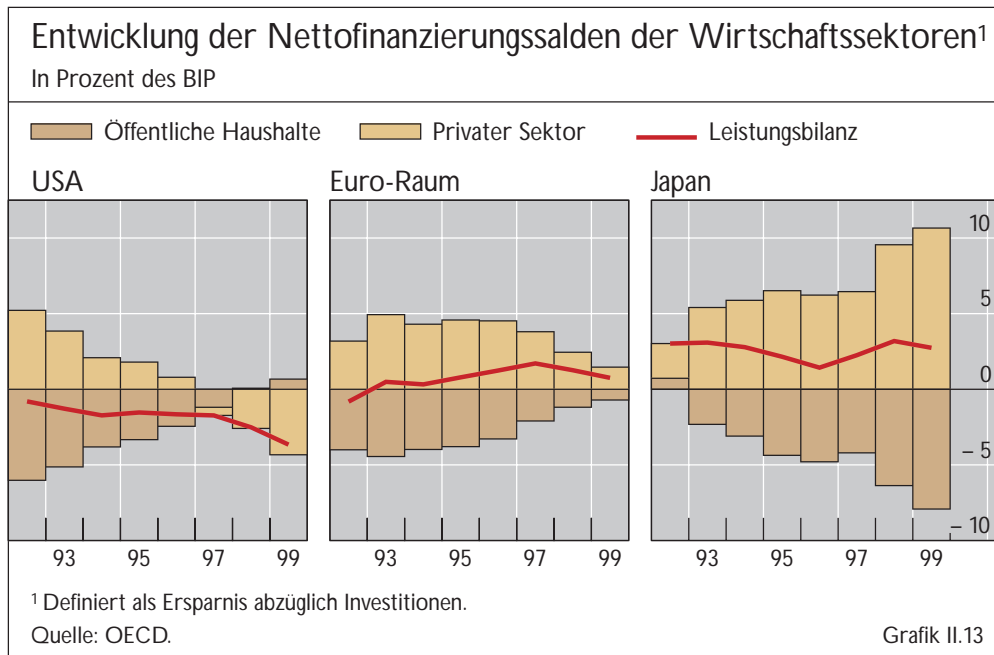
Wachsende statistische Diskrepanz

Wie aus Tabelle II.6 ersichtlich, hat sich das weltweite Defizit oder die statistische Diskrepanz seit dem Ausbruch der Asien-Krise beträchtlich erhöht. Die zusammengefaßte Verschlechterung in allen Ländern, die seit 1997 eine schwächere Leistungsbilanz aufweisen, belief sich auf rund \$ 320 Mrd. Davon entfielen etwa 60% auf die USA und ein Drittel auf andere Industrieländer. Indes betrug die kumulierte Verbesserung der Leistungsbilanzen nur \$ 144 Mrd., die in erster Linie in Asien erwirtschaftet wurden. Der überwiegende Teil der Verschlechterung kann dem rascheren Importwachstum zugeschrieben werden, aber in den Ländern und Regionen im linken Teil der Tabelle scheint die Importentwicklung durchaus der traditionellen Beziehung zwischen Importen und binnenwirtschaftlichem Nachfragewachstum zu folgen. Die Trennung zwischen Volumen- und Preisänderungen wird durch die starken Wechselkurschwankungen während der Beobachtungsperiode erschwert, die auch die

Veränderung der Leistungsbilanzsalden 1997 – 99 <sup>1</sup>			
	Verschlechterung		Verbesserung
USA	- 195,4	Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	85,3
Euro-Raum	- 61,0	Japan	15,2
Vereinigtes Königreich	- 31,5	Kanada	7,3
Australien	- 9,6	Schweiz	3,2
Sonstige Industrieländer	- 3,9	Sonstige Industrieländer	2,4
Naher Osten	- 9,6	Volkswirtschaften im Übergang	20,8
Afrika	- 9,4	Lateinamerika	9,9
Insgesamt	-320,4	Insgesamt	144,1

<sup>1</sup> Mrd. US-Dollar.  
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.6



Unterscheidung von Exportvolumina und -preisen verwischen. Insgesamt läßt die Tabelle den Schluß zu, daß das Exportwachstum – und daher das Wachstum der Gesamtproduktion – höher ausgefallen sein dürfte als bisher angenommen. Die genaue Lokalisierung dieser zusätzlichen Wachstums- und Zahlungseffekte ist jedoch weit schwieriger.

Läßt man die Frage der statistischen Diskrepanz unberücksichtigt, so beschränken sich die Finanzierungsungleichgewichte in den USA, wie weiter oben erläutert, nicht auf die Binnenwirtschaft, sondern kommen möglicherweise am deutlichsten im sich ausweitenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht und in einer wachsenden Sorge um die längerfristige Tragfähigkeit des derzeitigen US-Dollar-Wechselkursniveaus zum Ausdruck (Grafik II.13). Jedoch kann die Frage, ob und ab welchem Zeitpunkt das US-Leistungsbilanzdefizit von den Märkten als untragbar angesehen wird, nicht beantwortet werden, ohne die langfristigen Nettokapitalströme und ihre Bestimmungsfaktoren mit zu berücksichtigen. In den letzten zwei bis drei Jahren wurden die Leistungsbilanzsalden der drei wichtigsten Währungsgebiete durch Nettoströme von ausländischen Direktinvestitionen sowie von Portfolioinvestitionen in Form von Aktienkäufen regelrecht überschwemmt (Tabelle II.7). Beispielsweise wurde das US-Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr zu rund 40% durch Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen finanziert, und der verbleibende Betrag wurde durch Aktienerwerb mehr als gedeckt. Erwähnenswert ist auch, daß die US-Unternehmen zwischen 1991 und 1997 mehr im Ausland investierten als ausländische Unternehmen in den USA. Allerdings kehrte sich dieser Trend 1998 um. Die Zuflüsse aus Aktienerwerb hatten bereits im Jahr 1996 ihr Vorzeichen gedreht, wenngleich teilweise deshalb, weil die US-Anleger zu Nettoverkäufern ausländischer Aktien wurden. Insgesamt deutet die Beschleunigung der Nettozuflüsse von Direkt- und Portfolioinvestitionen in die USA in den letzten beiden Jahren darauf hin, daß die Rentabilitäts-erwartungen der ausländischen Anleger in den USA entsprechend dem beobachteten Wachstum von Produktivität und Produktionspotential gestiegen sind und

Tragfähigkeit des  
US-Leistungsbilanz-  
defizits ...

... abhängig von  
langfristigen  
Kapitalzuflüssen

diese Änderung die Finanzierung der starken Ausweitung des Leistungsbilanzungleichgewichts sicherstellte.

Kapitalströme im Euro-Raum, in Japan ...

Das Euro-Gebiet ist in gewisser Weise ein Spiegelbild der USA. Die Leistungsbilanz wies im vergangenen Jahr einen Überschuß auf, aber die langfristigen Nettokapitalabflüsse waren viermal so hoch wie der Leistungsbilanzüberschuß, so daß die Gesamtbilanz stark negativ war. Im Falle Japans sanken die Nettokapitalabflüsse durch die Rückführung von im Ausland angelegten Finanzmitteln in Verbindung mit dem Nettoerwerb japanischer Aktien durch Gebietsfremde und einer Verdreifachung der Zuflüsse von Direktinvestitionen nach Japan gegenüber 1998 (ausgelöst durch Deregulierung und Umstrukturierung im Unternehmensbereich) auf lediglich ein Drittel des Leistungsbilanzüberschusses.

... und in einigen anderen Ländern

Was andere einzelne Länder betrifft, so verzeichneten alle größeren Länder im Euro-Gebiet im vergangenen Jahr Nettokapitalabflüsse. Deutschland wies das größte Gesamtbilanzdefizit auf, die Beneluxländer dagegen einen Überschuß. In der Schweiz schwang die Gesamtbilanz vom Überschuß ins Defizit um. Auch im Vereinigten Königreich kam es zu einer starken Verschiebung der Nettokapitalströme, und die Gesamtbilanz kehrte sich in einen ungewohnten Überschuß. Unter den übrigen englischsprachigen Ländern divergierten 1999 Leistungs- und Kapitalbilanz recht deutlich. Dies stand im Kontrast zu 1998, als alle drei Länder relativ hohe Leistungsbilanzdefizite und sich abschwächende Nettokapitalströme verzeichnet hatten. Kanada konnte mit Hilfe von Exporten in die USA und höherer Rohstoffpreise sein Leistungsbilanzdefizit praktisch eliminieren, während die Nettokapitalabflüsse zurückgingen. Dagegen mußten Australien und Neuseeland, die von der relativ langsamen Erholung der Importnachfrage in Asien stärker betroffen waren und bei denen landwirtschaftliche Erzeugnisse einen höheren Anteil an den Rohstoffexporten ausmachen, eine

Zahlungsbilanzen in den Industrieländern									
	Leistungsbilanz			Direkt- und Portfolioinvestitionsströme netto			Gesamtbilanz <sup>1</sup>		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	Mrd. US-Dollar								
USA	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Japan	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Euro-Raum	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
<i>Deutschland</i>	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
<i>Frankreich</i>	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
<i>Italien</i>	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
<i>Beneluxländer</i>	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Vereinigtes Königreich	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Schweiz	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australien	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Kanada	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Neuseeland	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Industrieländer	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

<sup>1</sup> Berechnet als Summe der beiden vorangegangenen Größen für die jeweilige Periode.  
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.7

weitere Ausweitung ihrer Handels- und Leistungsbilanzdefizite hinnehmen. Australien profitierte allerdings von größeren Nettokapitalzuflüssen, die den Druck auf die Währung gemildert haben dürften, während Neuseeland einen weiteren Rückgang der Kapitalzuflüsse verzeichnete.

Insgesamt haben die Nettoströme von Direkt- und Portfolioinvestitionen, geprägt durch sich verändernde Einschätzungen von Erträgen und langfristigen Wachstumsraten, im letzten Jahrzehnt offenbar gegenüber den Leistungsbilanzungleichgewichten an Bedeutung gewonnen. Dies gilt auf jeden Fall für die USA, wo Aktienkurse und Nettokapitalzuflüsse stark positiv korreliert sind, ebenso wie der US-Dollar und die Aktienkurse (s. Kapitel V). Es ist auch in Japan offensichtlich, wo Ankündigungen von Umstrukturierungen im Unternehmensbereich zu einem markanten Anstieg der Kapitalzuflüsse und Aktienkurse geführt haben. Allerdings können die relativen Aktienkursbewegungen nicht die Abflüsse längerfristigen Kapitals aus Europa erklären, denn die Aktienkurse stiegen in Europa in ähnlich hohem Ausmaß wie in Japan und mehr als doppelt so stark wie in den USA.

Im übrigen sind die meisten dieser Trends zwar eindeutig, es ist aber nicht sicher, ob sie aufrechterhalten werden können. Wenn die Einschätzung der zukünftigen Erträge und somit die Kapitalzuflüsse im wesentlichen konjunkturabhängig sind, dürfte bei einer Abschwächung der US-Wirtschaft die Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit zunehmen, und die Nettokapitalzuflüsse könnten zurückgehen. Wenn die Kapitalströme dagegen primär durch strukturelle Änderungen getrieben werden, wie etwa eine IT-induzierte Erhöhung des langfristigen Wachstums oder eine Umstrukturierung des Unternehmensbereichs, und wenn der Nachfragedruck in den Zielländern gemäßigt bleibt, dürfte sich eine weitere Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte nur geringfügig im Umfang der längerfristigen Kapitalströme niederschlagen.

Verschiedene Bestimmungsfaktoren der Kapitalströme

Dauerhaftigkeit der Kapitalzuflüsse in die USA

### III. Erholung von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

In den aufstrebenden Volkswirtschaften fielen die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse 1999 erheblich positiver aus, als zu Beginn des Jahres befürchtet worden war, denn das Wachstum war kräftig und die Inflation in den meisten Ländern unter Kontrolle. Sowohl Brasilien als auch Rußland gelang es, die Inflation nach massiven Abwertungen in Grenzen zu halten. In Asien festigte sich die Erholung und hatte schließlich die meisten Länder der Region erfaßt, während sich die Deflationsgefahr in China und Hongkong verringerte. Diese günstigeren Ergebnisse wurden von einem wiedererstarkenden Vertrauen in die Finanzmärkte begleitet, das in einer erheblichen Verengung der Kreditzinsspannen und im Zustrom internationaler Gelder an die Aktien- und Anleihemärkte zum Ausdruck kam. Die dynamischen Aktienmärkte erleichterten die Veräußerung von Aktiva, die der staatliche Sektor während der Krise von den Banken erworben hatte; ihre Anfälligkeit gegenüber möglichen Kapitalabflüssen gab in einigen asiatischen Ländern jedoch auch Anlaß zur Besorgnis.

Die meisten Länder Lateinamerikas erholten sich im Laufe des vergangenen Jahres allmählich von der Rezession, da zum einen die Geldpolitik infolge des günstigeren äußeren Umfelds gelockert werden konnte und zum anderen Maßnahmen zur Begrenzung der Haushaltsdefizite zu größerer Stabilität beitrugen. Eine Welle ausländischer Direktinvestitionen und der freiere Außenhandel begünstigten die weitere Integration Lateinamerikas in die Weltwirtschaft. Die ölfördernden Länder der Region wie auch Rußland und der Nahe Osten profitierten von den kontinuierlich steigenden Ölpreisen. Hingegen bildeten hohe Leistungsbilanzdefizite in einer Zeit niedriger Inlandsnachfrage und günstiger weltweiter Nachfragebedingungen weiterhin eine Schwachstelle, vor allem angesichts der hohen Auslandsverschuldung mehrerer Länder. Dies galt ebenso für viele Länder Afrikas. Hier blieb im vergangenen Jahr das Leistungsbilanzdefizit insgesamt hoch, obwohl das durchschnittliche Wirtschaftswachstum zurückging.

Zwar sind mehrere Länder infolge mikroökonomisch ausgerichteter Reformen konkurrenzfähiger geworden, es besteht jedoch die Besorgnis, daß ihre Widerstandskraft gegenüber zukünftigen Finanz- oder Wirtschaftskrisen nach wie vor gering ist. Bei der Stärkung der Bankbilanzen wurden in mehreren asiatischen Ländern Fortschritte erzielt. Die Sanierung des Unternehmensbereichs scheint allerdings längere Zeit in Anspruch zu nehmen, wenngleich die Industrie in Korea durch offenere Märkte und ausländische Direktinvestitionen etwas Auftrieb erhalten hat. China und Indien sind ebenfalls dabei, ihre Finanz- und Wirtschaftssysteme zu reformieren. Beide kommen dabei jedoch nur langsam voran, und der Fortschritt hängt wesentlich davon ab, ob die Behörden die geplanten Maßnahmen auch umsetzen können.

Mit dem Übergang der aufstrebenden Volkswirtschaften zu flexibleren Wechselkursregimen wurden neue Wege zur Verankerung der Inflationserwartungen gesucht oder schon beschritten. Einige Volkswirtschaften wenden bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik bereits Strategien mit Inflationsziel an, und mehrere asiatische Länder ziehen ähnliche Schritte in Betracht.

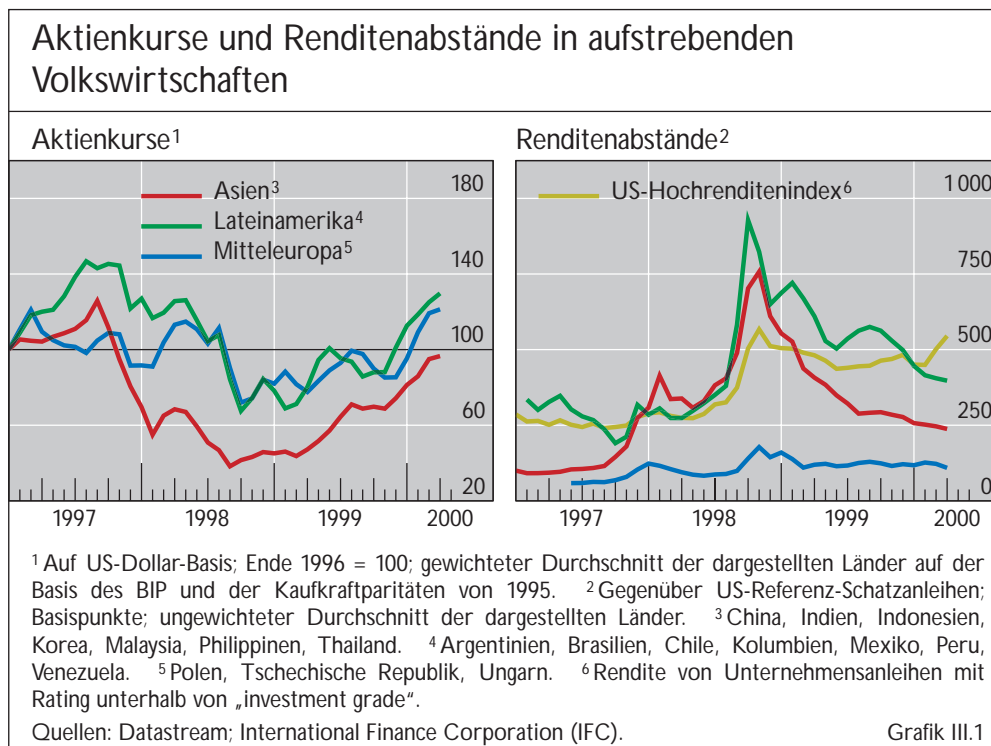
## Die wichtigsten Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich

Im Laufe des Jahres 1999 verbesserte sich mit der Belebung des Wachstums in den Industrieländern allmählich auch das realwirtschaftliche und finanzielle Umfeld in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Aktienkurse in den in Grafik III.1 dargestellten Ländern stiegen 1999 um rund 60%, d.h. weit stärker als in den meisten Industrieländern. Obwohl sich in den Industrieländern sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinssätze erhöhten, waren die Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften gedämpft, und die Zinsspannen bei internationalen Kreditaufnahmen verengten sich weiter. Für eine vermehrte Zuversicht sprach auch, daß sich die Währungen von Ländern, die sich für ein kontrolliertes Floaten entschieden hatten, gegenüber dem US-Dollar tendenziell stabilisierten bzw. in einigen Fällen sogar aufwerteten.

Verbesserung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds

Das Erstarren der weltweiten Nachfrage war für die konjunkturelle Erholung im vergangenen Jahr ganz entscheidend, von Bedeutung waren aber auch strategische und andere binnenwirtschaftliche Faktoren, die nicht nur die Erholung unterstützten, sondern auch dazu beitrugen, die Inflation niedrig zu halten. Dies zeigte sich besonders deutlich in Asien, wo der Aufschwung durch akkommodierende oder expansive Maßnahmen unterstützt wurde und die typischen Merkmale einer „V-förmigen“ Erholung aufwies, deren Ausprägtheit

In Asien unerwartet starke Erholung





in den meisten Prognosen bei weitem unterschätzt worden war. Es gab einen Aufschwung beim Lagerzyklus, die Nettoexporte lieferten einen bedeutenden Wachstumsbeitrag, der zu Beginn hauptsächlich auf sinkende Einfuhren, nach und nach jedoch immer mehr auf steigende Ausfuhren zurückzuführen war, und schließlich belebte sich der Verbrauch deutlich. Dank größerem Vertrauen und höherem realem Wirtschaftswachstum festigten sich außerdem die Wechselkurse

Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen									
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Leistungsbilanzsaldo		
	1992-97	1998	1999 ts	1992-97	1998	1999 ts	Durchschnitt 1992-97	1998	1999 ts
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						in Prozent des BIP		
Asien <sup>1</sup>	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
China	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hongkong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 <sup>2</sup>	0,5 <sup>2</sup>	4,4 <sup>2</sup>
Indien	6,3	6,0	6,3	8,4 <sup>3</sup>	6,9 <sup>3</sup>	3,5 <sup>3</sup>	-1,2	- 0,9	- 0,8
Korea	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapur	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwan	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Indonesien	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malaysia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Philippinen	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Thailand	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
Lateinamerika <sup>1</sup>	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentinien	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brasilien	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Chile	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Kolumbien	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
Mexiko	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Peru	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Mitteleuropa <sup>1</sup>	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Polen	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
Tschechische Republik	1,9	-2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Ungarn	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Rußland	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Israel	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Türkei	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Saudi-Arabien	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
Afrika	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 <sup>4</sup>	-16,5 <sup>4</sup>	-13,2 <sup>4</sup>
Südafrika	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Industrieländer</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

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

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

Tabelle III.1

in Asien. Auf diese Weise schwächte sich der Preisauftrieb im Inland tendenziell ab, ohne daß die Wettbewerbsfähigkeit gefährdet worden wäre.

In Lateinamerika und den im Übergang befindlichen Volkswirtschaften entwickelte sich das Wirtschaftswachstum ebenfalls positiver als erwartet. Nach der Abwertung des brasilianischen Real Anfang 1999 wurde allgemein ein Rückgang der Produktion prognostiziert, und zwar nicht nur in Brasilien, sondern auch in einigen anderen Ländern, in denen schon Ende 1998 Anzeichen für eine Rezession festgestellt worden waren. Unter anderem dank rascher Anpassungsmaßnahmen, die zur Eindämmung der Inflation beitrugen, erholte sich Brasilien überraschend schnell, und die Gesamtproduktion Lateinamerikas verblieb in etwa auf dem Niveau von 1998 (Tabelle III.1). In Ländern, in denen Rohstoffe mit sinkenden Preisen einen Großteil der Ausfuhren ausmachten und/oder die einen festen Wechselkurs beibehielten, war hingegen zumeist ein Rückgang der Produktion zu verzeichnen.

Für die größte Überraschung bei den Volkswirtschaften im Übergang sorgte im vergangenen Jahr Rußland, das sich äußerst schnell von der Finanzkrise im Herbst 1998 erholte. Wie in Brasilien ist dieses positive Ergebnis zum Teil wohl darauf zurückzuführen, daß verhindert wurde, daß die Währungsabwertung in vollem Umfang auf die Preisentwicklung im Inland durchschlug. Trotz der Abschwächung in Lateinamerika, Afrika und im Nahen Osten betrug das geschätzte Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften 1999 durchschnittlich 4%. Damit war es zwar bedeutend höher als 1998, blieb aber weit unter dem Durchschnittswert zu Beginn der neunziger Jahre, so daß der früher beobachtete Wachstumsabstand gegenüber den Industrieländern nur teilweise wiederhergestellt wurde.

Die Entwicklung der Rohstoffpreise, die Wechselkurse und die damit verbundenen Änderungen der Terms of Trade hatten im vergangenen Jahr bedeutende Auswirkungen auf die Konjunkturentwicklung, vor allem in bezug auf das relativ langsame Wachstum in Regionen und Ländern mit weniger diversifizierten Exporten (Tabelle III.2). In Afrika, im Nahen Osten und in den meisten Ländern Lateinamerikas war die Entwicklung 1999 offenbar von den verzögerten Effekten der erheblichen Verschlechterung der Terms of Trade von 1998 geprägt, während die anschließende positive Entwicklung der relativen Außenhandelspreise erst ab Ende 1999 zu spüren war. Der dämpfende Einfluß ungünstigerer

In Lateinamerika  
überraschend  
positive  
Entwicklung ...

... wie auch in den  
Volkswirtschaften  
im Übergang

Negative  
Auswirkungen tiefer  
Rohstoffpreise

Entwicklung der weltweiten Terms of Trade			
	1997	1998	1999 ts
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent		
Aufstrebende Volkswirtschaften	-0,4	- 6,2	3,6
Asien	-0,9	- 0,8	-1,3
Lateinamerika	-1,3	- 7,2	5,2
Afrika	0,9	- 9,9	3,6
Naher Osten	1,0	-14,4	12,3
Industrieländer	-0,4	1,5	0,2

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle III.2

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften				
	1996	1997	1998	1999
	Mrd. US-Dollar			
<b>Aufstrebende Volkswirtschaften</b>				
Ströme insgesamt	216	148	75	81
Direktinvestitionen	113	139	143	150
Portfolioinvestitionen	78	53	9	23
Sonstige Ströme	25	-44	-77	-93
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 94	-72	-51	14
<i>Veränderung der Währungsreserven<sup>1</sup></i>	-114	-73	-38	-79
<b>Asien</b>				
Ströme insgesamt	104	- 1	-43	-27
Direktinvestitionen	53	55	58	50
Portfolioinvestitionen	13	4	-18	- 6
Sonstige Ströme	38	-60	-83	-71
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 37	23	114	96
<i>Veränderung der Währungsreserven<sup>1</sup></i>	- 50	-16	-70	-60
<b>Lateinamerika</b>				
Ströme insgesamt	72	86	70	54
Direktinvestitionen	40	53	56	64
Portfolioinvestitionen	41	19	15	11
Sonstige Ströme	- 8	13	- 1	-20
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>Veränderung der Währungsreserven<sup>1</sup></i>	- 31	-15	17	5
<b>Afrika</b>				
Ströme insgesamt	8	17	12	15
Direktinvestitionen	5	7	5	10
Portfolioinvestitionen	1	4	4	4
Sonstige Ströme	1	6	2	1
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>Veränderung der Währungsreserven<sup>1</sup></i>	- 9	-11	1	- 3
<b>Länder im Übergang</b>				
Ströme insgesamt	17	23	14	12
Direktinvestitionen	14	20	21	24
Portfolioinvestitionen	19	22	7	4
Sonstige Ströme	- 16	-18	-14	-16
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>Veränderung der Währungsreserven<sup>1</sup></i>	- 2	-10	- 1	- 8

<sup>1</sup> Negatives Vorzeichen = Zunahme.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*.

Tabelle III.3

Terms of Trade kam in Ländern mit festen Wechselkursen und abrupten Rückgängen im Volumen der wichtigsten Exportgüter besonders deutlich zum Ausdruck. Andere Länder ließen eine Abschwächung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar zu, um die Auswirkungen der sinkenden Rohstoffpreise auf die

realen Einkommen abzufedern. In den meisten Fällen wurden diese Auswirkungen jedoch durch straffere Maßnahmen mit dem Ziel, einen abwertungsbedingten Inflationsschub im Inland zu verhindern, teilweise kompensiert.

Eine weitere, wenn auch weniger direkte Erklärung für das unterschiedliche Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften dürften zum Teil sowohl die Größe als auch die Zusammensetzung der Nettokapitalströme bieten (Tabelle III.3). Die privaten Nettokapitalzuflüsse waren im Vergleich zu 1998 insgesamt mehr oder weniger konstant, lagen aber deutlich unter dem Niveau vor der Asien-Krise. Aufgrund beträchtlicher Leistungsbilanzüberschüsse konnten in Asien Bankkredite getilgt werden, ohne den Aufschwung zu gefährden. Es wurden Devisenreserven in beinahe gleich hohem Ausmaß aufgebaut wie 1998. Dagegen bewog (oder zwang) der Rückgang der Nettozuflüsse nach Lateinamerika zusammen mit anhaltend hohen Leistungsbilanzdefiziten mehrere Länder zu einer Straffung ihrer Geld- und Finanzpolitik zu Beginn des Jahres 1999, als die Brasilien-Krise zu einer Erhöhung der Risikoprämien in der gesamten Region führte. Die Nettokapitalströme nach Afrika reagierten kaum auf die geänderten

Langsame Erholung bei den Kapitalströmen ...

Internationale Bankkredite und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften							
	Durchschnitt 1990–95 <sup>1</sup>	1996	1997	1998	1999	Juni 1997	Dezember 1999
Mrd. US-Dollar							
	Internationale Bankkredite <sup>2</sup>					Ausstehende Verbindlichkeiten	
Asien <sup>3</sup>	37	80	5	-96	-53	480	315
<i>darunter:</i> China	7	13	10	-11	-15	85	68
Krisenländer <sup>4</sup>	28	58	-10	-83	-31	329	190
Lateinamerika	1	28	31	-8	-16	284	280
<i>darunter:</i> Argentinien	-	5	8	1	-	42	48
Brasilien	-	17	14	-11	-9	98	85
Mexiko	-	-	-7	-	-4	69	61
Mitteleuropa <sup>5</sup>	-	2	6	6	5	26	39
Rußland	1	6	10	-6	-8	54	44
Afrika	-2	-	3	-2	1	51	56
	Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln					Umlauf	
Asien <sup>3</sup>	15	42	34	-	-3	127	139
<i>darunter:</i> China	2	2	4	-	-	17	18
Krisenländer <sup>4</sup>	11	38	25	-	-2	98	107
Lateinamerika	13	41	42	22	32	136	205
<i>darunter:</i> Argentinien	6	11	14	11	11	35	63
Brasilien	4	12	10	3	6	35	46
Mexiko	2	13	8	2	10	50	63
Mitteleuropa <sup>5</sup>	3	-	2	2	2	15	20
Rußland	-	-	7	12	-1	6	19

<sup>1</sup> Nettoabsatz von Wertpapieren: 4. Quartal 1993–95. <sup>2</sup> Veränderung der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechselkursbereinigt. <sup>3</sup> Ohne Hongkong und Singapur. <sup>4</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. <sup>5</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn.  
Quelle: BIZ.

Tabelle III.4

Bedingungen an den internationalen Kapitalmärkten und leider ebensowenig auf den Bedarf der afrikanischen Länder an Auslandskrediten. Weitgehend als Folge der niedrigen Agrarpreise schnellte das aggregierte Leistungsbilanzdefizit in Afrika 1998 in die Höhe und verharrte 1999 auf hohem Niveau, während die Nettokapitalzuflüsse nach wie vor gering waren. Angesichts der niedrigen Ersparnisbildung im Inland dürften der Mangel an Auslandskapital und die entsprechend beschränkten Investitionsmöglichkeiten das Wachstum in einigen Fällen noch zusätzlich gebremst haben.

... aufgrund größerer Zuflüsse von Direktinvestitionen ...

Auch die Struktur der Kapitalzuflüsse hat sich wahrscheinlich auf den Wachstumsverlauf im Jahr 1999 ausgewirkt. In den vergangenen zehn Jahren stiegen die ausländischen Direktinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften beträchtlich an, sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zu den übrigen Zuflüssen aus dem privaten Sektor. Außerdem blieben die Direktinvestitionen trotz der Asien-Krise und der Turbulenzen 1998 bemerkenswert stabil, und zwar auf hohem Niveau. Dies ist teilweise auf den allgemeinen Trend zu globaleren Produktionsstrukturen zurückzuführen; eine Rolle spielten jedoch auch spezifischere Faktoren wie die Aufhebung von Beschränkungen für Zuflüsse von Direktinvestitionen in einigen asiatischen Ländern, die Attraktivität niedriger Produktionskosten als Folge massiver Abwertungen und/oder gesunkener Aktienkurse sowie die Privatisierung großer Staatsbetriebe. In Lateinamerika finanzierten diese Zuflüsse im vergangenen Jahr nahezu das gesamte Leistungsbilanzdefizit. Auf ähnliche Weise verringerten relativ stabile Zuflüsse von Direktinvestitionen in Volkswirtschaften im Übergang wie Polen oder Ungarn die Dringlichkeit restriktiver Maßnahmen, um die Leistungsbilanzungleichgewichte nicht größer werden zu lassen. Dagegen floß von den ausländischen Direktinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften nur ein Bruchteil in afrikanische Länder, die daher den Kurs ihrer Geld- und Finanzpolitik anpassen mußten, um die Leistungsbilanzdefizite in engen Grenzen zu halten.

... jedoch erneuter Rückgang der Bankkredite

Die aggregierten internationalen Bankkredite an die aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen 1999 weiter ab, allerdings in geringerem Maße als 1998. Die asiatischen Länder haben ihre Schulden bei internationalen Banken seit dem Ausbruch der Krise um rund \$ 160 Mrd. verringert (Tabelle III.4), da weniger investiert wurde und Banken und Unternehmen ihre Bilanzen sanierten. Die internationale Kreditvergabe der Banken an Lateinamerika und Rußland war ebenfalls rückläufig. Dagegen erwies sich der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln als beständigere Finanzierungsquelle. Tatsächlich haben die lateinamerikanischen Länder den Absatz von Anleihen trotz großer Schwankungen bei den Renditenabständen von Anleihen seit Mitte 1997 deutlich gesteigert. Argentinien und Mexiko waren in diesem Bereich 1999 besonders aktiv, und der Anleihenabsatz stieg zu Beginn dieses Jahres noch mehr an, als sich weitere Länder Lateinamerikas die Verengung der Renditenabstände zunutze machten.

## Erholung von der Krise in Asien

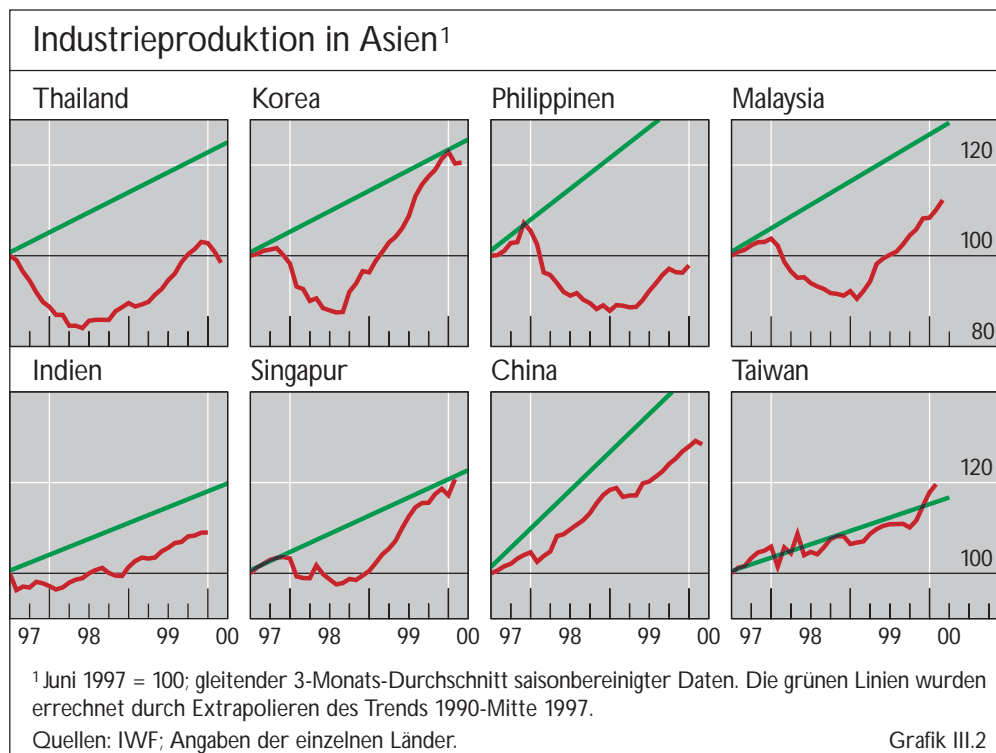
In Asien ausgeprägte, aber uneinheitliche Erholung

Der massive Produktionsrückgang in einem Großteil Ostasiens durchschritt in der zweiten Jahreshälfte 1998 die Talsohle. Der Wiederanstieg war sehr viel stärker ausgeprägt als allgemein erwartet, doch gab es zwischen den einzelnen

Volkswirtschaften deutliche Unterschiede in bezug auf das Tempo wie auch im Hinblick darauf, inwieweit die vorherigen Produktionsverluste wieder aufgeholt wurden (Tabelle III.1). In *Korea*, *Singapur* und *Taiwan* erreichte die Produktion Ende 1999 wieder ungefähr den Trend vor der Krise, während sie in *Malaysia* und *Thailand* das Vorkrisenniveau übertraf (Grafik III.2). In *Hongkong* setzte die Erholung zwar später ein, doch zog die Wirtschaftsaktivität in der ersten Jahreshälfte 1999 an und festigte sich dann im Laufe des Jahres zunehmend. Die *Philippinen* gerieten 1998 in eine Rezession, bedingt durch Mißernten sowie die Rezession in den Nachbarländern. 1999 erholte sich die Wirtschaft jedoch, teilweise begünstigt durch die Tatsache, daß Auslandsschulden und übermäßig in Anspruch genommene Banken kein so schwerwiegendes Problem waren wie in anderen Ländern. Die Wirtschaft *Indonesiens*, die den stärksten und längsten Produktionsrückgang erlitten hatte, verzeichnete Ende 1999 einen Umschwung, wengleich sich die Erholung noch nicht stabilisiert hat. Bis gegen Ende des Jahres untergruben politische Unsicherheiten das Vertrauen der privaten Haushalte und der Unternehmen, und die Schwächen im Finanzsektor behinderten die Erholung zusätzlich.

*China* expandierte stärker als die anderen asiatischen Volkswirtschaften, wengleich sich der Trend des Produktionswachstums seit mehreren Jahren abschwächt. Um die kurzfristig kontraktiven Auswirkungen der Wirtschaftsreform auf das Wirtschaftswachstum sowie die Schwäche der Exporte aufzufangen, wurden die Ausgaben der öffentlichen Hand erhöht. Angesichts sinkender Preise und steigender Arbeitslosigkeit sowie eines labilen Bankensektors versuchten die Behörden durch eine Senkung der Nominalzinsen und der Mindestreserveanforderungen die geldpolitischen Rahmenbedingungen zu lockern. Außerdem wiesen sie die Banken an, die Kreditvergabe für Investitionen in Infra-

In China hohes, aber sich abschwächendes Wachstum ...



struktur, Wohnbau und Exporte zu erhöhen, den staatseigenen Unternehmen mehr Betriebskapital zur Verfügung zu stellen und mehr Verbraucherkredite zu vergeben.

... und in Indien  
unerwartet  
niedrige Inflation

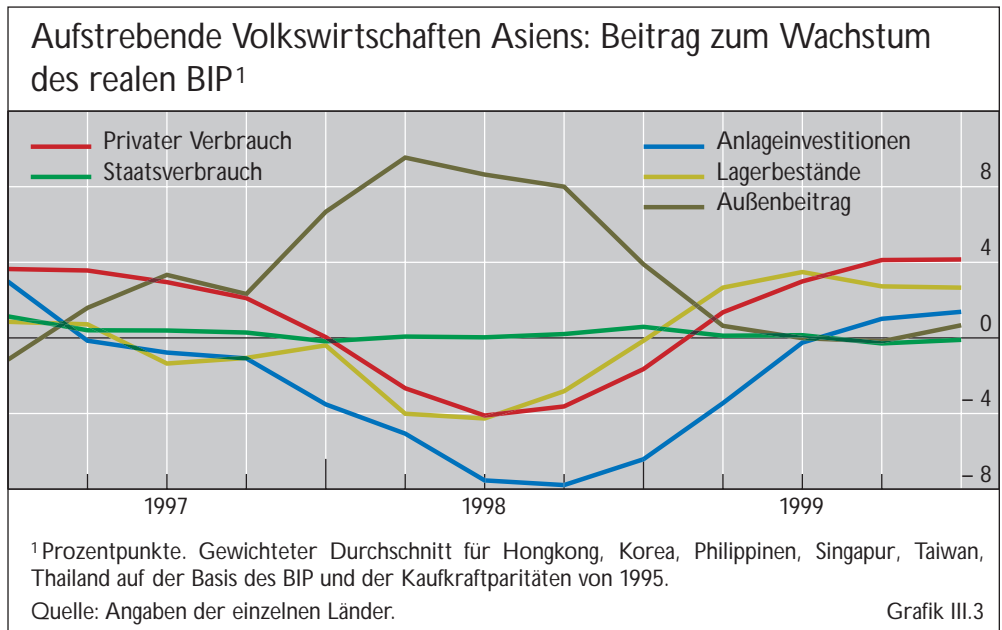
*Indien* profitierte von einer Belebung der Industrieproduktion und einem schnellwachsenden Informationstechnologiebereich. Eine Steigerung der Produktion und der Einkommen in der Landwirtschaft trug ebenfalls zum Wachstum bei, während sich die Handelsbilanz infolge der höheren Ölpreise verschlechterte. Trotz eines beträchtlichen Haushaltsdefizits (s. weiter unten) und eines raschen Geldmengenwachstums sank die Kerninflation auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau, was im wesentlichen auf gute Ernten und die Effekte der weltweiten Disinflation zurückzuführen war. Zwar dürften auch mikroökonomische Reformen den Inflationsdruck gemindert haben, doch wegen der Bedeutung der Nahrungsmittelpreise besteht weiterhin eine Anfälligkeit gegenüber angebotsseitigen Schocks und plötzlichen Inflationsschüben. Mittelfristig ist eine Privatisierung wichtiger Bereiche geplant, was die Schuldenlast des öffentlichen Sektors lindern dürfte und möglicherweise weitere Direktinvestitionen aus dem Ausland anlocken wird.

Hoher  
Wachstumsbeitrag  
der Exporte ...

Der Motor für die Erholung in Ostasien im ersten Halbjahr 1999 waren die Exporte. Das Exportwachstum variierte von Land zu Land sehr stark, was sich zum Teil durch Unterschiede in der Struktur und regionalen Zielrichtung der Exporte erklärt. Einigen Volkswirtschaften verlieh die Erholung der Nachfrage nach elektronischen Bauteilen, insbesondere in Japan, erheblichen Auftrieb, während Volkswirtschaften mit einem hohen Anteil an Wirtschaftszweigen, die unter dem weltweiten Überangebot litten (z.B. die Kraftfahrzeugindustrie), weniger Unterstützung durch außenwirtschaftliche Faktoren erhielten. Volkswirtschaften, deren Exporte eher auf die US-Märkte abzielten, profitierten von der lebhaften Nachfrage dort; eine spürbare Erholung des innerasiatischen Handels spielte aber ebenfalls eine Rolle. In China wurden die Exporte in der zweiten Jahreshälfte 1999 durch eine Erhöhung der Steuernachlässe belebt. Auf die ursprüngliche Abwertung der Währungen vieler aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften folgte eine kräftige Aufwertung des Yen, was einen weiteren Vorteil gegenüber einem wichtigen Konkurrenten darstellte. Aufgrund der Bedeutung Japans als Exportmarkt und als Herkunftsland von Finanzmitteln wie auch von Direktinvestitionen hat die anhaltende strukturelle und konjunkturelle Schwäche des Landes jedoch insgesamt zu einem langsameren Wachstum in der Region geführt.

... und zunehmend  
lebhaftere Inlands-  
nachfrage

Im weiteren Verlauf des Jahres 1999 trat eine lebhaftere Inlandsnachfrage, einschließlich eines Umschwungs im Lagerzyklus, an die Stelle der Abhängigkeit von einem exportgestützten Wachstum (Grafik III.3). Mit steigender Zuversicht der Verbraucher in die Aussichten am Arbeitsmarkt und der Erholung der Preise von Vermögenswerten wurden auch aufgeschobene Ausgaben für langlebige Güter allmählich nachgeholt. In Korea und Malaysia belebten sich die Unternehmensinvestitionen im Laufe des Jahres 1999 geringfügig. Da jedoch mehrere Branchen Überschußkapazitäten aufwiesen und sich viele Unternehmen auf Umstrukturierungen und auf die Verringerung ihrer Verschuldung konzentrierten, blieb die Investitionstätigkeit insgesamt schwach. Die Probleme im Bankensektor erschwerten besonders kleinen Unternehmen die Finanzierung



neuer Investitionen, während sich große Unternehmen stärker auf die Ausgabe von Aktien oder Anleihen stützten, um Investitionen zu finanzieren oder Bankkredite zu tilgen.

Die Region verzeichnete weiterhin einen hohen Leistungsbilanzüberschuß. Die Rezession hatte zu einem deutlichen Rückgang der Importe geführt, und dank steigender Exporte hatte sich der aggregierte Leistungsbilanzsaldo von einem Defizit in Höhe von \$ 37 Mrd. im Jahr 1996 in einen Überschuß von \$ 114 Mrd. im Jahr 1998 gekehrt. 1999 belebte sich die Inlandsnachfrage leicht, und die Importe zogen entsprechend an, da die Unternehmen ihre Lagerbestände wieder aufzustocken begannen, so daß der Leistungsbilanzüberschuß auf \$ 96 Mrd. sank. In China wurde ein besonders hoher Anstieg der gemeldeten Importe verzeichnet; allerdings war dies zumindest teilweise das Ergebnis eines härteren Durchgreifens gegen den Schmuggel. Die Zuflüsse von Direktinvestitionen in die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens waren relativ stabil, wenngleich nach Korea und Taiwan mehr Mittel flossen und nach China und Malaysia weniger. Die Portfolioinvestitionen blieben schwach, während sich die internationale Bankkreditvergabe 1999 weiter verringerte, was sowohl durch die oben beschriebenen Nachfrageeinflüsse als auch die Maßnahmen japanischer Banken zur Verkürzung ihrer internationalen Bilanzen bedingt war.

Hohe Leistungsbilanzüberschüsse ...

... und stabile ausländische Direktinvestitionen

#### *Kapazitätsengpässe und Inflationsdruck*

Die Inflation blieb in den meisten asiatischen Volkswirtschaften niedrig (Tabelle III.1), und die Vorausschätzungen wurden im Laufe des Jahres 1999 nach unten korrigiert, selbst als die Prognosen für das reale Wachstum nach oben revidiert wurden. Die deutliche Abwertung der Währungen wirkte nur in geringem Maße auf die Preise durch. Darin schlug sich zum Teil die ungewöhnlich schwache Inlandsnachfrage im Jahr 1998 nieder, aber auch die Tatsache, daß die extremen Wechselkursbewegungen richtigerweise als nur vorübergehend betrachtet wurden. In China und Hongkong waren die Preise nahezu das ganze Jahr 1999

Weiterhin niedrige Inflation



hindurch rückläufig. Dies kann ebenso auf eine Festigung des effektiven Wechselkurses zurückgeführt werden wie auf die Auswirkungen einer Rekord-ernte auf die Nahrungsmittelpreise sowie – im Falle von China – auf die Effekte der Umstrukturierung der Wirtschaft. Selbst in Indonesien, wo die Abwertung sehr viel kräftiger ausfiel und es darüber hinaus zu Mißernten und politischen Unruhen kam, verringerte sich die Inflation nach einer starken Zunahme im Jahr 1998 rasch.

Der Ölpreisanstieg ab Anfang 1999 trieb den Verbraucherpreisindex in den meisten Ländern nach oben, scheint aber noch keine Zweitrundeneffekte ausgelöst zu haben, und die Inflationsprognosen sind nach wie vor niedrig. Eine mögliche Ausnahme ist Korea, wo die Produktion an die Kapazitätsgrenzen stoßen könnte. Der frühzeitige Zinsanhebungsbeschluß der koreanischen Währungsbehörden dürfte aber Inflationsbefürchtungen gedämpft haben.

#### *Haushaltsungleichgewichte und Staatsverschuldung*

Höhere Defizite  
und Anstieg der  
Staatsverschuldung

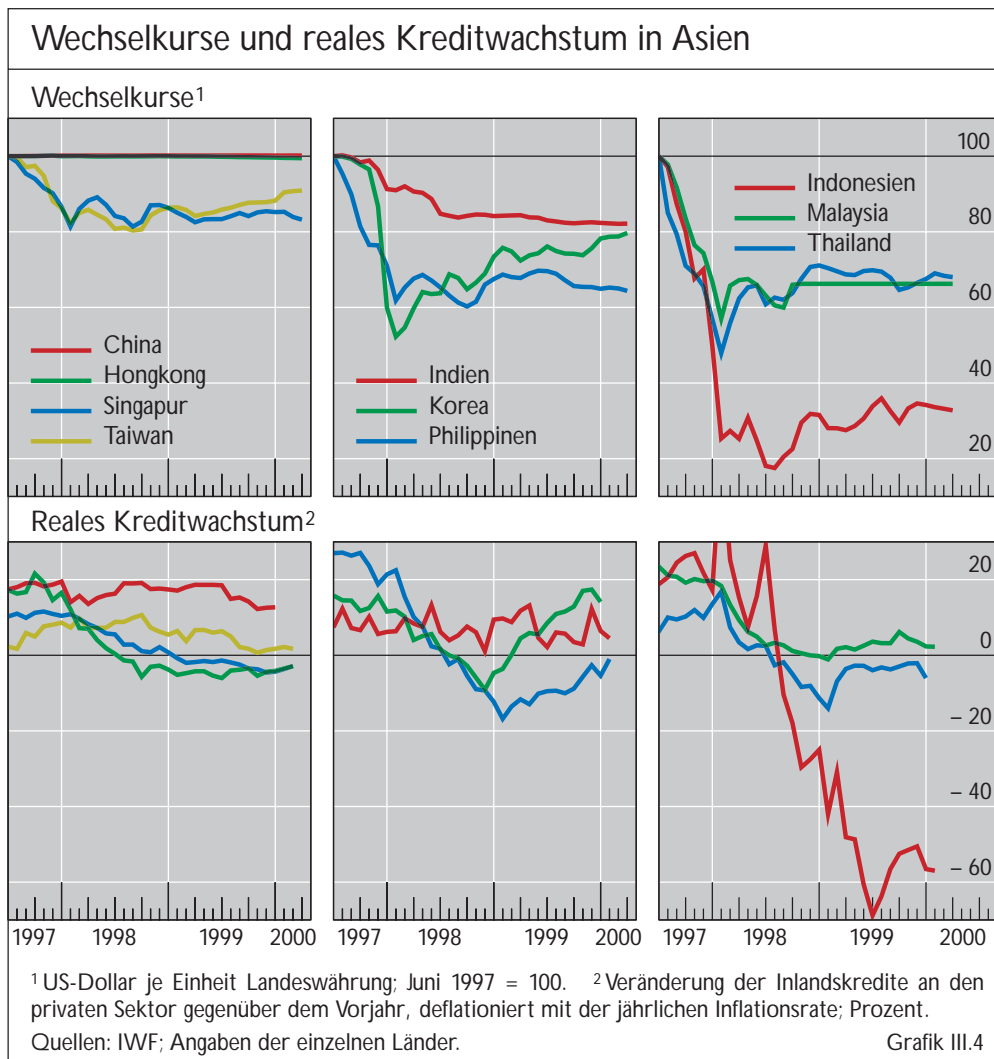
Die Krise von 1997/98 hatte deutliche Auswirkungen auf die Haushaltssalden und die Staatsverschuldung (Tabelle III.7). Einnahmenrückgänge, zusammen mit diskretionären Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft und steigenden Zinszahlungen auf die Staatsverschuldung, bedeuteten, daß die meisten asiatischen Volkswirtschaften Ende 1998 ein Haushaltsdefizit aufwiesen. Dank der unerwartet kräftigen Erholung und der damit einhergehenden zusätzlichen Einnahmen konnten Hongkong und Korea ihr Defizit 1999 zurückführen, während in anderen Ländern eine Kombination aus ungenügender Eintreibung der Einnahmen, mangelnder Ausgabenkontrolle sowie, im Falle Taiwans, den Auswirkungen eines schweren Erdbebens höhere Defizite (oder geringere Überschüsse) zur Folge hatte. Bedingt durch Maßnahmen zur Sanierung und Rekapitalisierung des Bankensystems war der Effekt der Krise auf die Staatsverschuldung sogar noch stärker, und mehrere Länder verzeichneten im vergangenen Jahr eine Verschuldungsquote von 40–60% in Relation zum BIP.

In Indien wuchs die Besorgnis hinsichtlich der Haushaltssituation im Laufe der neunziger Jahre immer mehr. Im vergangenen Jahr weitete sich das Defizit des Zentralhaushalts auf rund 6% des BIP aus, und das des öffentlichen Sektors insgesamt lag bei rund 10%. Der sich daraus ergebende Anstieg der Staatsverschuldung auf fast 60% des BIP, zusammen mit den hohen Eventualverbindlichkeiten aus Garantien verschiedener Ebenen von Gebietskörperschaften und nur zurückhaltenden Reformvorschlägen im letzten Haushalt, hat die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit des Defizits verschärft.

#### *Finanzmärkte und geld- und währungspolitische Regime*

Niedrigere Zinssätze dank stabiler Wechselkurse ...

Die meisten asiatischen Währungen, die 1997/98 massiv abgewertet hatten, hatten sich Anfang 1999 teilweise von ihren Verlusten erholt und waren entweder relativ stabil gegenüber dem Dollar oder werteten im Laufe des Jahres allmählich auf (Grafik III.4). So konnten die nominalen Zinssätze gesenkt werden, in den meisten Fällen noch unter das Vorkrisenniveau. Wegen der rückläufigen Inflationsrate veränderten sich die Realzinsen in einigen Ländern allerdings kaum. Manche Zentralbanken intervenierten mit Devisenkäufen, um ihre Devisenreserven weiter aufzustocken, aber auch, um erlangte Wettbewerbsvorteile zu wahren.



Während die Zinssätze Ende 1999 im allgemeinen recht stabil waren, drohte infolge der tatsächlichen und der erwarteten Zinserhöhungen in den USA und Europa auch in Asien eine Anpassung der geldpolitischen Rahmenbedingungen. Hongkong war mit seinem Currency Board gezwungen, die Bewegungen der US-Zinsen nachzuvollziehen, während dies für diejenigen Volkswirtschaften, die ihre Wechselkursbindung an den Dollar abgeschafft hatten, nicht mehr notwendig war. Beispielsweise konnten die Währungsbehörden in den Volkswirtschaften, deren Wechselkurs infolge eines hohen Leistungsbilanzüberschusses und umfangreicher Zuflüsse von Direktinvestitionen unter Aufwärtsdruck geriet, die geldpolitischen Rahmenbedingungen verscharfieren, indem sie die Zinsen konstant hielten und eine Aufwertung ihrer Währung zuließen.

Die Aktienkurse in der Region zogen 1999 kräftig an; in vielen Fällen verdoppelten sie sich nahezu und machten so den in der Krise verlorenen Boden zum Teil wieder gut. Da die Unternehmen in den meisten Volkswirtschaften nach wie vor niedrige Gewinne auswies, waren die Kurs/Gewinn-Verhältnisse tendenziell höher als vor der Krise, wenngleich sie in den meisten Fällen noch immer unter denen der USA lagen (Grafik III.5). Hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse sind im Frühstadium einer Erholung typisch, doch könnten erneut Bedenken

... zukünftige Entwicklung jedoch abhängig vom jeweiligen Wechselkursregime

Kräftiger Anstieg der Aktienkurse

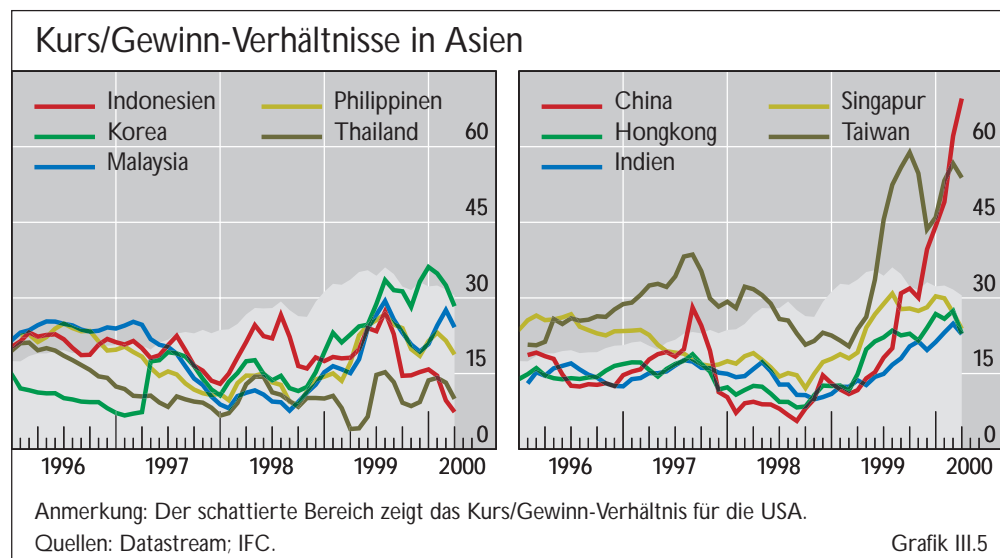
hinsichtlich einer Überbewertung aufkommen, wenn die Kurse nicht bald durch bessere Gewinne untermauert werden. Die Aktienkurse reagieren außerdem rasch auf einen Anstieg der Zinsen in Europa und den USA sowie allgemein auf niedrigere Aktienkurse in den Industrieländern (s. Kapitel V). Es ist allerdings schwierig abzuschätzen, in welchem Ausmaß sich niedrigere Aktienkurse in Asien auf die Realwirtschaft auswirken würden.

Nach der Krise gingen die meisten Zentralbanken in der Region zu einem Regime frei schwankender Wechselkurse über. Drei wichtige Ausnahmen waren Malaysia, China und Hongkong. Malaysia behielt den während der Krise eingeführten festen Wechselkurs bei, lockerte aber einige Kapitalverkehrsbeschränkungen und ließ andere auslaufen. China konnte die De-facto-Bindung an den US-Dollar aufgrund seiner Devisenkontrollen aufrechterhalten, während Hongkong um den Preis vorübergehend höherer Zinsen an seiner Currency-Board-Regelung festhielt. Sowohl in China als auch in Hongkong führte die Aufwertung der Währung vieler Nachbarländer gegenüber dem Dollar in Verbindung mit einer Deflation im Inland dazu, daß der reale effektive Wechselkurs 1999 wieder in etwa auf das Vorkrisenniveau sank. Dagegen lag der reale effektive Wechselkurs in Malaysia am Ende des vergangenen Jahres rund 25% unter dem Niveau von Mitte 1997, was trotz des unterschiedlichen Wechselkursregimes auch auf Thailand und die Philippinen zutraf.

Die Ansichten darüber, ob die derzeitigen Regime frei schwankender Wechselkurse in der Region nur Zwischenlösungen sind, gehen auseinander. Anpassungsfähige Wechselkursbindungen können einen Strukturwandel behindern und sind oft spekulativen Angriffen ausgesetzt. Ein besonderer Schwachpunkt der früheren Bindungen an den Dollar war, daß sie die asiatischen Währungen anfällig gegenüber größeren Schwankungen des Yen/Dollar-Kurses werden ließen, was möglicherweise darauf hindeutet, daß eine Bindung an einen Währungskorb (beispielsweise mit Dollar, Yen, Euro und vielleicht Renminbi) vorzuziehen wäre. Da das Hauptaugenmerk der Medien und der Öffentlichkeit jedoch auf den bilateralen Kurs gegenüber dem Dollar gerichtet ist, könnte ein

Länder mit festem Wechselkursregime

Schwächen der anpassungsfähigen Wechselkursbindungen



Wechselkurs, der ständig zu schwanken scheint, das Vertrauen der Öffentlichkeit sowie die Transparenz beeinträchtigen.

Nicht zuletzt wohl deshalb, weil drei der Volkswirtschaften, die ihre Wechselkursparität während der Krise aufrechterhalten konnten (Brunei, Macau und vor allem Hongkong), die eine oder andere Art von *Currency Board* betreiben, ziehen einige Länder diese Regelung als Alternative in Betracht. In Hongkong waren für die erfolgreiche Erhaltung der Bindung an den US-Dollar in den vergangenen Jahren vier Faktoren ausschlaggebend. Der erste ist die breite politische und öffentliche Unterstützung sowie die Bereitschaft, kurzfristige Nachteile in Kauf zu nehmen. Der zweite ist eine angesehene Währungsbehörde, die über die zur Stützung des festen Wechselkurses notwendige operationelle Unabhängigkeit verfügt und sich bei der Erreichung ihres Ziels trotz heftiger Schocks über einen langen Zeitraum bewährt hat. Der dritte ist ein stabiles und ausreichend mit Kapital ausgestattetes Bankensystem, das erheblichen finanziellen und monetären Störungen standhalten kann. Der vierte ist eine genügende Flexibilität der Preise und Löhne im Inland.

Currency-Board-Regelungen

Auf der Suche nach einem neuen nominalen Anker haben mehrere asiatische Volkswirtschaften mit frei schwankendem Wechselkurs eine Form des *Inflationsziels* eingeführt oder ziehen es in Betracht. Die optimale Gestaltung eines solchen Ziels könnte jedoch durchaus anders aussehen als in den entwickelten Volkswirtschaften. Insbesondere der höhere Anteil der Importe am Verbrauch könnte es angesichts volatiler Wechselkurse oder Rohstoffpreise schwierig machen, ein eng gestecktes Inflationsziel zu erreichen.

Inflationsziele

#### *Längerfristige Wachstumsaussichten*

Die meisten Prognosen von Ende 1999 gingen von längerfristigen Wachstumsraten aus, die 1–2 Prozentpunkte unter dem Vorkrisenniveau lagen. Darin dürften sich Bedenken über bremsende Einflüsse nach dem Platzen der Preisblasen bei den Vermögenswerten, einen Mangel an Fachkräften oder Hysterese-Effekte widerspiegeln; so könnte beispielsweise der Rückgang der Investitionen zu einer Verringerung des Kapitalstocks und zu einem Verlust an Fertigkeiten bei den Erwerbslosen führen. Angesichts der robusten wirtschaftlichen Eckdaten der Region wurde in den Prognosen aber weiterhin mit einem nach internationalen Maßstäben raschen Wachstum gerechnet.

Niedrigere Prognosen ...

In den meisten asiatischen Volkswirtschaften ist der Spielraum für eine Erhöhung der Kapitalintensität nach wie vor beträchtlich, und im Gegensatz zu vielen anderen Ländern verfügen sie über ein ausreichend ausgebildetes Arbeitskräftepotential, um mehr Kapital einsetzen zu können. Darüber hinaus weisen sie hohe Sparquoten auf, mit denen solche Investitionen finanziert werden können. Trotz einer Erhöhung der Staatsschuldenquote waren die Finanz- und die Geldpolitik weiterhin solide, und die Währungsabwertungen haben sich nicht in einem spürbaren Anstieg der Inflationsrate niedergeschlagen. Die Volkswirtschaften haben auch der Versuchung widerstanden, protektionistische Maßnahmen zu ergreifen. Darüber hinaus befinden sich viele asiatische Volkswirtschaften in einer guten Ausgangsposition, um stärker als andere Regionen von den Produktivitätssteigerungen zu profitieren, die in entwickelten Volkswirtschaften zutage treten und der Informationstechnologie zugeschrieben werden.

... aber dennoch Spielraum für hohes mittelfristiges Wachstum

Selbst wenn davon ausgegangen wird, daß die langfristig aufrechtzuerhaltenden Wachstumsraten niedriger sind als in der Vergangenheit, deuten die hohen Überschußkapazitäten, die nach wie vor in den meisten ostasiatischen Volkswirtschaften vorhanden sind, schließlich auf einen gewissen Spielraum für ein eher rasches Wachstum in den ersten Jahren der Erholung hin, wie sich kürzlich in Korea gezeigt hat.

## Einige Aspekte der Sanierung des Unternehmens- und Finanzsektors in Asien

Infolge der starken Abhängigkeit der meisten Unternehmen von Bankkrediten sind die Sanierung im Unternehmensbereich und jene im Finanzsektor in den von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften besonders eng verknüpft. Aufgrund des hohen Verschuldungsgrads der Unternehmen und der niedrigen Nettozinserträge der Banken trugen die Finanzinstitute einen Großteil des Risikos, das in anderen Ländern von den Aktionären übernommen worden wäre. Da die Banken zu Beginn der Krise schwache Bilanzen und beträchtliche außerbilanzielle Engagements aufwiesen, griffen die Schuldendienstprobleme vieler großer und kleinerer Unternehmen 1997 zwangsläufig rasch auf den Finanzsektor über.

### *Sanierung der Unternehmen*

Ursachen der Unternehmensprobleme in Korea ...

Die Erfahrung Koreas veranschaulicht die Hauptursachen für die Notlage der Unternehmen in Asien sowie die wichtigsten Ansätze für eine Reform des Unternehmensbereichs. Nachdem die großen Konglomerate Mitte der neunziger Jahre eine Reihe von Diversifizierungsinitiativen und ehrgeizigen Investitionsprojekten durchgeführt hatten, war der Verschuldungsgrad im verarbeitenden Gewerbe Koreas von unter 300% Anfang der neunziger Jahre auf 400% Ende 1996 gestiegen. Als die Investitionen keine entsprechenden Erträge einbrachten, wurden weitere – überwiegend kurzfristige – Kredite erforderlich. Die Probleme konnten sich ausweiten, da es kein effektives Überwachungs- und Berichtswesen für die Geschäfte und Bilanzen der Unternehmen gab. Vor diesem Hintergrund war das Hauptziel bei der Sanierung der Unternehmen die Reform der Unternehmensführung mit Hilfe einer Erhöhung der Transparenz und einer Verbesserung des Konkursystems. Begleitend wurden umfassende Reformen im Finanzsektor eingeleitet, um durch eine Liberalisierung der Kapitalmärkte die Preisfindung für das Kredit- und das Marktrisiko zu verbessern. Schließlich wurde versucht, die Wettbewerbsfähigkeit durch Deregulierung und Liberalisierung ausländischer Investitionen zu stärken.

... und erzielte Fortschritte

Zwei Jahre nach Beginn des Programms gibt es Anzeichen dafür, daß die koreanischen Unternehmen ihre Sanierungspläne einhalten, wenngleich die Reformbegeisterung nachläßt. Angesichts des Nachfrageeinbruchs im Gefolge der Krise reduzierten die Unternehmen die Beschäftigung um über 5% (mehr als 1 Million Arbeitnehmer), und die Reallöhne fielen 1998 um 9%. Die niedrigeren Arbeitskosten und eine Erholung der Auslandsnachfrage, die von einem wettbewerbsfähigen Wechselkurs und steigenden Halbleiterpreisen profitierte, steigerten die Rentabilität und ermöglichten es den Unternehmen, ihre

Verschuldung 1999 zurückzuführen. Die Unternehmen schränkten außerdem ihre Investitionsausgaben ein, und die institutionellen Rahmenbedingungen wurden gestärkt. So wurden die Märkte etwas offener, die Unternehmensführung und die Offenlegung der Finanzlage verbesserten sich, aufsichtsrechtliche Vorschriften zwangen die Banken, ihre Kreditvergabepraktiken und ihre Risikoeinschätzung zu verschärfen, und ein spezielles Konkursgericht wurde eingesetzt. Der Verschuldungsgrad der fünf größten Chaebol sank einschließlich Aktienemissionen und des Verkaufs von Vermögenswerten um 30–40% (wenngleich er im internationalen Vergleich hoch blieb), und viele der 30 größten Chaebol verkleinerten und verbesserten ihre Produktionsstruktur, indem sie sich auf ihr Kerngeschäft konzentrierten.

In anderen Volkswirtschaften machte die Sanierung der Unternehmen geringere Fortschritte, entweder bedingt durch das bloße Ausmaß des Problems (Indonesien, China) oder aufgrund mangelhafter institutioneller Rahmenbedingungen (Indonesien, Thailand) bzw. der Überzeugung, daß der Schuldenüberhang nur nach und nach abgebaut werden könne (Malaysia). In *Indonesien* waren die meisten Unternehmen Anfang 1998 zahlungsunfähig, und ihre Auslandsverschuldung entsprach rund zwei Dritteln des BIP. Die wichtigsten Instrumente für die Sanierung des Unternehmensbereichs umfaßten ein freiwilliges Programm für außergerichtliche Einigungen, eine Sanierungsbehörde sowie ein geändertes Konkursrecht. Bis September 1999 hatten rund 170 Unternehmen um Hilfe bei der Umschuldung von etwa einem Drittel ihrer Auslandsverbindlichkeiten nachgesucht. Wegen der unzureichenden finanzpolitischen und administrativen Unterstützung konnten bislang jedoch nicht einmal 30 Unternehmen eine Einigung mit ihren Gläubigern erzielen. Um die Sanierung der Unternehmen in *Thailand* zu erleichtern, wurde ein neues Konkursgesetz verabschiedet, und es wurden neue Rechte für Gläubiger sowie ein Rahmenwerk für außergerichtliche Umschuldungen eingeführt. Doch obwohl die meisten ausländischen und inländischen Banken Vereinbarungen zwischen Schuldern und Gläubigern bzw. von Gläubigern untereinander unterzeichnet haben, war bis August 1999 nur ein Viertel der gemeldeten notleidenden Kredite umgeschuldet. Im März 2000 wurde allerdings endlich ein wichtiger Präzedenzfall geschaffen, als der größte Unternehmensschuldner des Landes für zahlungsunfähig erklärt wurde.

*Malaysia* verfügt traditionell über verhältnismäßig wirksame gesetzliche Rahmenbedingungen für die Umschuldung von Unternehmensverbindlichkeiten und mußte nur ein Rahmenwerk für freiwillige Umschuldungsvereinbarungen schaffen. Bislang wurden jedoch kaum Fortschritte erzielt; nur neun Fälle (rund 7% der Gesamtschulden) wurden abgeschlossen, und weniger als 50 sind in Bearbeitung. Auch in *China*, wo sich das Reformprogramm für staatseigene Unternehmen auf eine Verbesserung des Managements und der Unternehmensführung konzentriert, bilden sich bei der Sanierung verschiedene Muster heraus. Der Druck zur Budgetdisziplin für staatseigene Unternehmen wird zunehmend verstärkt, deren soziale Funktionen werden auf lokale Gebietskörperschaften und Pensionsfonds übertragen, überzählige Arbeitnehmer werden entlassen, ungenutzte Kapazitäten abgebaut und Fonds zur Abschreibung von Verbindlichkeiten eingerichtet. Große staatseigene Unternehmen werden in private Unternehmen umgewandelt, und viele gehen Joint Ventures mit ausländischen Investoren ein,

Umstrukturierungen in Indonesien, Thailand ...

... Malaysia und China

während die kleineren staatseigenen Unternehmen rasch aus dem staatlichen Sektor verschwinden.

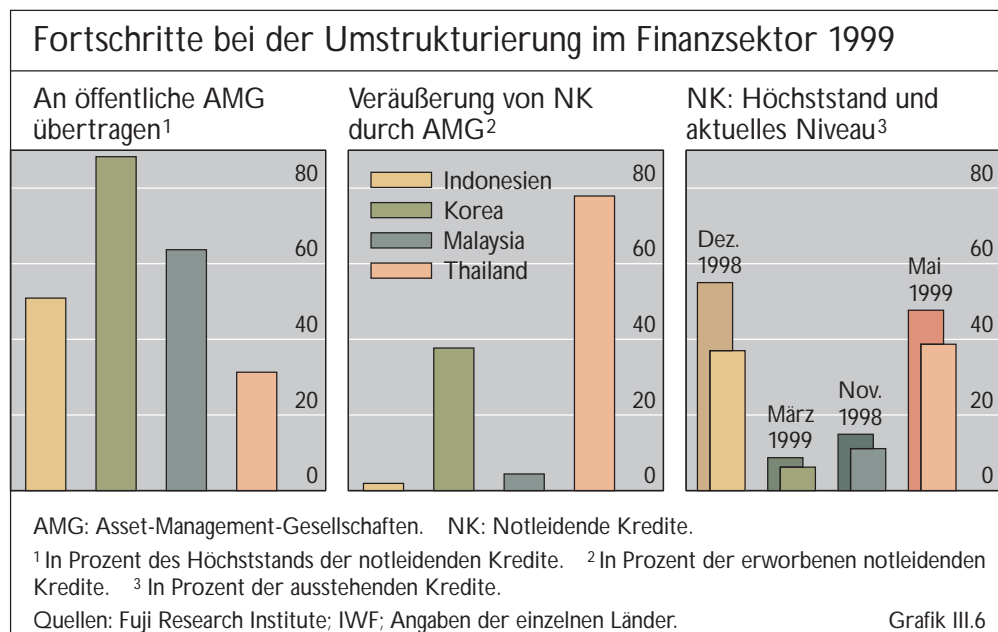
### Sanierung der Banken

Zwei Ansätze zur Sanierung der Banken

Bei der Refinanzierung und Sanierung ihres Bankensystems verfolgten die asiatischen Länder im wesentlichen zwei Ansätze, je nach dem Ausmaß der Schwierigkeiten, dem finanzpolitischen Spielraum und den politischen Sachzwängen. In Korea und Malaysia wurde ein interventionistischer Kurs eingeschlagen. Hier mußten die Banken notleidende Kredite mit hohen Abschlägen an Asset-Management-Gesellschaften verkaufen, die im Besitz des Staates sind und von diesem finanziert werden; außerdem wurde geschwächten, aber noch überlebendigen Banken staatliches Kapital zugeführt. Der Ansatz Thailands (und ursprünglich auch Indonesiens) bestand darin, die Lösung mehr den Banken selbst sowie dem Markt zu überlassen. Bei beiden Ansätzen wurden die Einleger im Falle der Schließung, Zusammenlegung oder Verstaatlichung von Banken geschützt. Darüber hinaus wurde die Bankenaufsicht deutlich gestärkt, und durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen wurde einer ganzen Reihe von Anliegen Rechnung getragen; hierzu gehörten z.B. Standards für Kreditklassifizierung und Risikovorsorge, die Kreditvergabe an in das Geschäft der betreffenden Bank involvierte Schuldner, wechselseitige Garantien sowie Eigenkapital-, Rechnungslegungs- und Offenlegungsstandards.

Übernahme notleidender Kredite durch Asset-Management-Gesellschaften ...

Als Hauptstrategie zur Wiederbelebung ihrer praktisch lahmgelegten Finanzsysteme errichteten die von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften Asset-Management-Gesellschaften, die notleidende Kredite von in Schwierigkeiten geratenen Banken oder Nichtbankfinanzinstituten aufkauften (Grafik III.6, links). Durch den Verkauf von Krediten zu ihrem geschätzten Marktwert waren die Verluste aus dem Kreditgeschäft für die verkaufenden Institute klar quantifiziert worden, und wenn diese Verluste bewältigt worden waren (s. weiter unten), verfügten die Banken über eine saubere Bilanz, und die



Geschäftsleitung konnte sich auf operative Aspekte konzentrieren. Bislang sind gute Fortschritte erzielt worden. In Korea und Malaysia haben die Asset-Management-Gesellschaften den Erwerb notleidender Kredite aus dem Bankensystem im wesentlichen abgeschlossen, in beiden Fällen mit einem durchschnittlichen Abschlag von knapp über 50%. In Indonesien hatte die betreffende Gesellschaft bis Mai 1999 die Kontrolle über 48 in Konkurs gegangene Banken übernommen und hielt Anteile an rund 200 Unternehmen. In Thailand, wo die Krise zunächst den Nichtbankfinanzsektor erfaßt hatte, errichtete die Regierung zwei staatliche Gesellschaften, die schlechte Aktiva von geschlossenen Finanzunternehmen aufkauften und liquidierten. Beide hatten den Verkauf aller erworbenen wesentlichen Aktiva bis Anfang dieses Jahres weitgehend abgeschlossen. Die Geschäftsbanken mußten jedoch mit ihren notleidenden Krediten meist allein fertig werden, was eine relativ schleppende Abwicklung zur Folge hatte und mehrere Banken veranlaßte, eigene Asset-Management-Gesellschaften zu gründen.

Der Weg über Asset-Management-Gesellschaften war nicht frei von Problemen. Die Verluste beim Verkauf von Krediten an Asset-Management-Gesellschaften führten zu weitverbreiteten Solvenzproblemen, so daß Aktionäre gezwungen waren, ihr Aktienkapital abzuschreiben und zusätzliches Kapital aufzubringen. Wenn nicht genügend Kapital aufgebracht werden konnte, griff der Staat mit Schließungen, erzwungenen Fusionen sowie – in einigen Fällen – Verstaatlichungen ein. So wurden bis Ende 1999 in Thailand 53 Finanzunternehmen und eine Bank geschlossen, in Indonesien 67 Banken und in Korea 5 Geschäftsbanken und 17 Merchant Banks. In allen Ländern wurden zahlreiche Fusionen vollzogen, einschließlich der Gründung von zehn „Anker“-Bankkonzernen in Malaysia im Rahmen eines landesweiten Fusionsprogramms. Die inländischen Banken mußten außerdem Kapital im Ausland aufnehmen, und in Indonesien, Korea und Thailand dürfen inländische Banken nunmehr vollständig in ausländischem Eigentum stehen. Im Zuge dessen haben seit Januar 1998 ausländische Finanzinstitute 18 ostasiatische Banken ganz oder teilweise übernommen.

... aber dennoch  
Schließungen und  
Fusionen

Die Zuführung staatlichen Kapitals zur Rekapitalisierung der Bankensysteme ergänzte die Aktivitäten der Asset-Management-Gesellschaften. Die Korean Deposit Insurance Corporation begab Staatsanleihen im Wert von \$ 13 Mrd. zur Rekapitalisierung der Bankinstitute, während Malaysia elf Banken, auf die rund 20% der Aktiva des Bankensystems entfielen, frisches Kapital zuführte. In Thailand bot der Staat Banken, die die neuen Vorschriften zur Kreditklassifizierung und zur Bildung von Risikovorsorgen umsetzten, eine Rekapitalisierung an, aber nur wenige Banken erfüllten die strengen Bedingungen. In Indonesien dagegen wählte der Staat auf der Basis von Due-Diligence-Prüfungen acht Privatbanken für eine Rekapitalisierung aus. Eigentümer, die diese Banken weiterhin führen wollten, mußten rund 20% des erforderlichen neuen Kapitals zuführen, nachdem sie ihr vorheriges Eigenkapital auf null abgeschrieben hatten, und erhielten das Vorkaufsrecht für den Rückkauf der Anteile des Staates innerhalb von drei Jahren. Entsprechend dem Ausmaß der Bankenkrise und der Einlagengarantie des Staates werden die Kosten für die Rekapitalisierung des indonesischen Bankensystems auf 50–60% des BIP geschätzt, verglichen mit rund 40% in Thailand, 15% in Korea und 12% in Malaysia.

Teure, aber  
notwendige  
Kapitalzuführungen



Trade-offs bei Strategien zur Veräußerung notleidender Kredite

Die Asset-Management-Gesellschaften verfolgten bei der Veräußerung der Kredite unterschiedliche Strategien. In Korea wurde der Verkauf recht schnell angegangen, während in Malaysia größeres Gewicht auf die Verwaltung und Umstrukturierung der Aktiva gelegt und erst in der zweiten Jahreshälfte 1999 mit der Veräußerung begonnen wurde (Grafik III.6, Mitte). Da beim letzteren Ansatz mehr Zeit für eine Umstrukturierung der Kredite und der zugrundeliegenden Vermögenswerte zur Verfügung steht, werden möglicherweise höhere Preise erzielt, vor allem bei einer Erholung der Wirtschaft. Das Halten notleidender Kredite geht aber mit beträchtlichen Zinskosten für die Anleihen einher, die im Gegenzug für die notleidenden Kredite an die Banken ausgegeben werden. In Thailand dagegen veräußerten die Asset-Management-Gesellschaften Aktiva, die sie von in Konkurs gegangenen Finanzunternehmen erworben hatten, in einem „Notverkauf“ für rund 25% des Nennwerts.

In China Sanierung der Banken

In anderen Volkswirtschaften machte die Reform des Bankensystems weiterhin kaum Fortschritte. *China* gründete 1999 vier Asset-Management-Gesellschaften. Diese sollten mit Hilfe von Anleihen den Großteil der notleidenden Beträge aus Krediten, die vor 1997 vergeben worden waren und denen noch ein Restwert zugeschrieben wurde, zum Nennwert aufkaufen, während als wertlos angesehene Vermögenswerte von den Banken abzuschreiben waren. Die Modalitäten für die Finanzierung der Asset-Management-Gesellschaften und die Abschreibungen der Verbindlichkeiten müssen noch endgültig festgelegt werden, doch die Asset-Management-Gesellschaften sollten den Erlös aus den Aktiva maximieren, indem sie Sicherheiten zur Stützung der Kredite verkauften sowie notleidende Kredite verbrieften und – auch an ausländische Anleger – versteigerten. Auch Debt/Equity-Swaps sollten eingesetzt werden, die dann von Nutzen sein können, wenn der Cash-flow eines Unternehmens nur für einen Teil der laufenden Zinsbelastung ausreicht, nicht aber, wenn ein Unternehmen seine variablen Kosten nicht decken kann. Dies bedeutet, daß die Sanierung des Bankensektors auch die Umstrukturierung der Staatsbetriebe erfordert. Sobald die Übertragung der notleidenden Kredite an die Asset-Management-Gesellschaften abgeschlossen ist, wird von den Banken erwartet, daß sie sich auf kommerzielle Kredite konzentrieren, wobei die Geschäftsleitung die Verantwortung für künftige Verluste aus dem Kreditgeschäft übernehmen und sich verpflichten soll, bestimmte Leistungsvorgaben zu erfüllen.

In Korea, Malaysia und Thailand positive Auswirkungen der Reformen ...

Es ist noch zu früh, um die vollständigen Auswirkungen dieser Reformen auf das laufende Geschäft der Banken abzuschätzen. In Korea und Malaysia führte die Übertragung notleidender Kredite an Asset-Management-Gesellschaften zu einer recht raschen Stärkung der Bankbilanzen (Grafik III.6, rechts, und Tabelle III.5). In Thailand, wo die Banken mit ihren Krediten allein fertig werden mußten, sank der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditvolumen von seinem Höchstwert von 48% im Mai 1999 auf 38% im Januar dieses Jahres; dieser Fortschritt hat sich jedoch in den letzten Monaten abgeschwächt, und es wird befürchtet, daß der Anteil der notleidenden Kredite wieder zunehmen könnte. Durch die Schließung von Niederlassungen begannen auch die Betriebskosten zu sinken. In den koreanischen Geschäftsbanken ging die Beschäftigung um rund 25% zurück, und die verbliebenen Mitarbeiter mußten Lohnkürzungen in Kauf nehmen. Infolge einer Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums und der

Kennzahlen für die Ertragskraft der Banken in Krisenländern Asiens								
	Korea		Thailand		Malaysia		Indonesien	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
am Jahresende; Prozent und Prozentpunkte								
Notleidende Kredite <sup>1</sup>	4,1	6,2 <sup>2</sup>	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Kapitalrentabilität	0,3	3,3 <sup>2</sup>	-0,1	-2,5 <sup>3</sup>	0,6	-0,2 <sup>3</sup>	-0,1	-17,4 <sup>3</sup>
Zinsspanne <sup>4</sup>	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Eigenkapitalquote <sup>5</sup>	9,1	9,8 <sup>6</sup>	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> In Prozent aller Kredite von Geschäftsbanken; nach der Definition der einzelnen Länder. Ohne an Asset-Management-Gesellschaften übertragene Kredite. <sup>2</sup> September. <sup>3</sup> Dezember 1998. <sup>4</sup> Kurzfristiger Kreditzins abzüglich des kurzfristigen Einlagenzinses. <sup>5</sup> Risikogewichtet. <sup>6</sup> Juni.  
Quellen: Fitch-IBCA; IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.5

Kurssteigerungen am Aktienmarkt verbesserte sich im ersten Halbjahr 1999 auch die Rentabilität der koreanischen Banken. Da jedoch einige der bereits vereinbarten Schuldenabkommen der großen Chaebol wiederaufgerollt werden, müssen die Banken möglicherweise zusätzliche Verluste hinnehmen.

In anderen Ländern erlitten die Banken nach wie vor Verluste. Um die Verbesserungen in den Bilanzen aufrechtzuerhalten, müssen die Banken daher unbedingt ihre Geschäftspraktiken wie Risikoanalyse, Kreditgenehmigung und Kontrollverfahren verbessern und ihre Rentabilität durch Kostensenkungen und Konzentration auf ihre Stärken im Kerngeschäft erhöhen. Die Aufsichtsbehörden werden weiterhin die verschärften aufsichtsrechtlichen Vorschriften durch eine strenge Überwachung durchsetzen und außerdem entscheiden müssen, wann und wie Banken, die verstaatlicht wurden, wieder in private Hände übergehen sollen. Die stärkere Präsenz ausländischer Finanzinstitute könnte entscheidend zu einer nachhaltigeren Veränderung der asiatischen Bankenkultur in Zukunft beitragen.

... ansonsten nach wie vor großer Handlungsbedarf

## Unterschiedliche und ungewöhnliche Ergebnisse in den lateinamerikanischen Ländern

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika wies im vergangenen Jahr einige ungewöhnliche Merkmale auf, nicht nur im Verhältnis zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, sondern auch im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt. Erstens befand sich Lateinamerika – mit Mexiko als bedeutender Ausnahme – 1999 fast das ganze Jahr hindurch in einer Rezession, und das durchschnittliche Wachstum ging gegenüber 1998 spürbar zurück. Zweitens waren die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern infolge binnen- wie auch außenwirtschaftlicher Faktoren mehr als doppelt so groß. Drittens führte die Abwertung der Währungen oder sogar die Abschaffung früherer Wechselkursbindungen anders als in der Vergangenheit nicht zu höherer Inflation.

Obwohl die meisten lateinamerikanischen Länder relativ geschlossene Volkswirtschaften sind, lassen sich die niedrigen und voneinander abweichenden Wachstumsraten im vergangenen Jahr zum großen Teil auf Unterschiede in den Exportergebnissen und Veränderungen der Terms of Trade zurückführen

Auswirkungen außenwirtschaftlicher Faktoren

(Tabelle III.6). Insbesondere Argentinien mußte einen heftigen Terms-of-Trade-Schock hinnehmen, der im wesentlichen durch die niedrigen Nahrungsmittelpreise bedingt war. Darüber hinaus sanken die Exportvolumina aufgrund von Abwertungen in den Nachbarländern, der allgemeinen Konjunkturabschwächung in der Region und vor allem der Entwicklungen in Brasilien, dem Hauptabnehmer argentinischer Exporte. Das Wachstum der Exporterlöse in Mexiko wurde dagegen durch die Dynamik der US-Wirtschaft und den Anstieg der Ölpreise begünstigt. Andere Länder, wie Chile und Peru, profitierten vom Anziehen der Metallpreise, während der anhaltende Rückgang der Preise für Nahrungs- und Genußmittel zusammen mit der Nachfrageschwäche in der Region das Wachstum in Bolivien, Kolumbien, Paraguay und Uruguay dämpfte.

In Brasilien trotz Währungsabwertung ...

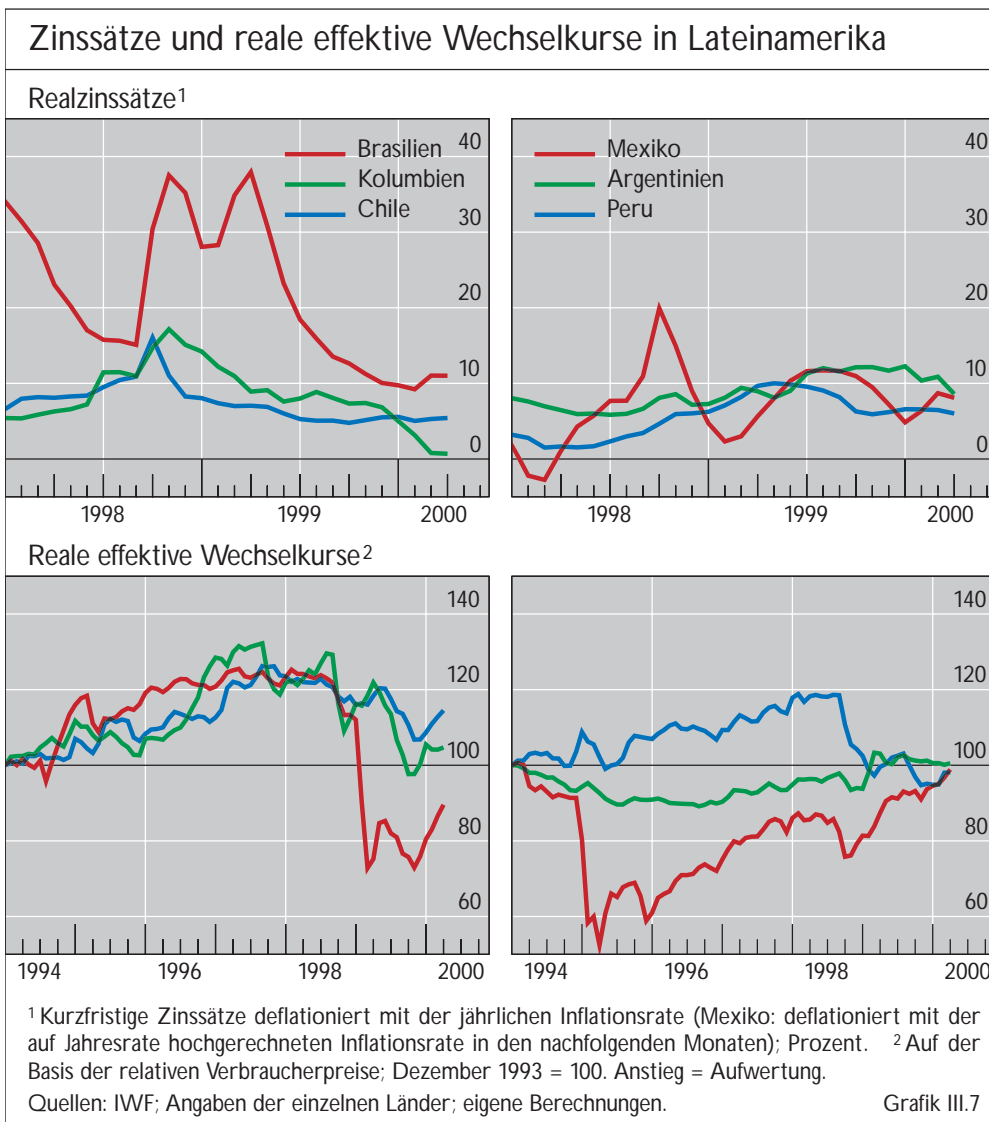
Binnenwirtschaftliche Faktoren und Maßnahmen spielten bei den unterschiedlichen Wachstumsergebnissen ebenfalls eine wichtige Rolle. Ein Schlüsselereignis war die Abwertung des Real in *Brasilien* Anfang 1999 (Grafik III.7), die unmittelbar eine Verschlechterung der Erwartungen für das Produktionswachstum und die Inflationsrate zur Folge hatte. Die Abschaffung des nahezu festen Wechselkursregimes löste jedoch keine Krise aus, was vor allem darauf zurückzuführen war, daß die Nachfrage bereits relativ verhalten war und die Einführung einer straffen Geldpolitik und neuer finanzpolitischer Sparmaßnahmen die Anleger beruhigte und die Auswirkungen auf die Inflation begrenzte. Darüber hinaus verursachte die Abwertung keine akuten Probleme im Bankensystem, da die meisten Banken über ein günstiges Verhältnis der in Dollar denominierten Aktiva und Passiva sowie über ein gut geführtes Derivatgeschäft verfügten. Insbesondere konnten die Banken dank ihrer umfangreichen Bestände an liquiden, zinsvariablen und dollarindexierten Staatstiteln ohne ernsthafte Liquiditätsprobleme den Abzug von Einlagen bewältigen und die Streichung der Kreditlinien durch ausländische Banken verkraften.

... keine Krise ...

Nachdem die wirtschaftspolitischen Maßnahmen ergriffen waren, begann der finanzielle Druck von außen nachzulassen. Der IWF kündigte im März 1999 eine zweite Tranche finanzieller Unterstützung an, und mit einigen der internationalen Banken wurde eine informelle Vereinbarung über die Erneuerung der bestehenden Kreditlinien erzielt; dies erlaubte es den Währungsbehörden, die Zinsen Ende März gegenüber ihrem Höchstwert von 45% zu senken. Zusammen mit der Änderung in den relativen Preisen infolge der Währungsabwertung führte die Lockerung der Geldpolitik zu einer Produktionsausweitung im Bereich der

Exportergebnisse wichtiger Länder in Lateinamerika 1999							
	Veränderung <sup>1</sup>			Zielland/-region <sup>2</sup>			
	Preise <sup>3</sup>	Volumen	Wert <sup>3</sup>	USA	Europäische Union	Asien	Lateinamerika
Argentinien	-13,4 <sup>4</sup>	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brasilien	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
Mexiko	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

<sup>1</sup>Veränderung gegenüber 1998 in Prozent. <sup>2</sup>In Prozent der Exporte insgesamt. <sup>3</sup>Auf US-Dollar-Basis. <sup>4</sup>Bis 3. Quartal.  
 Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.6



handelbaren Güter, obwohl die Reagibilität der Exporte durch die Dominanz von Rohstoffen mit sinkenden Preisen und die Rezession in den Nachbarländern begrenzt wurde.

Die Wiederherstellung des Vertrauens in Brasilien war auch abhängig von der Rückführung des Haushaltsdefizits auf ein tragfähigeres Niveau (Tabelle III.7). Zwar erzielte der Staat letztlich einen Primärüberschuß von knapp über 3% des BIP, doch waren einige der ergriffenen Maßnahmen vorübergehender oder einmaliger Natur, da kein Konsens für weiterreichende Strukturmaßnahmen gefunden werden konnte. Da das nominale Defizit nach wie vor bei knapp 10% des BIP lag, führten Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Haushalts außerdem zu erneuter Unsicherheit am Devisenmarkt. Um den Wertverlust der Währung zu begrenzen, griff die Regierung wieder auf die Emission von dollarindexierten Anleihen zurück und vereinbarte mit dem IWF eine Senkung des Mindestbestands an Nettowährungsreserven. Diese Maßnahmen dürften zwar die längerfristigen Risiken verschärft haben, doch ermöglichten sie letztendlich eine weitere Senkung der Zinsen.

... allerdings  
Bedenken in bezug  
auf das Haushalts-  
defizit

In Mexiko starkes  
Wachstum ...

Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern wurde Mexiko von den Ereignissen in Brasilien kaum angesteckt. Eine kräftige Zunahme der Exporte, begünstigt durch die anhaltende Dynamik der US-Wirtschaft, bremste den Konjunkturabschwung Anfang 1999, während sich das Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres vor allem auf die Inlandsnachfrage stützte. Angetrieben durch ein hohes Beschäftigungswachstum und die Einkommenseffekte der gestiegenen Ölpreise nahm der private Verbrauch kräftig zu, während die Investitionstätigkeit von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik profitierte. Bemerkenswert ist auch, daß sich die Inlandsnachfrage in den letzten vier Jahren um insgesamt 25% erhöhte, ohne daß die Kreditvergabe durch die Banken zugenommen hätte. Diese Tatsache spiegelt zum Teil eine fehlende Kreditnachfrage wider, denn die Unternehmensinvestitionen wurden im wesentlichen durch den Zufluß von Direktinvestitionen finanziert. Sie erklärt sich jedoch auch durch das Zögern der Banken, Kredite an risikoreiche Wirtschaftsbereiche zu vergeben, sowie durch die langsamen Fortschritte bei der Umstrukturierung der Bankbilanzen und der Umgestaltung des gesetzlichen Rahmenwerks, innerhalb dessen die Banken tätig sind.

... in Argentinien  
dagegen tiefe  
Rezession

Die Rezession in Argentinien darf nicht nur außenwirtschaftlichen Faktoren zugeschrieben werden. Aufgrund des Konvertibilitätsgesetzes und der wachsenden Abhängigkeit Argentiniens von ausländischen Finanzquellen wirkten sich

Haushaltssalden und öffentliche Verschuldung									
	Nominaler Saldo			Zinszahlungen			Öffentliche Verschuldung		
	1996	1998	1999 ts	1996	1998	1999 ts	1996	1998	1999 ts
	in Prozent des BIP								
Asien									
China	-0,8 <sup>1</sup>	-1,2	- 2,1	0,8 <sup>1</sup>	1,0	...	7,4 <sup>1</sup>	9,9	...
Hongkong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
Indien	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Korea	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapur	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwan	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Indonesien	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malaysia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Philippinen	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4	...	...	...
Thailand	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
Lateinamerika									
Argentinien	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brasilien	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Chile	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Kolumbien	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
Mexiko	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Peru	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5

Anmerkung: Bei Ländervergleichen ist zu beachten, daß der öffentliche Sektor unterschiedlich definiert ist.  
<sup>1</sup> 1997.  
 Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.7

Veränderungen der außenwirtschaftlichen Bedingungen unmittelbar auf die Wirtschaftspolitik im Inland aus. So wurden die Zinssätze im Anschluß an die Abwertung in Brasilien nach oben getrieben. Als später die Steuereinnahmen infolge niedrigerer Nominaleinkommen rückläufig waren und der Schuldendienst zunahm, wuchs die Unsicherheit, ob die mit dem IWF vereinbarten haushaltspolitischen Ziele erreicht werden würden. Die Unsicherheit und der damit verbundene Zinsauftrieb wurden noch durch die Besorgnis verstärkt, daß es für den Staat schwierig werden könnte, selbst einen geringen Anstieg des Defizits (1,2% in Relation zum BIP) zu finanzieren, da er bereits massiv Schuldtitel an den internationalen Kapitalmärkten begab, um das Leistungsbilanzdefizit sowie Tilgungszahlungen zu finanzieren (Tabelle III.4). Wenngleich die Ankündigung strengerer finanzpolitischer Maßnahmen bis zum Jahresende eine gewisse Erleichterung brachte, bedeutete die Notwendigkeit, den Wechselkurs zu stützen, daß die Zinsen auf hohem Niveau gehalten werden mußten. So zeigte sich das Fehlen eines binnenwirtschaftlichen Instruments zur Abfederung der Effekte nachteiliger außenwirtschaftlicher Entwicklungen in dem Rückgang der Verbraucherpreise um 2% im Laufe des Jahres 1999.

Anders als Argentinien konnte *Chile* die geldpolitischen Bedingungen in Reaktion auf die durch außenwirtschaftliche Faktoren verursachte Rezession Anfang des Jahres lockern, und dank seiner soliden Haushaltsposition konnte es die Fiskalpolitik antizyklisch einsetzen. Dagegen führten in *Ecuador* und *Venezuela*, die beide vom Anstieg der Ölpreise profitiert hatten, Unsicherheit über wirtschaftspolitische Maßnahmen und andere binnenwirtschaftliche Ereignisse zu einem steilen Rückgang der Produktion.

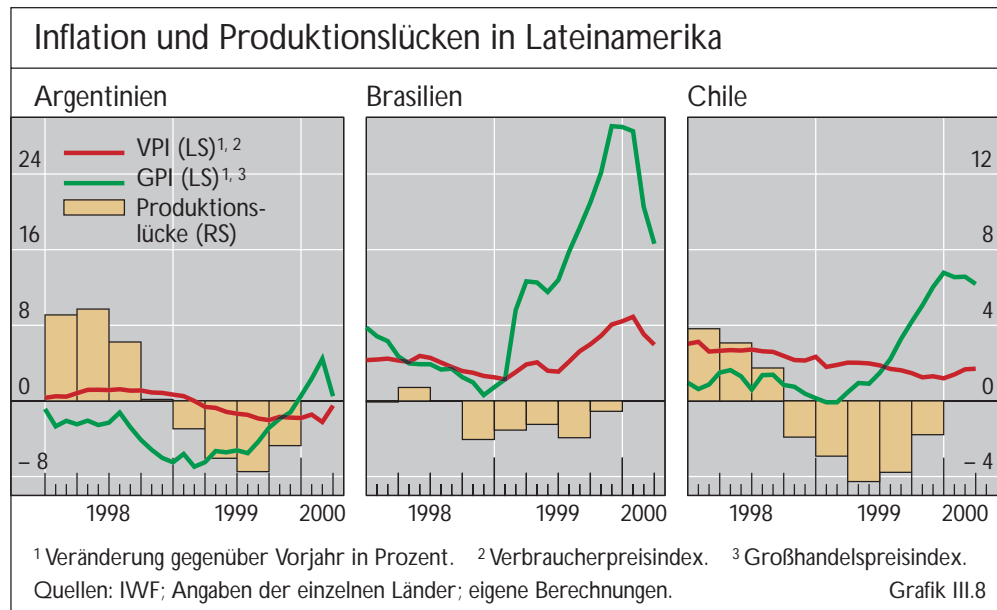
### *Entwicklung der Inflation*

Eine bemerkenswerte Entwicklung in Lateinamerika im vergangenen Jahr war die Eindämmung der Inflation auf niedrigem Niveau in den meisten Ländern. Die durchschnittliche Inflationsrate der Region sank auf 9% und der Medianwert auf nur 4%. Darüber hinaus verzeichneten einige Länder mit traditionell starkem Preisanstieg (Kolumbien, Uruguay, Venezuela) die tiefste Inflationsrate seit Jahrzehnten. Dieses Ergebnis war um so beachtenswerter, als der nominale Wechselkurs in vielen Ländern niedriger war und sich Abwertungen in der Vergangenheit hier stets in deutlich höheren Inflationsraten niedergeschlagen hatten.

Einige der disinflationären Einflüsse von 1999 könnten sich möglicherweise als nur vorübergehend erweisen. Erstens wurde der Inflationsrückgang über gesunkene Einfuhrpreise in US-Dollar sowie – im Falle Mexikos – über eine Aufwertung des Peso gegenüber dem Dollar importiert. Zweitens verzeichneten die meisten Volkswirtschaften eine geringe Kapazitätsauslastung und ein rezessives Umfeld, so daß die Unternehmen dazu neigten, ihre Gewinnspannen zu reduzieren, und die Arbeitnehmer Lohnzurückhaltung übten. In Brasilien beispielsweise waren die Gewinnspannen in den meisten Industriezweigen bereits vor der Abwertung zurückgegangen, und die Reallöhne waren bis Ende 1999 um 8% gefallen. Darüber hinaus trug eine schwache Nachfrage dazu bei, daß Veränderungen der Import- und Großhandelspreise nur in relativ geringem Maße auf die Verbraucherpreise durchschlugen. Auch für andere Länder schienen ein solcher Rückgang der Gewinnspannen und eine

Eindämmung der Inflation ...

... vielleicht nur vorübergehend ...



geringe Durchleitung der Wechselkurs- und Importpreisveränderungen zu gelten (Grafik III.8).

... aber  
möglicherweise  
auch dauerhaft

Allerdings gibt es verschiedene Gründe, weshalb die gegenwärtigen niedrigen Inflationsraten in Lateinamerika auch von Dauer sein könnten. Die Deregulierung hat die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften erhöht, und die Liberalisierung des Außenhandels hat die Inlandsmärkte stärker der ausländischen Konkurrenz geöffnet, auch wenn Importe nach wie vor nur einen geringen Teil der Gesamtausgaben ausmachen. Mit der Etablierung der niedrigen Inflationsraten wurden außerdem Indexierungsmechanismen abgeschafft. Da die meisten Länder mittlerweile zu einem frei schwankenden Wechselkurs übergegangen sind und sich die Wechselkurse tatsächlich in beide Richtungen bewegen, werden die Unternehmen überdies bei der Anpassung ihrer Preise an Wechselkursveränderungen möglicherweise künftig größere Vorsicht walten lassen. Im Bewußtsein der Risiken eines Wiederaufflammens der Inflation schließlich haben die Währungsbehörden die Zinsen in den meisten Ländern auf einem relativ hohen Niveau gehalten und darauf verzichtet, fiskalpolitische Maßnahmen zur Milderung der Rezession einzusetzen. Ein solch umsichtiger Kurs dürfte dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen zu dämpfen, und da er zur Folge hatte, daß sich die nominale Abwertung der Währungen teilweise umgekehrt hat, dürfte er auch mitgeholfen haben, den tatsächlichen Preisanstieg in Schach zu halten.

#### *Große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte*

Infolge hoher  
Leistungsbilanz-  
defizite ...

Obwohl die Produktion in der Region rückläufig war oder stagnierte, waren die Leistungsbilanzdefizite nach wie vor hoch, vor allem in Argentinien und Brasilien, wo sie weiterhin 4% des BIP überstiegen. Während sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in Chile und Kolumbien deutlich verringerten, blieben sie in Mexiko und anderen Ländern relativ groß, insbesondere angesichts der Phase im Konjunkturzyklus und einer recht günstigen Weltwirtschaftslage. Ein wichtiger Faktor war hier, daß einige Länder sehr stark von der langsamen

Erholung bzw. dem anhaltenden Rückgang der Rohstoffpreise (ohne Öl) betroffen waren. Darüber hinaus dürften Zuflüsse von Direktinvestitionen in Form von Investitionen für neue Projekte trotz ihres unmittelbaren Beitrags zur Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte zu einer Ausweitung dieser Ungleichgewichte geführt haben. So ziehen z.B. ausländische Investitionen in den Montageunternehmen, über die der Großteil des Handels zwischen Mexiko und den USA läuft, direkt höhere Importe von Investitionsgütern nach sich. Außerdem steigern solche Kapitalzuflüsse tendenziell das Inlandseinkommen und treiben dadurch die Importe noch weiter in die Höhe. Ausländische Investitionen im Bereich der nichthandelbaren Güter können ebenfalls größere Leistungsbilanzungleichgewichte zur Folge haben, da die Unternehmen Gewinne erzielen, ohne ihre Kapazitäten für den Export bzw. die Importsubstitution erweitert zu haben.

Eine weitere und möglicherweise noch wichtigere Frage ist, ob die Zuflüsse von Direktinvestitionen das Niveau der letzten Jahre halten können. In Argentinien spielten Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit Privatisierungen eine bedeutende Rolle und machten im vergangenen Jahr die Hälfte der gesamten Kapitalzuflüsse aus. Aber es gibt natürlich Grenzen für diese Art von Kapitalzuflüssen, und in Brasilien ging der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen im Zusammenhang mit Privatisierungen 1999 sogar zurück. Fusionen und Übernahmen waren ebenfalls ein wesentlicher Faktor und dürften dadurch begünstigt worden sein, daß die inländischen Unternehmen in Anbetracht des niedrigeren Wechselkurses als preiswerter erachtet wurden. Die ausländischen Direktinvestitionen in Lateinamerika wurden aber auch durch Strukturreformen angeregt, die es Gebietsfremden ermöglichten, in einer wachsenden Zahl von Wirtschaftsbereichen zu investieren, was sich noch mehrere Jahre lang auswirken dürfte. In den Fällen, in denen Gebietsfremde zunächst über Privatisierungen, Fusionen oder Übernahmen Zugang zum Markt erlangten, folgte darüber hinaus häufig eine Ausweitung des Kapitalstocks.

Ungeachtet der relativen Leichtigkeit, mit der die Leistungsbilanzdefizite finanziert wurden, läßt der weitere Anstieg der Auslandsverschuldung in Relation zum BIP im vergangenen Jahr darauf schließen, daß die meisten lateinamerikanischen Länder gegenüber Veränderungen in den internationalen Finanzbedingungen, einschließlich höherer Zinsen in den Industrieländern, nach wie vor äußerst exponiert sind.

## Afrika

Trotz der Erholung der weltweiten Nachfrage und der damit verbundenen Verbesserung der Finanzlage verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in Afrika auf etwa 2½%, verglichen mit über 3% im Jahr 1998. Wiederum blieb die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wegen der grundlegenden Strukturschwäche des Kontinents (geringe Integration in die Weltwirtschaft, zu starkes Gewicht auf der Landwirtschaft und dem Export von Primärrohstoffen) von den veränderten globalen Nachfragebedingungen relativ unberührt, war jedoch extrem anfällig gegenüber Veränderungen der Terms of Trade. Aufgrund der schwachen Kontrollmechanismen, des rudimentären Finanzsystems und einer niedrigen Ersparnis ist außerdem die Widerstandsfähigkeit gegenüber binnenwirtschaftlichen Schocks

... Besorgnis über Dauerhaftigkeit der Zuflüsse von Direktinvestitionen ...

... und Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungen im Ausland

Langsameres Wachstum u.a. aufgrund von Strukturschwächen



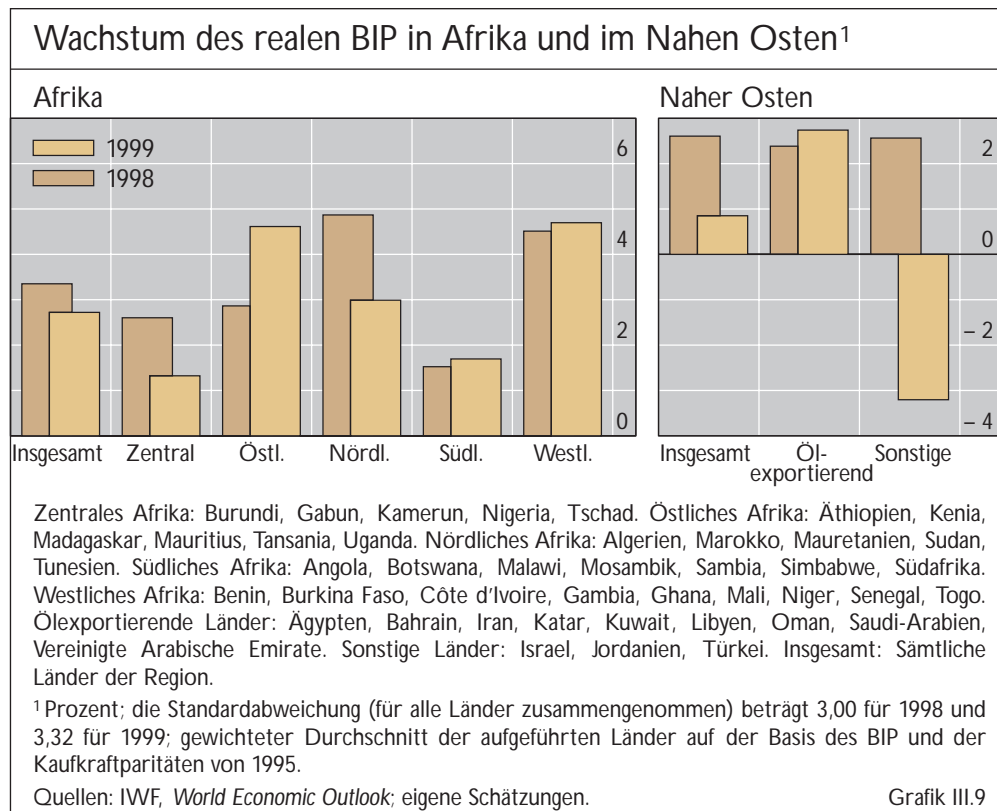
gering, so daß die Wachstumsraten der einzelnen afrikanischen Länder in der Regel weit stärker voneinander abweichen, als dies in anderen Gruppen aufstrebender Volkswirtschaften der Fall ist. Beispielsweise stützten höhere Preise für Industrierohstoffe, ihrerseits ein Ergebnis des lebhafteren weltweiten Wachstums, im Jahr 1999 das Realeinkommen in vielen Ländern Afrikas. Gleichzeitig jedoch forderten politische Unruhen und der Verlust der geldpolitischen Kontrolle in Angola und in der Demokratischen Republik Kongo, die Deflation in Burkina Faso und im Tschad sowie ungünstige Wetterbedingungen in anderen Ländern (z.B. Marokko) ihren Tribut bei der Produktion und führten dazu, daß das durchschnittliche BIP-Wachstum in Afrika zurückging.

Fortschritt bei der Eindämmung der Inflation

Angesichts des unerwartet niedrigen Wachstums konnte die Inflationsrate in vielen Ländern weiter zurückgeführt werden. Läßt man die beiden Länder, in denen die Geldpolitik außer Kontrolle geriet, außer acht, so fiel die durchschnittliche Inflation auf etwa 7% und der Medianwert auf nur 4%, den tiefsten Wert der neunziger Jahre. Wie bereits in der Vergangenheit war die Inflation in den CFA-Ländern am niedrigsten; die Hälfte dieser Länder wies entweder sinkende Preise oder Preissteigerungen von unter 1% auf. In Malawi und Simbabwe hingegen stieg die Inflation auf 45% bzw. 60%, und Sambia, Ghana und der Sudan hatten Inflationsraten bis fast 30% zu verzeichnen.

Große Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Regionen

Auch zwischen den einzelnen afrikanischen Regionen gab es im vergangenen Jahr Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung (Grafik III.9). So war das langsamere Wachstum im Norden des Kontinents hauptsächlich auf die deutliche Abschwächung in Marokko zurückzuführen, während die relativ hohen Wachstumsraten im Westen der Erholung in Ghana zuzuschreiben waren, durch die



die schwächere Wirtschaftsleistung in Côte d'Ivoire mehr als wettgemacht wurde. Rätselhaft ist dagegen die Verlangsamung in der Mitte des Kontinents, da drei der ölexportierenden Länder Afrikas (Gabun, Kamerun, Nigeria) in dieser Region liegen. In anderen afrikanischen Regionen wird die unterschiedliche Wirtschaftsleistung durch eine relativ starke Heterogenität der Länder untereinander „ausgeglichen“. Beispielsweise hatte der Osten eine deutlich verbesserte Produktionsleistung zu verzeichnen, da die Auswirkungen der anhaltenden Agrarpreisschwäche in Kenia, Tansania und Uganda durch das wiedereinsetzende Wachstum in Äthiopien mehr als aufgefangen wurden, und das geringe Wachstum im Süden ist in erster Linie auf die nachlassende Wirtschaftsleistung in Simbabwe und die anhaltende Konjunkturschwäche in Südafrika zurückzuführen.

In den neunziger Jahren legte das BIP Südafrikas im Durchschnitt nur um 1% zu, während die Arbeitslosenquote auf nahezu 40% anstieg. Obwohl die tatsächliche Quote etwas niedriger ist, da viele Erwerbslose in einem Bereich arbeiten, der nicht offiziell erfaßt ist, oder nicht gemeldete Auftragsarbeiten annehmen, wären wohl mehrere Jahre hohen und stabilen Wachstums erforderlich, um die Arbeitslosigkeit zu senken und eine ausgeglichene Einkommensverteilung herbeizuführen. Um ein höheres Produktions- und Beschäftigungswachstum sicherzustellen, ist es zwingend notwendig, daß die Investitionsquote gegenüber dem jetzigen Stand von nur 15% in Relation zum BIP wesentlich erhöht wird, daß es aber gleichzeitig zu einer Mäßigung bei den Reallöhnen kommt, damit die Unternehmen veranlaßt werden, eine arbeitsintensivere Ausrüstung einzusetzen. Die Einführung eines Inflationsziels für die Geldpolitik könnte zwar zur Eindämmung von Inflation und Inflationsängsten beitragen, reicht aber wahrscheinlich nicht aus, um Südafrika für ausländische Direktinvestitionen attraktiver zu machen. Im letzten Jahrzehnt verzeichnete Südafrika sogar einen Nettoabfluß von Direktinvestitionen, da ein schleppendes Produktivitätswachstum und relativ hohe Lohnstückkosten insbesondere auf neue Projekte abschreckend wirkten.

In Südafrika  
höheres und  
arbeitsintensiveres  
Wachstum nötig

Allerdings dürfte der Mangel an Wettbewerbsfähigkeit nicht der einzige Grund dafür sein, daß Südafrika – und tatsächlich der gesamte afrikanische

Monetäre Kennzahlen für Afrika <sup>1</sup>								
	Breit abgegrenzte Geldmenge		Kredite an den Staat		Kredite an den privaten Sektor			
	in Prozent des BIP						in Prozent der Inlandskredite insgesamt	
	1992–94	1995–98	1992–94	1995–98	1992–94	1995–98	1992–94	1995–98
Zentrales Afrika	20	15	18	6	9	9	33	58
Östliches Afrika	36	39	15	12	17	22	47	66
Nördliches Afrika	65	59	28	19	21	29	34	44
Südliches Afrika	40	43	2	2	48	53	84	85
Westliches Afrika	23	22	9	9	15	12	64	61

Anmerkung: Erläuterung der Ländergruppen s. Grafik III.9.  
<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt für den 3- bzw. 4-Jahres-Zeitraum.  
 Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.8

Hindernisse für  
Zuflüsse von  
Direktinvestitionen

Kontinent – vom weltweiten Schub ausländischer Direktinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften kaum profitieren konnte. Noch größere Probleme in einigen Ländern sind politische Instabilität und schwache Rechtssysteme. Auch eine stärkere Diversifizierung der Produktions- und Exportstrukturen würde dazu beitragen, die afrikanischen Volkswirtschaften für ausländische Direktinvestitionen attraktiver zu machen. Außerdem verhinderten die mangelnde finanzielle Tiefe und die geringe Größe der Märkte auch weiterhin die notwendige Mobilisierung ausländischen Kapitals und inländischer Ersparnis. Somit ist der Finanzsektor in Afrika verglichen mit den weiter fortgeschrittenen Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika klein geblieben. Nimmt man das Verhältnis der breit abgegrenzten Geldmenge zum BIP als Maß für die Tiefe des Finanzsystems, so verfügen nur Algerien, Kenia, Marokko, Mauritius, Südafrika und Tunesien über ein relativ gut entwickeltes System (Tabelle III.8). Zudem hat sich die Finanzintermediation – gemessen an der Kreditvergabe an den Privatsektor in Relation zum BIP – nur geringfügig ausgeweitet.

Strukturelle  
Hindernisse bei der  
Entwicklung des  
Finanzsektors

Die Schaffung eines gut funktionierenden Finanzsystems kann eine Schlüsselrolle dabei spielen, ausländische Investoren anzuziehen. Allerdings sieht sich Afrika in dieser Hinsicht noch mit verschiedenen strukturellen und politischen Problemen konfrontiert. Erstens kommt es angesichts der Wirtschaftsstruktur der meisten Länder (mit einem erheblichen Agraranteil und überwiegend eigenfinanzierten Investitionen) in der Regel nur in geringem Ausmaß zu Finanzintermediation. Zweitens haben große staatseigene Banken die Entwicklung eines effizienteren und wettbewerbsfähigeren Finanzsektors behindert. Drittens wurde in den afrikanischen Ländern bis Mitte der neunziger Jahre vorzugsweise der „reale“ Sektor durch Vorzugskredite für ausgewählte Aktivitäten unterstützt. In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre änderten sich die Strategien immer stärker zugunsten einer Liberalisierung der Finanzmärkte mit der Deregulierung der Zinsen, der Unabhängigkeit der Zentralbanken, der Zulassung neuer Banken und somit einer größeren Rolle der Finanzinstitute bei der Kapitalallokation. Bisher hatten diese Reformen jedoch erst relativ begrenzte Auswirkungen.

## Naher Osten

In Ägypten bessere  
Ergebnisse durch  
Reformen

Die Instabilität der Ölpreise im vergangenen Jahrzehnt drückte zweifellos auf das Wirtschaftswachstum und die Investitionstätigkeit im Nahen Osten. Allerdings gab es in den letzten Jahren Anzeichen einer Erholung, insbesondere in den Ländern, in denen eine Verlagerung hin zu einer stärker marktorientierten Wirtschaftspolitik zu beobachten war. So erreichte Ägypten nach der Einführung eines einheitlichen Wechselkurses zu Beginn der neunziger Jahre und der Umsetzung weitreichender Strukturreformen in den vergangenen fünf Jahren ein durchschnittliches Wachstum von rund 5%, während die Inflation im selben Zeitraum nach und nach auf 3% sank. Saudi-Arabien kündigte ebenfalls Maßnahmen an, um die Wirtschaft des Landes für ausländische Investitionen zu öffnen und eine Diversifizierung aus dem Öl heraus zu erreichen. Die Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Leistung im vergangenen Jahr ist jedoch in erster Linie auf die hohen Ölpreise zurückzuführen; diese trugen dazu bei, daß das

Haushaltsdefizit auf etwa 6% und das Leistungsbilanzdefizit auf 3% des BIP gesenkt werden konnten.

Die Wirtschaft in der *Türkei* war 1999 drei großen Schockeinflüssen ausgesetzt: dem Verlust wichtiger Exportmärkte, dem Abzug ausländischen Kapitals nach dem russischen Schuldenmoratorium von 1998 und dem Erdbeben im August, das der Wirtschaft enormen Schaden zufügte. In der ersten Hälfte des Jahres 1999 verstärkten die auf Eindämmung der Inflation ausgerichteten hohen Realzinssätze die rezessiven Tendenzen noch, und die reale Produktion ging um schätzungsweise 5% zurück. Auch in *Israel* war die Wirtschaftstätigkeit im ersten Halbjahr 1999 eher schwach. Allerdings schienen sich die Ankündigung haushaltspolitischer Sparmaßnahmen und ein Inflationsziel von 3–4% für die kommenden zwei Jahre in Verbindung mit der lebhafteren globalen Nachfrage positiv auf die Erwartungen und das Vertrauen auszuwirken, und in der zweiten Jahreshälfte stieg das durch die Exporte und den Verbrauch getriebene BIP-Wachstum auf eine Jahresrate von 5%. Darüber hinaus ging die Inflationsrate trotz der dynamischen Wirtschaftsentwicklung bis Ende des Jahres auf nur noch 1,3% zurück.

In der Türkei  
Produktions-  
schocks ...

... in Israel dagegen  
Aufschwung

## Mittel- und Osteuropa

### *Entwicklungen in Produktion und Außenhandel*

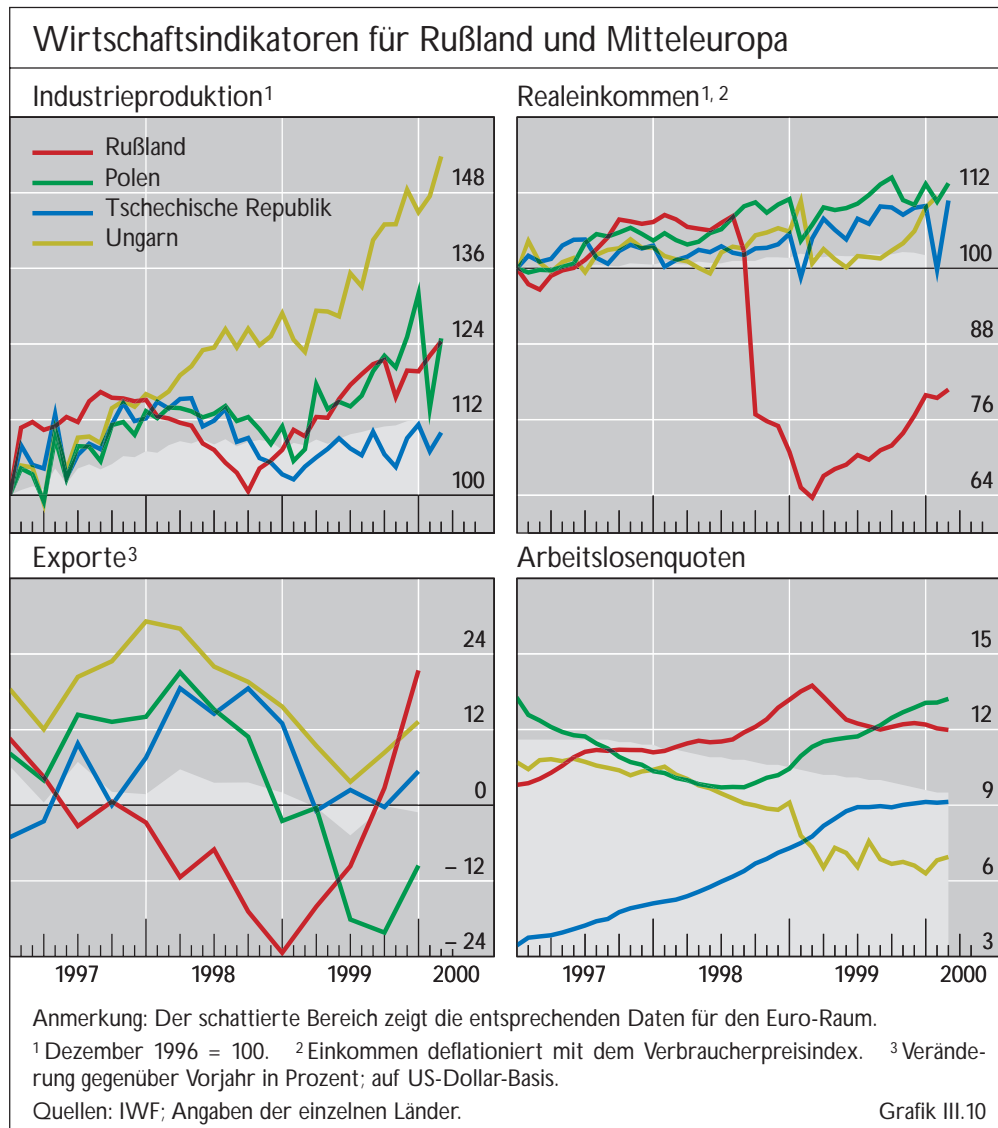
Während Rußland die Mitte 1998 ausgebrochene Finanzkrise schneller überwand als allgemein erwartet, wirkte sich diese in Verbindung mit den Konsequenzen des Kosovo-Krieges auf die Nachbarländer negativ aus. Mit Wachstumsraten von 4–4½% erholten sich die Volkswirtschaften Ungarns und Polens rasch vom Rückgang. In Ungarn wurde die Erholung in der Industrie durch die Elektronikbranche und ein starkes Exportwachstum angetrieben (Grafik III.10). Auch in Polen erwies sich die Industrieproduktion als wichtiger Motor, und das Wachstum der Realeinkommen, in Verbindung mit einer weiterhin lebhaften Kreditvergabe an die privaten Haushalte, unterstützte das Konsumwachstum.

In Polen und  
Ungarn rasche  
Erholung ...

Die Rezession in der Tschechischen Republik hatte bereits mit der Währungskrise des Jahres 1997 begonnen und wurde in der Folge durch finanzpolitische Sparmaßnahmen weiter verschärft. Die Arbeitslosigkeit nahm rasch zu, was dazu führte, daß sich sowohl die Nominallöhne als auch die Marktpreise in ihrer Entwicklung abschwächten oder sogar sanken. In den baltischen Staaten, die immer noch stark von Exporten nach Rußland abhängig waren, fiel das Wachstum um bis zu 4 Prozentpunkte. Rumänien hatte mit einer Vielzahl binnenwirtschaftlicher Probleme zu kämpfen und verzeichnete 1999 eine Verringerung der Wirtschaftstätigkeit um 4%, während die kroatische Wirtschaft einen Rückgang um 2% aufwies. Bulgarien dagegen schien von den Krisen der Nachbarländer relativ wenig betroffen zu sein und profitierte weiterhin von den Vorteilen seines Currency Board; so wuchs die Produktion um 2½%, die Inflation verringerte sich auf nur noch ¼%, und die Zinsen sanken. Gleichermäßen überraschend waren das solide Wachstum und die relativ stabilen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen in der Mehrzahl der GUS-Länder; vielen dieser Länder kamen die nur geringe importierte Inflation und die höheren Ölpreise zugute.

... in anderen  
Ländern dagegen  
Produktions-  
verluste ...

... nicht aber in  
Bulgarien und den  
GUS-Ländern

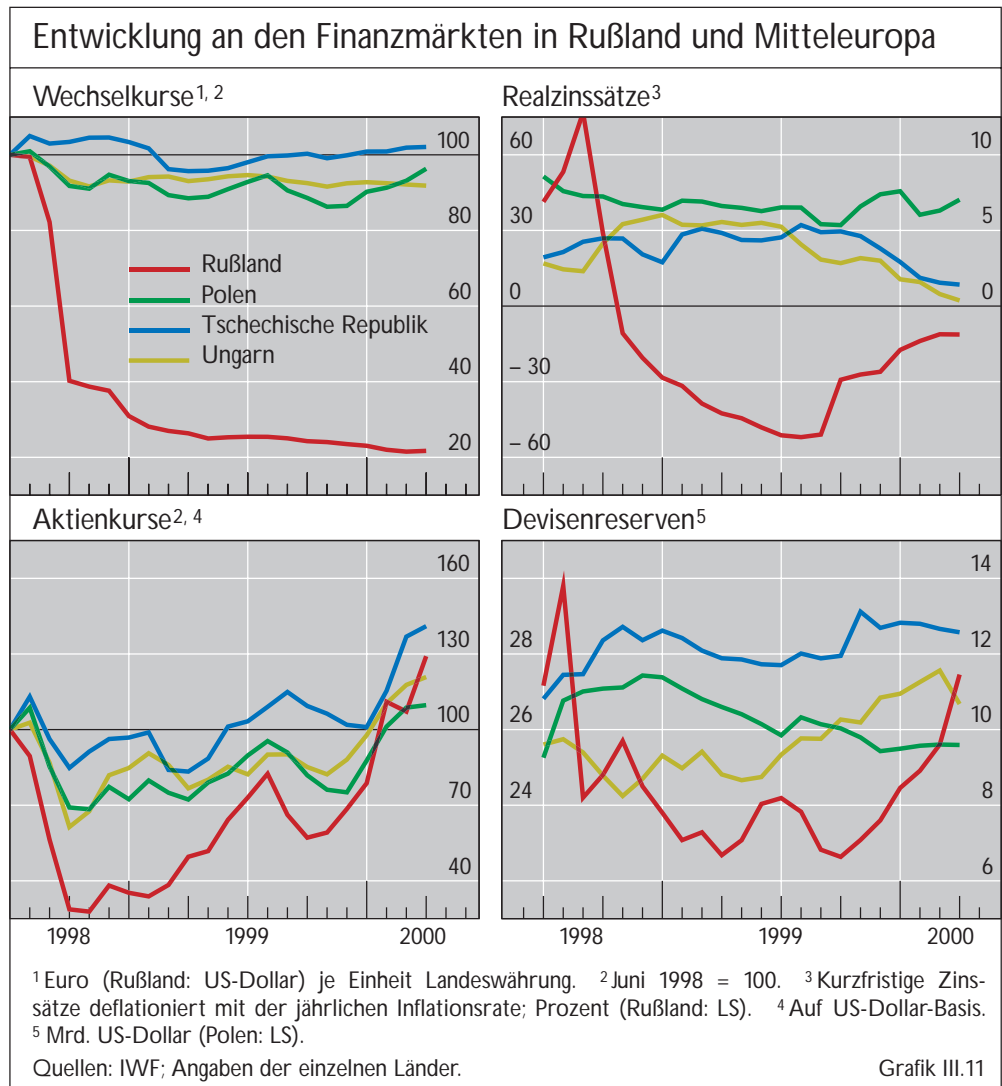


Uneinheitliche  
Entwicklung des  
Außenhandels

Bedingt durch Unterschiede in der Warenstruktur, der geographischen Zielrichtung der Exporte und im Wachstum der Binnennachfrage entwickelten sich der Außenhandel und die Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz im vergangenen Jahr recht uneinheitlich. Die Exporte Ungarns hatten sich bereits Mitte 1999 zu erholen begonnen, und das Leistungsbilanzdefizit des Landes ging zurück. Auch in der Tschechischen Republik verbesserte sich die Leistungsbilanz, was allerdings hauptsächlich durch eine schwache Importnachfrage bedingt war. Im Gegensatz dazu stieg das Leistungsbilanzdefizit in Polen aufgrund eines erheblichen Wettbewerbsverlusts an den Exportmärkten auf 8% in Relation zum BIP. Der Abwertungsdruck auf die Währungen war in der Region generell nicht so stark zu spüren wie im Zeitraum 1997/98; dies galt sogar für die baltischen Staaten, die Slowakische Republik und Kroatien, wo das Leistungsbilanzdefizit gemessen am BIP immer noch bei mindestens 6% lag (Grafik III.11).

Stabilisierung in  
Rußland

Die Wachstumserholung in *Rußland* im Jahr 1999 war vor allem auf günstige externe Entwicklungen zurückzuführen. Der deutliche Anstieg der Ölpreise sowie die durch die kräftige Abwertung vom August 1998 induzierten Importsubstitutionseffekte schlugen sich in einer Verschiebung des Saldos der



Handelsbilanz um \$ 17 Mrd. und einer Ausweitung des BIP um 3,2% nieder. Zudem trug eine Belebung im verarbeitenden Gewerbe dazu bei, den Anstieg der Arbeitslosigkeit zu stoppen. Weitere positive Entwicklungen waren die verbesserte Steuereintreibung sowie die Begrenzung des Inflationsdrucks, da die Ängste vor einer Hyperinflation nachließen und sich ein weniger volatiler Rubel/Dollar-Wechselkurs etablierte. Zur Eindämmung der Inflation mußte jedoch zum Teil in Kauf genommen werden, daß die Realeinkommen und die Einkommen der privaten Haushalte drastisch sanken. Ende 1998 lagen die Realeinkommen etwa ein Drittel unter dem Vorkrisenniveau, und nur ein Bruchteil dieses Verlustes konnte 1999 wieder wettgemacht werden.

#### *Inflation und neue geld- und währungspolitische Regime*

Obwohl sich die Inflation in Mitteleuropa aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums im ersten Halbjahr 1999 weiter verlangsamt hatte, begann sich der Abstand zwischen den Inflationsraten Mitteleuropas und denen des Euro-Raums erneut auszuweiten. In mehreren Ländern bestand die größte Bedrohung für die Preisstabilität darin, daß die Löhne rascher stiegen als die Produktivität, während in anderen hohe Abwertungen oder Liberalisierungsmaßnahmen die

Wachsender Abstand zur Inflation im Euro-Raum

wichtigsten preistreibenden Kräfte waren. Polen führte ab Anfang 1999 für die Umsetzung seiner Geldpolitik – teilweise als Reaktion auf diese Entwicklungen – eine Strategie mit Inflationsziel ein; in der Tschechischen Republik war dies bereits im Zuge der Währungskrise 1997 geschehen.

In Polen  
Festsetzung eines  
Inflationsziels ...

*Polen* hatte für den Anstieg des Verbraucherpreisindex bis Ende 1999 ursprünglich einen Zielkorridor von 8–8,5% festgesetzt, mit dem längerfristigen Ziel, die Inflationsrate bis zum Jahr 2003 auf unter 4% zurückzuführen. Im März 1999 wurde der Korridor gesenkt, aber die tatsächliche Rate lag mit 9,8% über dem angestrebten Ziel, was teilweise durch den Anstieg der Ölpreise, teilweise aber auch durch eine unerwartet starke Konsumnachfrage bedingt war. Die Zentralbank versuchte, den Inflationsdruck unter Kontrolle zu bekommen, indem sie die Notenbankzinsen um 3 Prozentpunkte an hob und weiterhin den Wechselkurs überwachte. Die bereits erhebliche Schwankungsbreite des Zloty wurde im März 1999 erneut vergrößert (von  $\pm 12,5\%$  auf  $\pm 15\%$ ), und in Übereinstimmung mit dem Übergang zu einer Strategie mit Inflationsziel beschlossen die Währungsbehörden im April dieses Jahres, den Wechselkurs des Zloty freizugeben. Anders als in Polen wurde in der *Tschechischen Republik* das gesetzte Ziel für die Kerninflationsrate sowohl 1998 als auch 1999 erheblich unterschritten. Die große Lücke zwischen der Kerninflationsrate (ohne Änderungen der indirekten Steuern und administrierten Preise) und der unbereinigten Rate geriet eine Zeitlang zur Gefahr für die Glaubwürdigkeit, da sich die Inflationserwartungen eher nach der letzteren zu richten schienen. Angesichts der Zielunterschreitung bei der Kerninflationsrate und des schwachen Wirtschaftswachstums wurden die Zinssätze im vergangenen Jahr jedoch mit breiter Zustimmung der Öffentlichkeit deutlich gesenkt.

... wie auch in der  
Tschechischen  
Republik

Herausforderungen  
für Strategien mit  
Inflationsziel in  
Volkswirtschaften  
im Übergang

Da die Volkswirtschaften Mitteleuropas, die eine Strategie mit Inflationsziel eingeführt haben, erst seit kurzer Zeit einem stärker marktorientierten Umfeld ausgesetzt sind, und bedingt durch den Übergangsprozeß selbst, stellten sich ihnen einige besondere Herausforderungen. Beispielsweise wurden Modellrechnungen für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie Schätzungen für die Auswirkungen großer Wechselkursbewegungen auf die Inflation und die Inflationserwartungen benötigt. Auch sind die Zeitreihen für die Produktion und die Produktivität relativ kurz, was die Berechnung der Produktionslücken erschwert. Zudem haben die meisten Volkswirtschaften im Übergang noch nicht alle administrierten Preise vollständig freigegeben. Die tschechische Regierung ist bestrebt, dies bis Ende 2002 zu erreichen, und ein solcher Schritt könnte die unbereinigte Inflation um bis zu 3 Prozentpunkte im Jahr erhöhen. Obwohl die Zentralbank ihre Zielvorgaben auf die Kerninflationsrate bezieht, könnte diese Entwicklung dennoch zu einer strafferen Geldpolitik führen, falls die Inflationserwartungen und die Lohnforderungen in der Folge steigen. Schließlich haben sich wohl die Konsumgewohnheiten noch nicht gefestigt, was die Gefahr potentieller Meßfehler in bezug auf die unbereinigte Inflationsrate wie auch die Kerninflationsrate birgt.

## IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

Das vergangene Jahr markierte einen Wendepunkt im Zinszyklus, da viele Zentralbanken angesichts eines aufkommenden Preisdrucks auf einen strafferen Kurs einschwenkten. In den drei wichtigsten Volkswirtschaften sah sich die Geldpolitik mit Unsicherheit unterschiedlichen Ursprungs konfrontiert. Die Zentralbanken hielten es außerdem für zunehmend wichtig, die Einschränkungen, die sich aus dieser Unsicherheit ergeben, bei der Gestaltung der Geldpolitik und der Kommunikation mit der Öffentlichkeit offen anzuerkennen. Ein Vorteil einer solchen Transparenz hinsichtlich der Schwierigkeiten bei der Durchführung der Geldpolitik besteht darin, daß sie es den geldpolitischen Entscheidungsträgern erleichtern kann, selbst im Falle einer Umkehr der Geldpolitik die Glaubwürdigkeit zu bewahren.

In den USA bestand Unsicherheit insbesondere hinsichtlich der Rate des Potentialwachstums und der Lage an den Finanzmärkten. Es mehrten sich die Anzeichen, daß das langfristige Produktivitätswachstum möglicherweise steigt, was die Einschätzung des Inflationsdrucks erschwert, und die Beschäftigung nahm weiterhin mit einer Geschwindigkeit zu, die zuvor als nicht tragfähig gegolten hatte. Während die Anhebungen des Zielsatzes für Tagesgeld Mitte 1999 zunächst weitgehend eine Rücknahme der Zinssenkungen nach der weltweiten Finanzmarktkrise des Jahres 1998 darstellten, kamen in den späteren Zinserhöhungen im Betrachtungszeitraum wachsende Befürchtungen zum Ausdruck, daß ein Nachfrageüberschuß den Inflationsdruck verstärken könnte. Wie in den letzten Jahren mußte sich die Federal Reserve weiter mit der Frage auseinandersetzen, wie die Preise von Vermögenswerten am besten in die geldpolitischen Überlegungen miteinzubeziehen waren. Insbesondere verzeichneten die Aktienmärkte weiterhin starke Gewinne, deren Auswirkungen auf den Verbrauch unsicher waren. Daß die Geldpolitik mögliche Reaktionen der Finanzmärkte mitberücksichtigen mußte, zeigte sich um so deutlicher, als der Offenmarktausschuß (FOMC) begann, die Tendenzaussage („bias“) in bezug auf seine geldpolitische Haltung unmittelbar nach der jeweiligen Sitzung zu veröffentlichen.

Auch in Japan war Unsicherheit ein vorrangiges Thema. Die zentrale Frage bestand darin, ob die bereits ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen ausreichen würden, um zu verhindern, daß die tiefe Rezession zu deflationären Tendenzen führte, und – falls dies nicht der Fall wäre – welche weiteren Schritte zur Ankurbelung der Wirtschaft angesichts der praktisch bei null liegenden nominalen Notenbankzinsen unternommen werden könnten. Nachdem das reale BIP seit dem vierten Quartal 1997 in fünf aufeinanderfolgenden Quartalen zurückgegangen war und die Verbraucherpreise in der zweiten Jahreshälfte 1998 erstmals seit drei Jahren gesunken waren, war die japanische Wirtschaft zu Jahresbeginn 1999 durch eine erhebliche Verlangsamung gekennzeichnet. Letztlich



verbesserte sich die Wirtschafts- und Finanzmarktlage etwas, aber Anzeichen einer selbsttragenden wirtschaftlichen Erholung gab es kaum.

Die Erfahrung des Eurosystems vom letzten Jahr zeigte die geldpolitischen Probleme auf, die entstehen, wenn ein neues und sich rasch änderndes Wirtschafts- und Finanzumfeld sowohl auf die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik als auch auf die Einschätzung der Wechselkursentwicklung einwirkt. Das Eurosystem führte die Geldpolitik im wesentlichen so pragmatisch durch, wie es angekündigt hatte. Es vermied angesichts der Unsicherheit des Transmissionsmechanismus den Versuch einer Feinsteuerung und verließ sich nur dann auf das M3-Wachstum als geldpolitischen Indikator, wenn davon ausgegangen wurde, daß dessen Informationsgehalt nicht durch temporäre Faktoren beeinflusst wurde. Während die Zinsbeschlüsse des Eurosystems in der Öffentlichkeit allgemein gut aufgenommen wurden, wurde Kritik an seiner Informationspolitik geübt. Diese wurde von einigen Beobachtern als nicht ausreichend transparent angesehen, obwohl das Eurosystem von Anfang an großen Wert auf Klarheit und Offenheit gelegt hatte.

Wie in den USA und im Euro-Gebiet wurde im weiteren Jahresverlauf auch in allen Ländern, die ein Inflationsziel verfolgten, die Geldpolitik gestrafft. Im allgemeinen löste das Zusammenwirken einer deutlich lebhafteren Binnennachfrage, eines höheren weltwirtschaftlichen Wachstums sowie steigender Ölpreise Preisanstiege auf breiterer Basis aus und führte zur Korrektur der mittelfristigen Inflationsprognosen nach oben, so daß die Anhebung der kurzfristigen Zinsen gerechtfertigt war.

## USA

Unsicherheit über Produktivitätswachstum und Preise von Vermögenswerten

Bei der Entscheidungsfindung der Federal Reserve im vergangenen Jahr standen zwei Problemkreise im Vordergrund. Der erste bezog sich auf das Verhalten des Produktivitätswachstums und den angespannten Arbeitsmarkt sowie auf die Einschätzung der Auswirkungen dieser beiden Faktoren auf die Inflationsaussichten. Der zweite betraf die Lage an den Finanzmärkten, insbesondere die Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und Preisen von Vermögenswerten. Beide Fragenkomplexe stellten für die Entscheidungsträger eine Quelle der Unsicherheit dar. Das Produktivitätswachstum lag in den letzten Jahren zeitweise höher als in den siebziger und achtziger Jahren, was darauf hindeutet, daß sich die Produktionskapazität der Wirtschaft möglicherweise dauerhaft erhöht hat. Allerdings bleibt es schwierig, während einer weit fortgeschrittenen Phase des Aufschwungs einen Bruch im Trend des Produktivitätswachstums mit Sicherheit zu erkennen. Eine ähnlich große Herausforderung und eng damit verbunden ist das Herausfiltern der Auswirkungen der Geldpolitik auf die Preise von Vermögenswerten sowie von deren Effekten auf den Verbrauch, das Wirtschaftswachstum und die gemessene Produktivität.

Parallelen und Unterschiede zu früheren Erfahrungen in Japan

In diesem Zusammenhang könnte es aufschlußreich sein, die Erfahrungen Japans in den achtziger Jahren zu betrachten. Damals verzeichnete Japan mehrere Jahre lang eine niedrige Inflation und ein starkes Wirtschaftswachstum, was es den geldpolitischen Entscheidungsträgern erschwerte, die Trend- und die Konjunkturentwicklung voneinander zu unterscheiden. Außerdem fanden diese

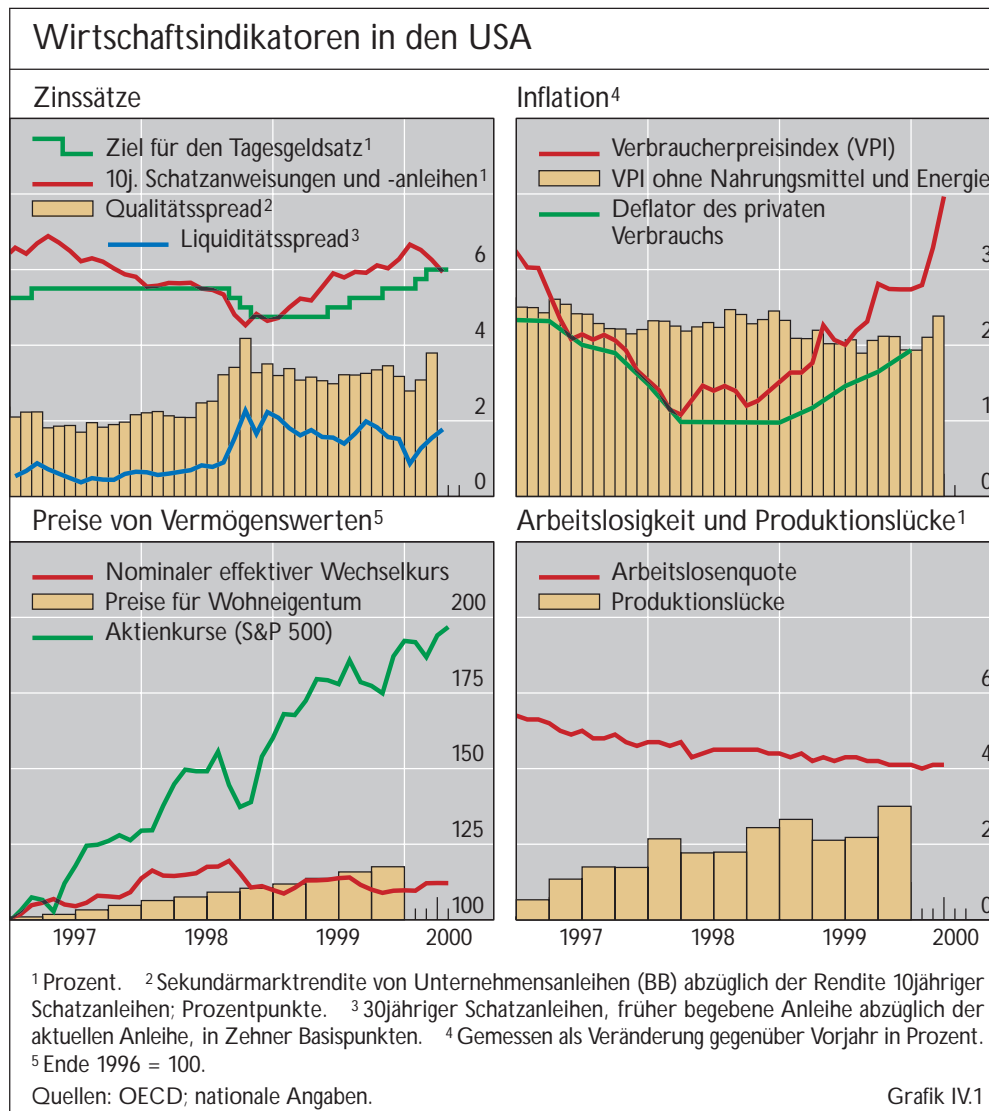
Entwicklungen vor dem Hintergrund einer Yen-Aufwertung, hoher Investitionszuwächse und einer Beschleunigung des Produktivitätswachstums sowie eines starken Anstiegs der Aktienkurse und der Immobilienpreise statt. Die Bank of Japan stand dabei vor der Frage, ob es notwendig sei, die Geldpolitik zu straffen, und – wenn ja – wie angesichts der günstigen Inflation und des weiterhin hohen Produktivitätswachstums die öffentliche Unterstützung dafür gewonnen werden könnte. Außerdem war damals wie heute wenig darüber bekannt, wie rasch steigende Preise von Vermögenswerten auf eine straffere Geldpolitik reagieren. Diese Situation scheint der jüngsten Erfahrung in den USA ähnlich zu sein. In wichtigen Punkten ist die Lage dort aber offenbar stabiler, weil die Immobilienpreise in weit geringerem Maße gestiegen sind und der Bankensektor viel solider erscheint. Aber im Unterschied zu Japan damals sind die USA ein Nettoauslandsschuldner mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit. Daher bleibt es schwierig, die bestehenden Risiken abzuschätzen.

Zu Beginn der Beobachtungsperiode spielten Finanzmarktüberlegungen in der geldpolitischen Entscheidungsfindung eine vorherrschende Rolle. Um ihren Einfluß zu verstehen, ist es hilfreich, sich die Ereignisse gegen Ende des Jahres 1998 ins Gedächtnis zu rufen. Damals hatte eine Serie internationaler Finanzkrisen mit Auswirkungen auf die US-Wirtschaft die Federal Reserve veranlaßt, die Zinsen dreimal zu senken. Es wurde befürchtet, daß Krediteinschränkungen auf breiter Front die Aktivität an den Finanzmärkten zum Erliegen bringen und so zu einer Rezession führen könnten. Symptomatisch für die Turbulenzen an den Finanzmärkten war eine starke Ausweitung der Spanne zwischen früher begebenen und aktuellen 30jährigen Schatzanleihen sowie zwischen Unternehmenstiteln mit niedrigerem Rating und 10jährigen Schatzanleihen. Bis Mitte 1999 hatten sich diese Befürchtungen allerdings etwas zerstreut, da die Finanzmärkte wieder normal zu funktionieren schienen. Im Mittelpunkt der Geldpolitik stand dann die rechtzeitige Rücknahme der Senkungen des Zielwerts für den Tagesgeldsatz, entsprechend den stabileren Finanzmarktbedingungen.

Nachdem diese Umkehr bereits im Gange war, wurde im weiteren Jahresverlauf mehr Gewicht darauf gelegt, einen Inflationsschub und ein jähes Ende des wirtschaftlichen Aufschwungs zu vermeiden. Unabhängig davon, ob sich die Vermögensgewinne an den Aktienmärkten als dauerhaft oder vorübergehend erweisen würden, ging die Federal Reserve davon aus, daß sie inflationäre Effekte haben würden, indem sie die laufende Binnennachfrage über das gesamtwirtschaftliche Angebot heben würden. Das Zusammenspiel einer rückläufigen Sparquote der privaten Haushalte und hoher Aktienkurse deutete darauf hin, daß die Kapitalgewinne den Verbrauch anheizten, der in einer fortgeschrittenen Phase des Aufschwungs zur treibenden Kraft des Wachstums wurde. Die Federal Reserve sah sich somit einer Situation gegenüber, in der ein Anstieg der Inflation erwartet wurde, wenn nichts zu ihrer Eindämmung unternommen würde, es aber zu einer harten Landung kommen könnte, wenn die Geldpolitik zu aggressiv vorginge und die Aktienkurse stark beeinträchtigt würden. Die Wahrscheinlichkeit eines erheblichen Kursrückgangs am Aktienmarkt hing wohl zum Teil davon ab, ob steigende Aktienkurse das Entstehen einer Blase widerspiegeln oder durch eine dauerhafte Zunahme des Produktivitätswachstums gerechtfertigt waren. Im letzteren Fall müßte sich die

Stabilisierung  
der Märkte für  
Schuldtitel ...

... und allmählich  
straffere  
Geldpolitik



Federal Reserve weniger um einen Preisverfall bei Vermögenswerten sorgen und könnte einem inflationären Druck mit einer energischeren Straffung der Geldpolitik begegnen.

Weiterhin hohes Produktivitätswachstum, aber angespannter Arbeitsmarkt

Auch die üblichen ökonomischen Indikatoren lieferten das ganze Jahr über widersprüchliche Signale und erschwerten damit die Durchführung der Geldpolitik. Neun Jahre nach Beginn des Aufschwungs, bei einem realen BIP, das mit einer Rate von über 4% wuchs und um mehr als 2% über dem auf traditionelle Weise geschätzten Produktionspotential lag, sowie einer Arbeitslosenquote, die einen 30jährigen Tiefstand erreichte, wuchs die Befürchtung, daß sich ein unterschwelliger Inflationsdruck in der US-Wirtschaft aufbaute. Das steigende Leistungsbilanzdefizit zeigte deutlich, daß die Binnennachfrage das gesamtwirtschaftliche Angebot überstieg. Außerdem entfielen zwei wesentliche Faktoren, die in den vergangenen Jahren zur günstigen Inflationsentwicklung beigetragen hatten, nämlich ein aufwertender US-Dollar und sinkende Ölpreise am Weltmarkt. Im Gegensatz dazu lag das Produktivitätswachstum weiter über den Erwartungen, und die Lohnstückkosten blieben niedrig und waren im späteren Jahresverlauf 1999 sogar rückläufig. Die Möglichkeit, daß es zu einem Bruch im

Produktivitätstrend gekommen war, war plausibler geworden. Außerdem war der Aufschwung in nicht geringem Maße durch beträchtliche Investitionen in Umstrukturierungen und fortschrittliche Technologien unterstützt worden, was den Blickwinkel einer „New Economy“ noch glaubwürdiger erscheinen ließ. Wenngleich die wirtschaftlichen Schlüsselindikatoren widersprüchliche Signale über die zukünftigen Inflationsentwicklungen aussandten, wurde es doch zunehmend wahrscheinlicher, daß eine weitere Verschärfung der Geldpolitik erforderlich war. Nachdem der Zielwert für den Tagesgeldsatz im November 1999 wieder 5,5% erreicht hatte, erhöhte das FOMC die Notenbanksätze Anfang 2000 weiter.

#### *Preise von Vermögenswerten, Finanzstabilität und Geldpolitik*

Die Beurteilung der Rolle der Preise von Vermögenswerten bei der Umsetzung der Geldpolitik wirft eine Reihe von Fragen auf. Eine strategisch wichtige Frage ist, ob die Preise von Vermögenswerten ein eigenes Ziel der Geldpolitik sein sollten. In vielen Ländern sind die Zentralbanken mit der Förderung der Finanzstabilität beauftragt. Da Preiszyklen bei Vermögenswerten Zusammenbrüche im gesamten Bankensystem auslösen können und zusammen mit Kreditzyklen häufig einem steilen wirtschaftlichen Abschwung vorangehen, wird bisweilen die Ansicht vertreten, daß es sinnvoll sein könnte, Finanzmarktvariablen direkt als Zielgröße zu verwenden. Aber anders als bei einem Inflationsziel ist es schwierig, Finanzstabilität zu quantifizieren, und daher ist auch nicht leicht zu erkennen, wenn Preise von Vermögenswerten diese Stabilität gefährden. Überdies ist angesichts der großen Auswahl natürlich schwierig zu entscheiden, der Preis welches Vermögenswerts das Ziel darstellen soll, und dann die Höhe des Zielwerts zu bestimmen. Grundsätzlich betrachtet würde es eine solche Geldpolitik außerdem wohl mit sich bringen, daß das traditionellere Ziel der Verbraucherpreisstabilität weniger energisch verfolgt würde.

Unabhängig davon, inwieweit es bisweilen zugelassen werden könnte, daß Preise von Vermögenswerten die Verfolgung der traditionellen Ziele der Geldpolitik einschränken, ist ihr Effekt auf diese Ziele für die geldpolitischen Entscheidungsträger natürlich von Interesse. Es verbleiben jedoch viele praktische Fragen darüber, wie die Geldpolitik auf Preisschwankungen bei Vermögenswerten reagieren sollte. Erstens ist beispielsweise nicht sicher, ob die Geldpolitik auf Preisänderungen bei Vermögenswerten reagieren kann, ohne zumindest Stellung dazu zu beziehen, ob die Preise im Vergleich zu einem angemessenen Niveau zu hoch oder zu niedrig sind. Zweitens gibt es beträchtliche Unsicherheiten über die Rolle der Preise von Vermögenswerten im monetären Transmissionsmechanismus, was ihre Nützlichkeit bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung einschränkt. So ist z.B. weder über den Zeitrahmen noch über das Ausmaß der Wirkungen von Änderungen in der Geldpolitik auf die Preise von Vermögenswerten viel bekannt.

Daß die Wirkung der Geldpolitik auf die Preise von Vermögenswerten unsicher ist, gilt sowohl bei einer Lockerung als auch bei einem Anziehen der Geldpolitik. Bei einer Lockerung kann die Zufuhr von Liquidität in Zeiten offensichtlicher Anspannungen an den Finanzmärkten zu „moral hazard“ beitragen und zukünftigen Situationen Vorschub leisten, in denen die Märkte noch größeren Belastungen ausgesetzt sind. Solche Maßnahmen könnten sogar hohe Preise an

Rolle der Preise von Vermögenswerten unklar

Mögliche Gefahren bei der Reaktion auf Preise von Vermögenswerten

anderen dynamischen Finanzmärkten ungewollt bestätigen. Die Zinssenkungen der Federal Reserve im späteren Jahresverlauf 1998, die notwendig waren, um die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere zu stabilisieren, dürften gleichzeitig den Aktienmarkt zum Kursaufschwung motiviert haben. Hinsichtlich einer geldpolitischen Straffung könnte die japanische Erfahrung der achtziger Jahre vermuten lassen, daß ein frühzeitiges Anziehen der Geldpolitik auf jeden Fall die Preise von Vermögenswerten bremsen und die Entwicklung einer Blase hemmen würde. In der Praxis jedoch könnte eine leicht straffere Geldpolitik statt dessen das Vertrauen des Marktes in die Tragfähigkeit des wirtschaftlichen Aufschwungs stärken, indem es die Entschlossenheit der Zentralbank bei der Inflationsbekämpfung demonstriert. Dies könnte die beabsichtigten Konsequenzen der geldpolitischen Maßnahmen zunichte machen. Es dürfte daher schwierig sein, Preisblasen von Vermögenswerten behutsam zurückzuführen. Die Geldpolitik kann auftretende Blasen wohl tatsächlich nur mit Hilfe einer deutlich restriktiven Geldpolitik beseitigen. Abgesehen von anderen Überlegungen bezüglich der Steuerung der Preise von Vermögenswerten werden die Verantwortlichen eine natürliche Aversion gegenüber einer solchen Politik hegen, wenn über das Bestehen einer Preisblase keine Gewißheit herrscht. Da hier erst dann Gewißheit bestehen dürfte, wenn der Zyklus recht weit vorangeschritten ist, könnte es zu diesem Zeitpunkt für die Geldpolitik bereits zu spät sein, die Wirtschaft vor den Konsequenzen einer Preisanpassung bei Vermögenswerten abzuschirmen.

#### *Bekanntgabe des „bias“*

Die Notwendigkeit, die Wechselwirkung zwischen der Einschätzung an den Finanzmärkten und der Geldpolitik zu berücksichtigen, wurde im vergangenen Jahr auch durch die Entscheidung der Federal Reserve hervorgehoben, die Tendenzaussage („bias“) in bezug auf ihre geldpolitische Haltung unmittelbar nach den FOMC-Sitzungen bekanntzugeben. Vor Mai 1999 wurde der Öffentlichkeit diese Tendenzaussage erst dann offengelegt, wenn das FOMC-Sitzungsprotokoll veröffentlicht wurde. Das neue Verfahren spiegelt eine noch größere Bereitschaft der Federal Reserve zur Transparenz bei ihrer Vorgehensweise wider.

Unklare Rolle  
des „bias“

Von Beginn an war der Öffentlichkeit die Bedeutung des „bias“ nie ganz klar gewesen. Eine Interpretation ist, daß er es erleichterte, unter den Mitgliedern des FOMC eine Einigung über den Zielwert für den Tagesgeldsatz herbeizuführen, indem er die Möglichkeit bot, abweichende Standpunkte zum Ausdruck zu bringen. Eine zweite Deutung ist, daß er den Vorsitzenden des Ausschusses ermächtigte, zwischen den Sitzungen nach seinem Ermessen Änderungen der Geldpolitik in die Wege zu leiten. Eine dritte Auslegung ist, daß er die Richtung der tatsächlich erwarteten zukünftigen Änderungen des Zielsatzes für Tagesgeld andeutete. Trotz dieses Mangels an Klarheit zeigt eine Betrachtung der Entwicklung des Satzes für Tagesgeldfutures im Umfeld von FOMC-Sitzungen seit Mai 1999, daß die Märkte weder überrascht waren noch besonders ausgeprägt reagierten, wenn der „bias“ zusammen mit der geldpolitischen Grundhaltung bekanntgegeben wurde. Das Verhalten der Anleihemärkte wurde durch die Bekanntgabe des „bias“ offenbar ebenfalls nicht beeinflusst, doch schien sie kurzzeitige Reaktionen an den Aktienmärkten hervorzurufen. Um jede mögliche

Verwirrung zu vermeiden, revidierte die Federal Reserve ihr Publizitätsverfahren im Februar 2000 nochmals und erläuterte den Zweck des „bias“: Er soll die gemeinsame Einschätzung des FOMC vermitteln, was die Unsicherheiten in bezug auf das künftige Wirtschaftswachstum und die Inflationsaussichten betrifft, und zwar für einen zeitlichen Horizont, der über die nächste FOMC-Sitzung hinausgeht.

## Japan

Bei gleichbleibenden bzw. leicht rückläufigen Verbraucherpreisen und einer großen und wachsenden Produktionslücke war die Geldpolitik in Japan im vergangenen Jahr besonders darauf ausgerichtet, die Entwicklung weiterer deflationärer Tendenzen in der Wirtschaft zu verhindern.

Da der Tagesgeldsatz bereits im März 1999 praktisch auf null gesenkt worden war, war eine weitere Lockerung der Geldpolitik über den traditionellen Zinskanal nicht möglich. Nach dem starken Anstieg der langfristigen Zinsen gegen Ende 1998 und Anfang 1999, der eine Reaktion auf angekündigte fiskalpolitische Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft unter dem gleichzeitigen Eindruck einer verringerten Nachfrage des öffentlichen Sektors nach langfristigen Staatsanleihen darstellte, gab die Bank of Japan im April ihre Absicht bekannt, die kurzfristigen Zinsen so lange bei null zu belassen, bis die Bedenken hinsichtlich einer Deflation abgeklungen sein würden. Damit sollte Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen ausgeübt werden, und die Folge war ein Rückgang der 10-Jahres-Renditen im Verlauf des Frühjahrs. Anzeichen sich verbessernder Wirtschaftsaussichten im weiteren Jahresverlauf weckten im Sommer die Vermutung, daß die Nullzinspolitik aufgegeben werden könnte, und lösten einen Anstieg der Renditen langfristiger Anleihen auf knapp 2% aus. Beunruhigender war, daß der Yen plötzlich aufzuwerten begann, wodurch die Wirtschaftstätigkeit gedämpft wurde. Erst als sich gegen Jahresende die Einschätzung durchzusetzen schien, daß die Wirtschaftslage schwächer war als ursprünglich angenommen, kehrte sich die Währungsaufwertung teilweise wieder um.

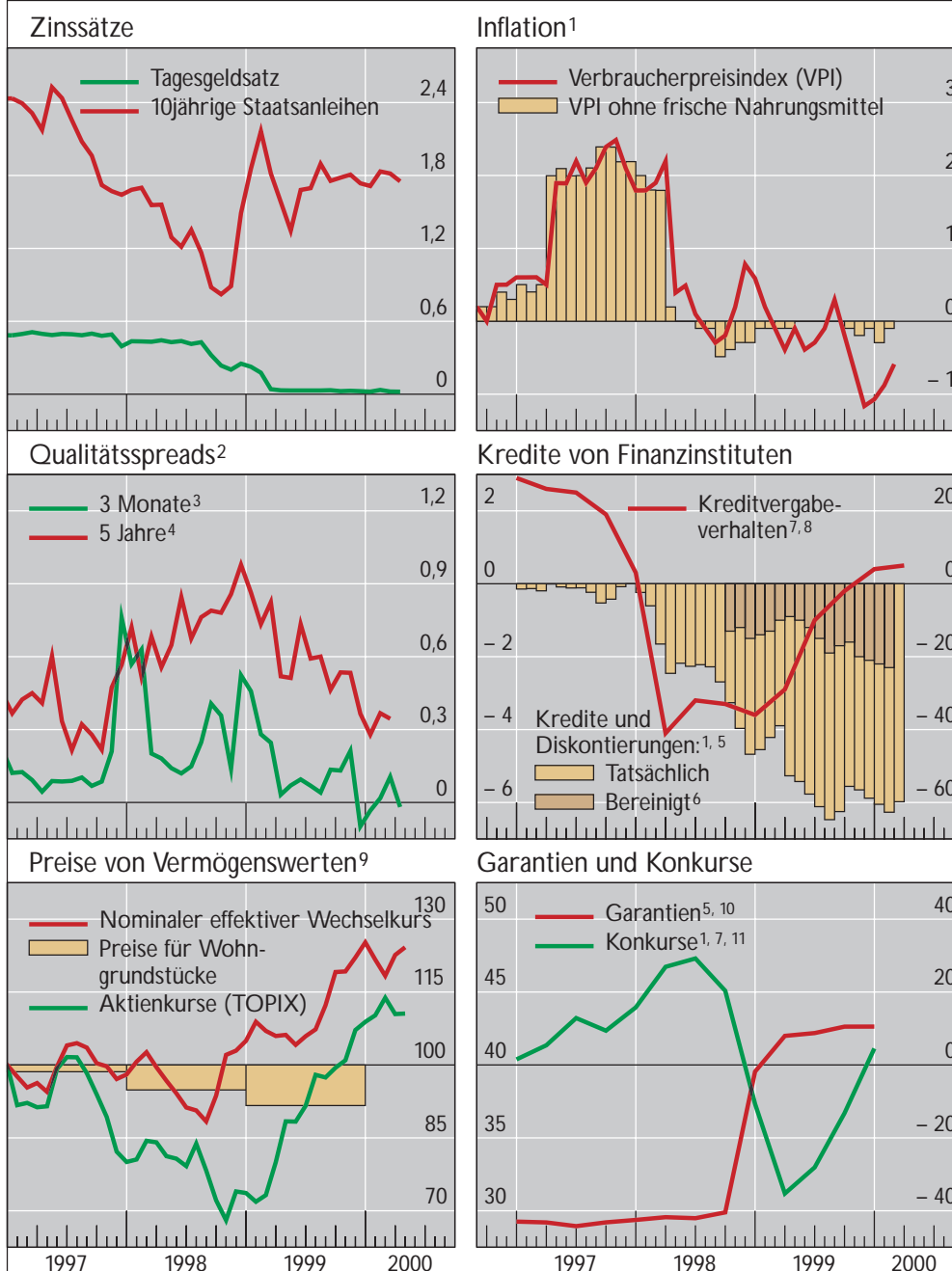
Während die Fiskalpolitik bei der Stärkung der Konjunktur von zentraler Bedeutung blieb, mehrten sich auch die Anzeichen, daß die im Jahr zuvor unternommenen Schritte zur Stabilisierung des Finanzsystems zu greifen begonnen hatten. Die Übernahme von Kreditgarantien, die Kreditausweitung öffentlicher Finanzinstitute, die Schließung zahlungsunfähiger Finanzinstitute und die Rekapitalisierung mehrerer großer Banken sollten allesamt das Kreditwachstum und das Vertrauen in der Öffentlichkeit stützen. Die Verringerung der Risikoprämien im Bankensektor, die positivere Einschätzung der Bereitschaft zur Kreditvergabe und die höheren Aktienkurse waren willkommene Hinweise darauf, daß die Solidität des Finanzsystems tatsächlich günstiger eingeschätzt wurde. Trotz dieses Meinungsumschwungs gab es jedoch kaum einen sichtbaren Beweis dafür, daß sich die grundlegenden Finanzbedingungen deutlich verbessert hätten. Die Kreditvergabe der Banken ging beispielsweise weiter zurück, was das Zusammenwirken einer schwachen Kreditnachfrage von größeren Schuldnern und Vorbehalten der Kreditgeber insbesondere gegenüber der Finanzlage kleinerer Kreditnehmer widerspiegelte.

Nullzinspolitik ...

... aufrechterhalten

Besorgnis über  
Finanzinstitute  
geringer

## Wirtschaftsindikatoren in Japan



<sup>1</sup> Gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>2</sup> Prozentpunkte. <sup>3</sup> Tägliches Geld (unbesichert) abzüglich Schatzwechsel. <sup>4</sup> Bankschuldverschreibungen abzüglich Staatsanleihen. <sup>5</sup> Linke Skala. <sup>6</sup> Unter anderem um Verbriefungen, Kreditwertberichtigungen und Wechselkursänderungen. <sup>7</sup> Rechte Skala. <sup>8</sup> Differenz zwischen positiven und negativen Antworten aus der Sicht der Wirtschaftsunternehmen in Prozentpunkten. <sup>9</sup> Ende 1996 = 100. <sup>10</sup> Ausstehende Garantieverpflichtungen (Bio. Yen). <sup>11</sup> Anzahl Unternehmenskonkurse.

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

Grafik IV.2

Durch die Senkung des Tagesgeldsatzes auf null richtete die Bank of Japan ihr wichtigstes geldpolitisches Instrument gänzlich auf die Unterstützung der Wirtschaft aus. Es blieb äußerst unsicher, inwieweit zusätzliche und unübliche Maßnahmen zur weiteren Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen eingesetzt werden könnten. Manche Beobachter, so auch die Bank of Japan

selbst, argumentierten, daß weitere Bemühungen zur Ausweitung der Geldbasis, ob durch Geldmarktgeschäfte oder nichtsterilisierte Devisenmarktinterventionen, unwirksam sein würden, weil die Finanzinstitute jegliche zusätzliche Liquidität bei der Zentralbank anlegen würden. Es hieß sogar, daß solche Maßnahmen eine gegenteilige Wirkung haben könnten, wenn sie die Unabhängigkeit der Bank of Japan in Frage stellten und zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führten. Es wurde jedoch auch geäußert, daß Erhöhungen der Geldbasis die Finanzinstitute veranlassen könnten, höher rentierende Vermögenswerte, einschließlich Unternehmensschuldverschreibungen und längerfristige Staatsanleihen, zu erwerben, wodurch möglicherweise deren Renditen gesenkt werden könnten und das gesamtwirtschaftliche Wachstum belebt werden könnte. Außerdem wurde vorgebracht, daß die Bank of Japan ihre Tätigkeit auf längerfristige Fälligkeiten ausdehnen oder sogar direkt in einer breiteren Palette von Geschäften tätig werden könnte. Dies jedoch würde wichtige Fragen hinsichtlich der Qualität von Vermögenswerten und der angemessenen Höhe des Zinsänderungsrisikos aufwerfen, mit möglichen Auswirkungen auf die Unabhängigkeit der Bank of Japan im Falle großer Verluste.

Auch ob die Bekanntgabe eines expliziten Inflationsziels helfen könnte, die Inflationserwartungen in Japan nach oben zu lenken und die erwarteten realen Zinssätze unter null zu drücken, war im vergangenen Jahr Gegenstand der öffentlichen Diskussion. Die Bank of Japan stellte zwei Formen von Vorschlägen zur Einführung eines Inflationsziels in Japan fest. Einige Beobachter hatten angeregt, einen numerischen Zielwert vorzugeben, der deutlich oberhalb des Bereichs der Preisstabilität liegen würde. Unter Berücksichtigung der Kosten der Inflation, der Schwierigkeiten, einen Inflationsschub unter Kontrolle zu bringen, und der Tatsache, daß die Wirtschaft bereits einige Anzeichen der Erholung aufwies, befürwortete die Zentralbank diese Option nicht. Andere Kommentatoren hatten sich dafür ausgesprochen, daß die Zentralbank eine eher traditionelle Inflationszielstrategie einsetzen sollte. Die Zentralbank war der Auffassung, daß dieser Vorschlag auch weiterreichende Fragen aufwarf, wie die Transparenz und die Verantwortlichkeit der Geldpolitik erhöht werden könnten, und kündigte an, die verschiedenen Aspekte im einzelnen zu prüfen. Kein Land hat bisher ein Inflationsziel eingeführt, um die Inflation zu erhöhen, so daß sich die japanische Situation grundlegend von der anderer Länder unterscheidet. Die Einführung eines Inflationsziels in der derzeitigen Situation könnte darüber hinaus Probleme der Glaubwürdigkeit entstehen lassen, da die Öffentlichkeit möglicherweise nicht leicht davon zu überzeugen wäre, daß die Zentralbank über ein ausreichendes Instrumentarium verfügt, um die Inflationsrate in das Zielband zu heben, falls die Preise tatsächlich zu fallen beginnen würden.

Die jüngste Erfahrung Japans liefert eine seltene Gelegenheit, die Bedeutung der Tatsache einzuschätzen, daß die nominalen Zinssätze nicht unter die Nullzinsgrenze fallen können. Manche Beobachter argumentieren, daß es wegen der Nullzinsgrenze nicht angebracht wäre, die Geldpolitik auf die Erreichung eines Inflationsniveaus von null auszurichten. Dann nämlich wäre es sehr schwierig, die Realzinssätze unter null zu senken, falls dies aus konjunkturellen Gründen notwendig sein sollte. Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt jedoch, daß diese Schlußfolgerung in Zweifel gezogen werden kann. Ein Grund dafür ist, daß die

Erwägung eines  
Inflationsziels

Nullzinsgrenze



kurzfristigen Realzinsen nur selten negativ waren, was darauf hindeutet, daß die Zentralbanken nicht oft den Bedarf sahen, die Wirtschaft auf diese Weise zu stimulieren. Auch sahen sich Zentralbanken praktisch nie gezwungen, die nominalen Zinssätze in die Nähe von null zu senken. Die historischen Perioden, in denen die Nominalzinsen bei null lagen, beschränkten sich tatsächlich im wesentlichen auf die USA in den späten dreißiger Jahren und auf Japan im letzten Jahr, beides Phasen, in denen massive Erschütterungen im Finanzsektor stark kontraktiv auf die Wirtschaft wirkten. Sie werfen daher wohl eher ein Schlaglicht auf die Bedeutung der Bewahrung eines soliden Finanzsystems, als daß sie einen eindeutigen Beweis dafür lieferten, daß eine angestrebte Inflation von null zwangsläufig mit einer schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung einhergehen würde.

## Euro-Raum

Unsicheres Umfeld

Das Eurosystem befand sich im ersten Jahr der Existenz des Euro in einem unsicheren Umfeld. Bedingt durch die weltweite Nachfrageschwäche nach den Wirtschaftskrisen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften hatte der wirtschaftliche Schwung im Euro-Raum 1998 stark nachgelassen. Mit einem schwindenden Vertrauen, einem rückläufigen realen Wachstum, einem sinkenden Anstieg der Verbraucherpreise und fallenden Erzeugerpreisen in der Industrie waren die Rahmenbedingungen zu Beginn des Jahres 1999 schwach und gaben Anlaß zu der Sorge, daß sich ein deflationärer Druck aufbauen könnte. Während die Wirtschaftslage auf die Notwendigkeit einer geldpolitischen Lockerung hindeutete, führte der politische Druck auf das Eurosystem, die Zinsen zu senken, zu einer Situation, in der ein solcher zinspolitischer Schritt seiner Glaubwürdigkeit hätte schaden können. Letztlich senkte das Eurosystem im April 1999 die Notenbankzinsen um 50 Basispunkte auf 2,5%, um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen.

Unterschiedliche Signale der zwei Säulen

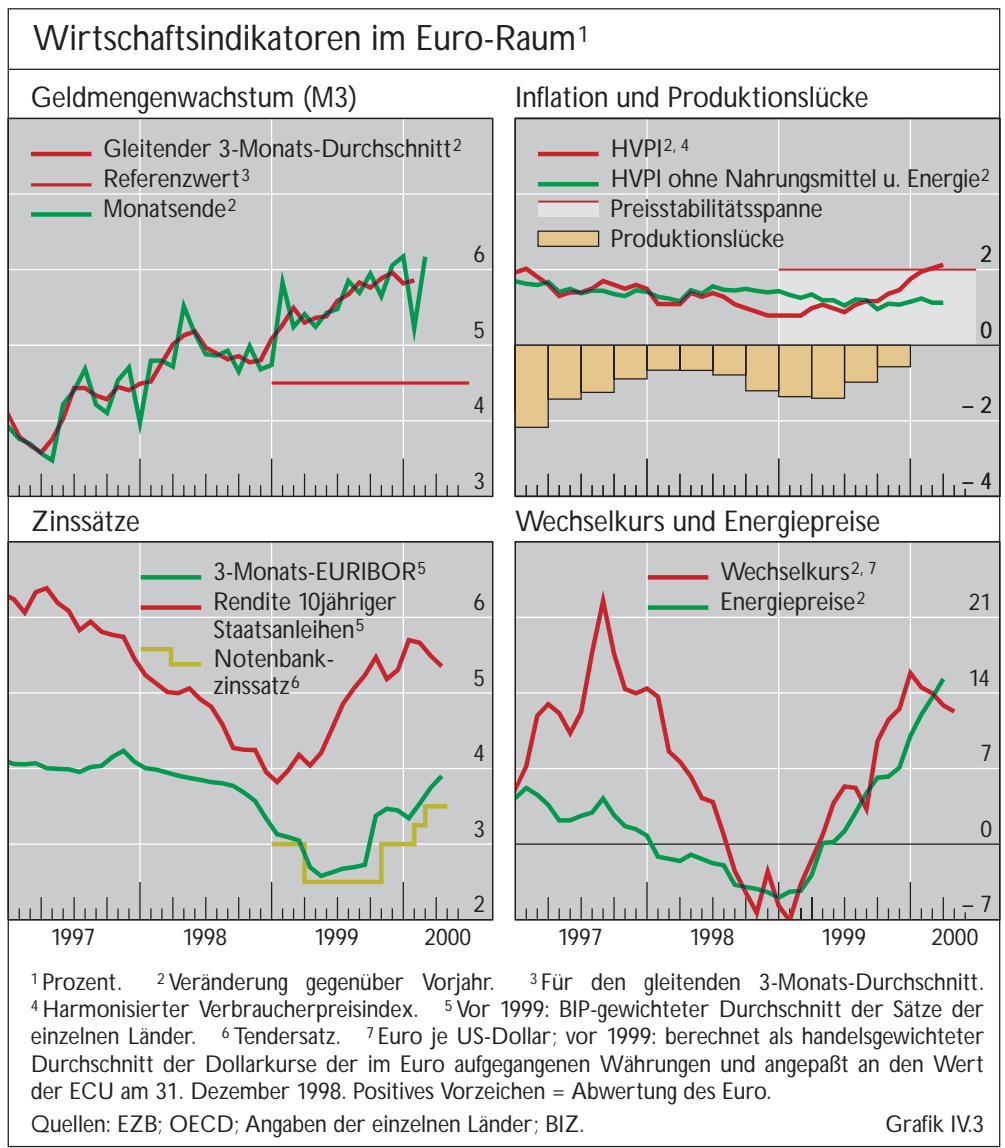
Diese Entscheidung wurde vor dem Hintergrund widersprüchlicher Signale der beiden Säulen getroffen, die das Eurosystem zur Festlegung der Geldpolitik verwendet; die erste dieser Säulen ist das Wachstum der Geldmenge M3 und die zweite eine breitangelegte Beurteilung der Inflationsaussichten. Bei der Darstellung seiner geldpolitischen Strategie hatte das Eurosystem darauf hingewiesen, daß es nicht automatisch auf Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert reagieren würde. Vielmehr sollten bei solchen Abweichungen weitere Analysen durchgeführt werden, um zu ermitteln, ob die Preisstabilität in Gefahr sei. So überstieg das M3-Wachstum Anfang 1999 zwar den Referenzwert von 4,5%, doch lieferte die Analyse der monetären Entwicklungen insgesamt keinen Hinweis auf einen zunehmenden Inflationsdruck; daher wurde bei der Ausrichtung der Geldpolitik der zweiten Säule mehr Bedeutung beigemessen.

Im Zuge der Erholung des außenwirtschaftlichen Umfelds und mit der Abwertung des Euro gewann die Wirtschaftsleistung im Jahresverlauf nach und nach an Fahrt. Bedingt durch diese Entwicklungen und einen steilen Anstieg der Rohstoffpreise erhöhte sich die Inflation, gemessen am harmonisierten Index der Verbraucherpreise, von etwa 1% im ersten Quartal 1999 auf 2% zu Beginn des Jahres 2000. Das Eurosystem definiert Preisstabilität als Inflation unterhalb der

Schwelle von 2%, betont aber zugleich, daß ein vorübergehender Preisanstieg über dieses Niveau hinaus nicht als unvereinbar mit Preisstabilität angesehen werden sollte. Außerdem verringerte sich die Kerninflation, die sich durch die Bereinigung des harmonisierten Verbraucherpreisindex um Nahrungsmittel- und Energiepreise errechnet, im Jahresverlauf weiter. Da sich jedoch die Risiken hinsichtlich der Inflationsaussichten im Herbst verschoben hatten, erhöhte das Eurosystem seinen Zinssatz zwischen November 1999 und April 2000 wiederholt, und zwar um insgesamt 125 Basispunkte auf schließlich 3,75%, und ging damit zu einer weniger akkommodierenden Geldpolitik über. Diese Beschlüsse wurden auf der Grundlage der Informationen aus beiden Säulen gefaßt sowie angesichts der anhaltenden Abwertung des Euro, die auf Risiken für die Preisstabilität durch ihre Effekte auf die Importpreise hindeutete.

*Glaubwürdigkeit und Transparenz*

Die vielleicht größte Bewährungsprobe für das Eurosystem im vergangenen Jahr war es, in einem vom Wandel gekennzeichneten Umfeld seine Verpflichtung auf



Preisstabilität zu demonstrieren sowie seine Fähigkeit, diese zu erreichen. Zwar sind die Eindeutigkeit seines Mandats und der Grad an Unabhängigkeit, der ihm durch den Maastricht-Vertrag verliehen ist, darauf angelegt, dies zu erleichtern, aber die Durchführung der Geldpolitik zur Einhaltung dieses Ziels erwies sich dennoch als kompliziert. Eine Schwierigkeit bestand darin, daß es kaum historische Beispiele dafür gab, daß eine Zentralbank plötzlich die Aufgabe übertragen bekommt, die Geldpolitik für einen großen, sich rasch entwickelnden und heterogenen Wirtschaftsraum durchzuführen. Darüber hinaus bewirkte die Einführung des Euro einen ausgeprägten Wandel des wirtschaftlichen Umfelds in den einzelnen Teilnehmerländern und löste strukturelle Veränderungen nicht abschätzbaren Ausmaßes aus. Es war daher unvermeidlich, daß über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus im Euro-Raum für einige Zeit nur wenig bekannt sein würde.

Veränderter  
geldpolitischer  
Transmissions-  
mechanismus

Eine weitere Quelle der Unsicherheit hing mit den institutionellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik zusammen. Zweifellos wurden die zentralen Bestandteile dieses Rahmenwerks – die eindeutige Erklärung, daß Preisstabilität das vorrangige geldpolitische Ziel ist, und dessen quantitative Festlegung als operative Grundlage – allgemein verstanden und fanden in der Öffentlichkeit breite Unterstützung. Schwieriger allerdings war es offensichtlich, die Verwendung von zwei Säulen zu erklären. Da eine dieser Säulen ein quantitativ festgelegter Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge M3 ist, wurde das Konzept in manchen Kreisen trotz gegenteiliger Erläuterungen des Eurosystems als Geldmengensteuerung mißverstanden. Hinsichtlich der Konsequenzen für die Geldpolitik sollten die beiden Säulen normalerweise in dieselbe Richtung weisen, doch lieferten sie mehrere Male widersprüchliche Signale, wodurch die geldpolitischen Entscheidungen weniger leicht verständlich wurden. Überdies warfen die ausgeprägten Wechselkursschwankungen weitere Fragen hinsichtlich der Glaubwürdigkeit auf, obwohl das Eurosystem wiederholt erklärte, daß der Wechselkurs nur insofern geldpolitisch relevant ist, als er Auswirkungen auf die allgemeinen Preisaussichten hat. Das Eurosystem wird sich weiter dafür einsetzen müssen, die jeweilige Bedeutung der beiden Säulen zu erläutern; diese Aufgabe wird erst dann an Relevanz verlieren, wenn sich das Eurosystem im Hinblick auf die Preisstabilität längerfristig bewährt hat.

Entsprechend  
komplizierte  
Rahmenbedingungen

Potentiell  
widersprüchliche  
Informationen

Als neue Zentralbank zog das Eurosystem verständlicherweise, aber gelegentlich vielleicht in übertriebenem Maße, den prüfenden Blick der Öffentlichkeit auf sich. Daß es Verfahrensweisen eingeführt hat, die in mancher Hinsicht sogar über die anderer angesehener Zentralbanken hinausgehen, z.B. was die Transparenz und die offene Kommunikation mit den Finanzmärkten betrifft, blieb unbeachtet oder löste in überraschendem Ausmaß Kontroversen aus. Beispielsweise wurde es nicht immer gewürdigt, daß das Eurosystem monatlich eine umfassende Analyse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in einem Bericht veröffentlicht, während viele Zentralbanken dies vierteljährlich tun. Auch der Tatsache, daß das Eurosystem, anders als die Federal Reserve und die Bank of Japan, eine quantitative Definition von Preisstabilität öffentlich festgelegt hat, wurde kaum Beachtung geschenkt.

Stärkere  
Aufmerksamkeit  
der Öffentlichkeit

Das öffentliche Verständnis der Durchführung der Geldpolitik des Eurosystems wurde nicht gerade erleichtert durch scheinbar widersprüchliche

Äußerungen einzelner Ratsmitglieder oder sogar gewählter Politiker bezüglich des angemessenen Niveaus von Zinsen und Wechselkursen. Zwar ist es erwünscht, daß diejenigen, die mit Zinsentscheidungen betraut sind, ihre Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und des monetären Transmissionsmechanismus öffentlich erläutern, doch dürften Äußerungen, die als Andeutung der kurzfristigen geldpolitischen Absichten mißverstanden wurden, die Unsicherheit eher vergrößert als verringert haben.

Eine einzige  
Stimme  
erforderlich

Die Entscheidung des Eurosystems, keine ausführlichen Sitzungs- und Abstimmungsprotokolle von Ratssitzungen zu veröffentlichen, wurde im Verlauf des Jahres scharf kritisiert. Auch wenn mittlerweile allgemein die Auffassung geteilt wird, daß Klarheit ein wichtiger Einflußfaktor für die Wirksamkeit der Geldpolitik ist, so gibt es doch viele Facetten der Transparenz. Während sich die Zentralbanken für eine größere Klarheit hinsichtlich ihrer Zielsetzungen, geldpolitischen Instrumente, Entscheidungsfindungsverfahren, der Beschlüsse selbst und der ihnen zugrunde liegenden Beweggründe eingesetzt haben, veröffentlichten viele von ihnen nach wie vor keine Sitzungs- und Abstimmungsprotokolle. Ein Grund dafür ist die Auffassung, daß gewisse Grenzen der Transparenz es erleichtern, die Geldpolitik vom politischen Prozeß fernzuhalten. Dies dürfte die Unabhängigkeit der Zentralbank stützen und das Potential für eine Einmischung der Politik in die Formulierung der Geldpolitik verringern. Von entscheidender Bedeutung für die Wirksamkeit der Geldpolitik ist zudem der Rückhalt, den sie in der Öffentlichkeit findet. Dieser Rückhalt ist leichter zu erlangen, wenn das Verständnis der Geldpolitik als eher technische Angelegenheit gefördert wird, die auf unpolitische Weise verfolgt wird. Derartige Überlegungen dürften für das Eurosystem von spezieller Bedeutung sein, da es in einem außergewöhnlich komplexen politischen Umfeld operiert, in dem die Offenlegung der Standpunkte der nationalen Vertreter durch die Veröffentlichung von Sitzungs- und Abstimmungsprotokollen diese dem Druck der jeweiligen nationalen Interessengruppen aussetzen könnte.

Keine Veröffentlichung der  
Sitzungs- und  
Abstimmungs-  
protokolle ...

... in einem  
komplexen  
politischen Umfeld

#### *Veröffentlichung von Prognosen*

Das Eurosystem wurde auch dafür kritisiert, daß es seine internen Inflationsprognosen nicht veröffentlicht. Zwar hat es seine Absicht mitgeteilt, dies zu ändern, doch bleibt die Frage nach der Art und Weise ein Gegenstand der Diskussion unter Zentralbanken sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Raums. Ein Aspekt in diesem Zusammenhang betrifft die „Urheberschaft“ von Prognosen. Damit diese als repräsentativ für die Ansichten der Mitglieder des Entscheidungsgremiums angesehen werden, ist es wichtig, daß jedes Mitglied aktiv in ihre Erarbeitung eingebunden ist. Aus geographischen Gründen ist dies im Falle des Eurosystems schwierig, da die meisten Ratsmitglieder in ihren jeweiligen Heimatländern ansässig sind. Eine Alternative wäre, daß das Eurosystem Prognosen seines Mitarbeiterstabs publiziert, bei denen es den Verantwortlichen freisteht, ob sie diese als Grundlage für ihre zinspolitischen Entscheidungen heranziehen. Die Veröffentlichung der Prognosen leistet in diesem Fall jedoch nicht unbedingt einen Beitrag zur Transparenz hinsichtlich der Faktoren, die die geldpolitischen Entscheidungen beeinflussen. Problematisch wäre eine Veröffentlichung auch dann, wenn die Prognosen wirtschaftliche

„Urheberschaft“  
von Prognosen

Abläufe auf unerwünschte Weise beeinflussen würden; beispielsweise könnten Vorausschätzungen des Lohnanstiegs als Mindestforderung in zentralisierten Lohnverhandlungen benutzt werden.

Eine weitere Frage ist, wie Prognosen der Öffentlichkeit am besten vermittelt werden können. Das zentrale Problem besteht darin, daß Vorausschätzungen üblicherweise von der Annahme gleichbleibender Notenbankzinsen im Prognosezeitraum ausgehen und unerwünschte Inflations- und Produktionspfade vorhersagen könnten. Damit könnten sie als Grundlage für zukünftige Zinsänderungen herangezogen werden, die die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen verändern, wodurch möglicherweise die Vorausschätzungen inkonsistent werden. Zwar könnten sie endogene geldpolitische Reaktionen berücksichtigen, doch wären dann die Inflationsprognosen selbst irrelevant, da sie über den zeitlichen Horizont, über den die Zentralbank zur Erreichung ihrer Ziele agiert, automatisch korrekt wären. Das öffentliche Interesse würde sich daher auf die Abfolge zinspolitischer Schritte verlagern, die implizit in den Prognosen enthalten wäre. Allerdings sind Zentralbanken nicht unbedingt bereit, Prognosen über die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze zu veröffentlichen, da dann die Gefahr besteht, daß jede Abweichung der Notenbankzinsen vom prognostizierten Wert, selbst wenn sie auf neuen Informationen beruht, als Manöver der Zentralbank aufgefaßt werden und ihrer Glaubwürdigkeit schaden könnte. Ferner sind Informationen über den erwarteten Zinspfad für die Öffentlichkeit nicht unbedingt nützlich, wenn nicht genau beschrieben wird, wie die kurzfristigen Zinsen überhaupt festgelegt werden. Die Kenntnis der Reaktionsfunktion der Währungsbehörden ist entscheidend, um die Auswirkungen von neuen Informationen für die geldpolitischen Instrumente abschätzen zu können.

### Länder mit Inflationsziel

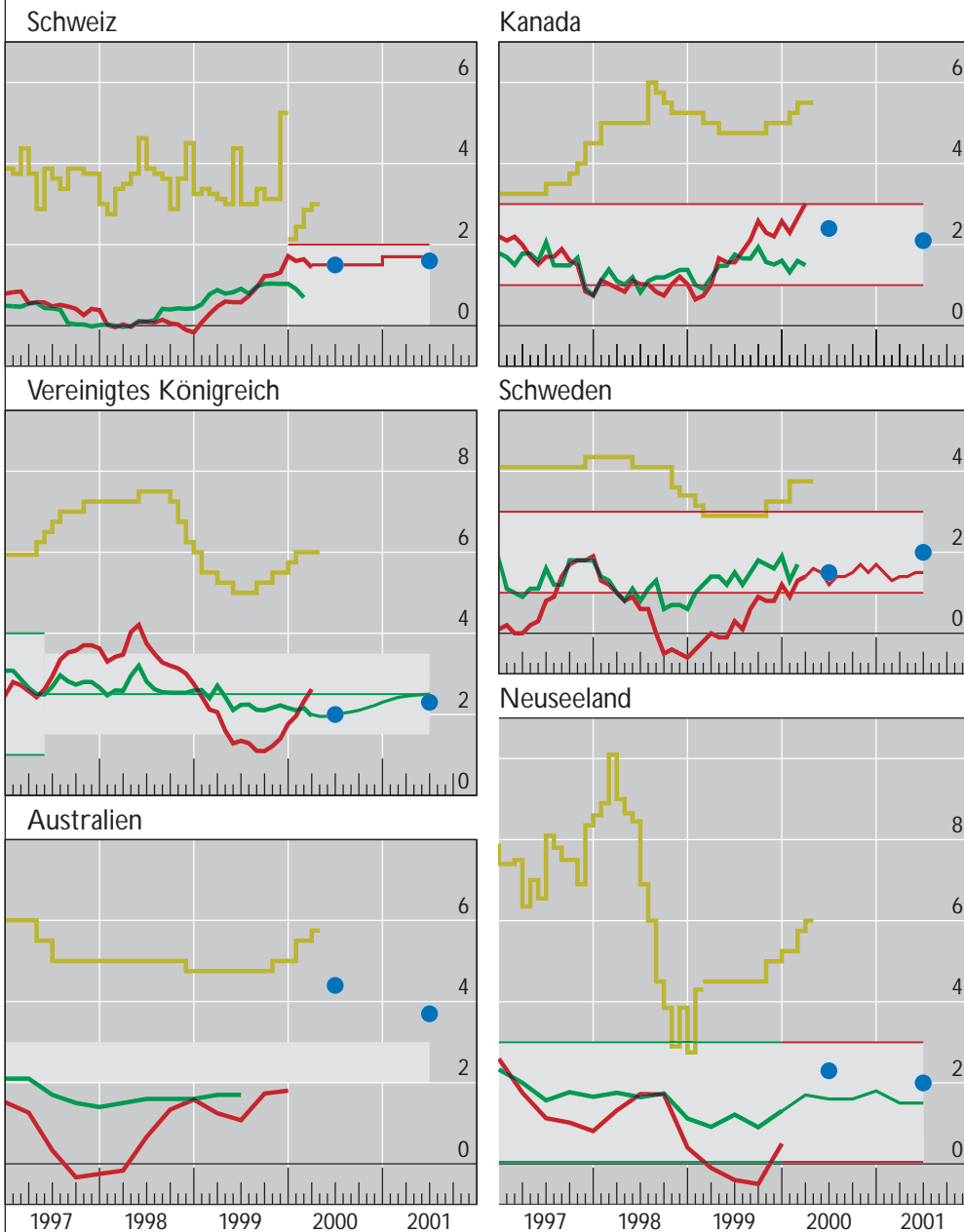
In der ersten Hälfte der neunziger Jahre führten mehrere Industrieländer explizite Inflationsziele ein; hierzu gehören Neuseeland, Kanada, das Vereinigte Königreich, Schweden und Australien. Im vergangenen Jahr ging auch die Schweiz zu einer ähnlichen, breitangelegten Strategie zur Erreichung von Preisstabilität auf der Grundlage von Inflationsprognosen über. Eine Tendenz zu Strategien mit expliziten Inflationszielen ist auch bei den aufstrebenden Volkswirtschaften klar erkennbar; Beispiele dafür sind Länder wie Brasilien, Polen, die Tschechische Republik und Südafrika, die alle jüngst Ziele dieser Art bekanntgegeben haben.

In den Industrieländern, die ein Inflationsziel verfolgen, wurden die Notenbankzinsen 1998 und Anfang 1999 allgemein gelockert, überwiegend als Reaktion darauf, daß sich die Inflationsrate aufgrund des abgeschwächten weltwirtschaftlichen Wachstums und der starken Rückgänge der Rohstoffpreise dem unteren Rand des Zielkorridors näherte. Im weiteren Jahresverlauf 1999 gewann das weltweite Wirtschaftswachstum jedoch an Fahrt, die Ölpreise stiegen sprunghaft an, und die Preise anderer Rohstoffe stabilisierten sich oder legten leicht zu, und die Geldpolitik in diesen Ländern wurde entsprechend gestrafft.

Vor dem Hintergrund der raschen Beschleunigung des Wachstums der gemessenen Produktivität in den USA stellte sich in den Industrieländern mit

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

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



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

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

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.4

Noch keine hohen  
Produktivitäts-  
gewinne

Inflationsziel die Frage, ob bei ihnen in absehbarer Zeit ähnliche Produktivitätssteigerungen zu erwarten seien, was bedeuten würde, daß die Notenbankzinsen nicht so stark angehoben werden müßten, wie es andernfalls vielleicht gerechtfertigt erschienen wäre. In jeder dieser Volkswirtschaften erreichten die Kurs/Gewinn-Verhältnisse Höchststände, was mit der Erwartung höherer Produktivitätszuwächse im Einklang stand. Allerdings stieg die Arbeitsproduktivität in den einzelnen Ländern mit Inflationsziel zwar in unterschiedlichem Ausmaß, doch verzeichneten sie insgesamt keine anhaltende Phase erhöhter Produktivitätsgewinne. Alles in allem lag die Produktivitätszunahme nur leicht über dem Durchschnitt. Die Investitionen zur Steigerung der Kapitalintensität, die in den USA getätigt wurden und die Erhöhung der gemessenen Produktivität gefördert haben dürften, vollzogen sich dort mit weit größerer Dynamik als andernorts.

Kanada

Die Bank of Canada hob ihren wichtigsten Zinssatz nach einer Reihe geldpolitischer Lockerungen bis zum Mai 1999 im Betrachtungszeitraum dreimal an. Obwohl diese Zinsänderungen im November 1999 und zu Beginn dieses Jahres auf Zinsanhebungen in den USA folgten, blieb der Zinsabstand zwischen Kanada und den USA negativ. Dennoch war der kanadische Dollar stabil. Dies war zum Teil durch höhere Rohstoffpreise bedingt und erlaubte es der Bank of Canada, andere inflationstreibende Kräfte stärker zu beobachten. Insbesondere wurde davon ausgegangen, daß die Wirtschaft ihr Potential erreicht hatte, wie es eine ganze Reihe von Indikatoren, darunter die Inlandsnachfrage und die Arbeitslosenquote, anzeigten. In Übereinstimmung mit dieser Einschätzung stiegen sowohl die unbereinigte Inflationsrate als auch die Kerninflation an, wobei letztere knapp unterhalb von 2%, der Mittellinie des von der Bank vorgegebenen Zielkorridors, lag. Diese leichte Beschleunigung des Preisanstiegs, in Verbindung mit der kräftigen Gesamtnachfrage und möglichen preistreibenden Spillover-Effekten aus den USA, veranlaßte die kanadische Notenbank, die Zinsen anzuheben.

Vereinigtes  
Königreich

Im Vereinigten Königreich war die reale Wirtschaftsleistung im Jahr 1999 zunächst durch Schwächetendenzen geprägt, und die Kerninflation verblieb unterhalb des Punktziels. Dies veranlaßte die Bank of England, die Lockerung der Geldpolitik bis in den Juni hinein fortzusetzen. Im September 1999 jedoch war ein ausgeprägter wirtschaftlicher Umschwung erkennbar geworden. Das Wirtschaftswachstum überstieg den langfristigen Durchschnitt von rund 2,5%, und eine wichtige Meßziffer der Arbeitslosigkeit erreichte das niedrigste Niveau seit 20 Jahren, was den steigenden Druck auf die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten veranschaulichte. Aber das Pfund Sterling wertete im Jahresverlauf allmählich auf und sorgte damit über niedrigere Importpreise für eine gewisse Entlastung. Insgesamt blieb die Kerninflation unter dem Zielwert von 2,5%; allerdings prognostizierte die Bank of England im Spätsommer 1999 für die Jahre 2000 und 2001 eine Beschleunigung des Preisanstiegs. Diese Überlegungen führten im September 1999 zu einer Zinsumkehr, und nachfolgend wurde der Satz für Repo-Geschäfte schrittweise auf 6% angehoben. Auf der Basis dieses höheren Satzes wurde dann davon ausgegangen, daß der Preisanstieg bis zum Jahr 2001 allmählich zum Zielwert zurückkehren werde.

Eine weitere Erklärung für die Anhebungen des Repo-Satzes könnten Bedenken des Monetary Policy Committee hinsichtlich der Preisentwicklung

von Vermögenswerten sein. Das Kurs/Dividenden-Verhältnis erreichte einen historischen Höchststand, und die Immobilienpreise stiegen während des gesamten Jahres 1999 stark an. Beispielsweise zeigte die Halifax-Statistik an, daß der Preisanstieg im Wohnbau bis zum Spätsommer bereits eine Jahresrate von nahezu 10% erreicht hatte. Anders als in den USA ließen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger im Vereinigten Königreich nicht durch die sich mehrenden Anzeichen beruhigen, daß ein unerwartetes Produktivitätswachstum künftigen Inflationsdruck mindern würde.

Zwei wesentliche Unsicherheitsquellen für die Inflationsprognosen im Vereinigten Königreich bildeten die wahrscheinliche zukünftige Wechselkursentwicklung und die mögliche Zunahme des inländischen Wettbewerbs. In Prognosen, die eine Wechselkursentwicklung entsprechend dem Zinsgefälle unterstellten, fiel die Vorausschätzung für die Inflationsrate in zwei Jahren um mehr als einen halben Prozentpunkt höher aus als in Prognosen, die von einem gleichbleibenden Wechselkurs ausgingen (Random-Walk-Modell). Obgleich beide Prognosemodelle ihre Berechtigung haben, ist keines von beiden ausgesprochen verlässlich. Eine weitere Unsicherheitsquelle bestand in der Frage, ob sich der Wettbewerbsdruck, dem die Unternehmen am Inlandsmarkt ausgesetzt sind, in jüngster Zeit deutlich verschärft hat. Wenn ja, dann hat die britische Wirtschaft möglicherweise von einem einmaligen Nachlassen des Preisaufliebes profitiert.

Auch in Schweden zog der Preisanstieg im späteren Verlauf des Jahres 1999 an, was eine Anhebung des Satzes für Repo-Geschäfte zur Folge hatte. Dies war die erste geldpolitische Änderung seit dem Ende der Lockerungsserie im März 1999. Die Vorausschätzungen für 2001 zeigten tatsächlich einen Anstieg der Inflation über den Zielwert von 2% hinaus, bedingt durch eine lebhaftere Inlandsnachfrage und steigende Importpreise. Trotz der Erhöhungen des Repo-Satzes und der stabilen Krone wurden die Einschätzungen des binnenwirtschaftlichen Wachstums angesichts der beschleunigten Expansion der Weltwirtschaft nach oben revidiert, und es wurde erwartet, daß die Produktion im nächsten Jahr oberhalb des Potentials liegen würde.

Schweden

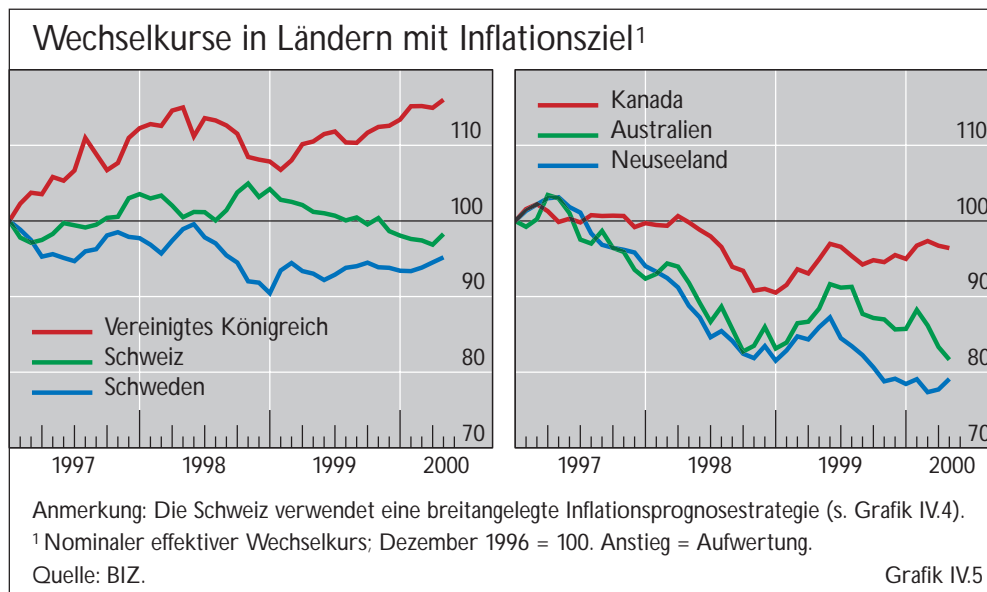
Die Währungen Australiens und Neuseelands waren 1999 verhältnismäßig stabil, nachdem im Jahr zuvor ein Rückgang der Rohstoffpreise zu deutlichen Abwertungen geführt hatte. Die geldpolitischen Entscheidungsträger in beiden Ländern konzentrierten sich daher in erster Linie auf andere Einflußfaktoren der Preisentwicklung, und diese wurden für den Großteil der Beobachtungsperiode als günstig beurteilt. Dennoch sah die Reserve Bank of Australia im November 1999 ebenso wie Anfang dieses Jahres die Notwendigkeit zu Zinsanhebungen. Die Gründe für die Zinserhöhungen waren ähnlich wie in Kanada, dem Vereinigten Königreich und Schweden: eine unerwartet lebhaftere Inlandsnachfrage und das überraschende Wachstum der Weltwirtschaft. Die sprunghafte Zunahme der inländischen Nachfrage wurde teilweise von Vermögenseffekten gestützt, die insbesondere durch den starken Anstieg der Preise von Wohneigentum in Australien bedingt waren. Entsprechend wurde erwartet, daß die Inflation der Verbraucherpreise bis Mitte des Jahres 2000 in der oberen Hälfte des Zielkorridors liegen würde.

Australien

In Neuseeland beließ die Reserve Bank den Notenbanksatz, die Cash Rate, nahezu während des gesamten Jahres 1999 unverändert. Die Geldpolitik galt

Neuseeland





als vereinbar mit den Inflationsprognosen, die eine Entwicklung innerhalb des Zielpfads auswiesen, wobei immer noch ein Wachstum der Inlandsnachfrage von rund 3% zugelassen wurde, so daß sich die Produktion dem Potential annähern konnte. Im November erhöhte die Reserve Bank die Zinsen um einen halben Prozentpunkt als Reaktion auf ein robustes Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr und eine Abwertung des Neuseeland-Dollars, die etwas zur Entspannung des geldpolitischen Umfelds beigetragen hatte. Zu Beginn des Jahres 2000 gab es erneut Anzeichen für eine beginnende Überhitzung der Wirtschaft, so daß weitere Zinsanhebungen vorgenommen wurden.

Während in einem geldpolitischen Regime mit Inflationsziel eine niedrige und stabile Inflation die vorrangige Zielsetzung darstellt, schließt dies die kurzfristige Stabilisierung anderer Faktoren nicht aus. So unterzeichneten das neuseeländische Schatzamt und die Reserve Bank im Dezember 1999 ein neues Abkommen über geldpolitische Ziele. Darin wurden formell Nebenziele zur Vermeidung unnötiger kurzfristiger Schwankungen der Produktion, der Zinsen und des Wechselkurses vereinbart; diese Ziele wurden aber so formuliert, daß kein Konflikt mit der bewährten längerfristigen Strategie zur Erreichung des Inflationsziels entsteht. Faktisch dient das neue Abkommen dazu, das Gewicht der kurzfristigen Stabilisierungsziele teilweise von der Inflation zu diesen Variablen zu verlagern. Allerdings ist schwer zu beurteilen, welche direkte Auswirkung diese Veränderungen auf die Durchführung der Geldpolitik in der Praxis haben werden, da Grund zu der Annahme besteht, daß die Reserve Bank bereits in der Vergangenheit bemüht war, „unnötig“ starke Schwankungen dieser Variablen zu vermeiden.

Die Schweizerische Nationalbank gab in der Berichtsperiode die Einführung einer neuen, auf ihre Inflationsprognosen ausgerichteten geldpolitischen Strategie bekannt. Im Rahmen des neuen Konzepts werden am Ende jeden Jahres Inflationsprognosen für die folgenden drei Jahre veröffentlicht, und die Geldpolitik wird entsprechend angepaßt. Während die Nationalbank die Geldpolitik in der Vergangenheit an Zwischenzielen für die Geldmenge ausgerichtet hatte,

In der Schweiz  
neue geldpolitische  
Strategie

werden die geldpolitischen Entscheidungen unter dem neuen Regime unter formeller Berücksichtigung einer ganzen Palette von Inflationsindikatoren gefällt. Ein Element, das unklar bleibt, betrifft die Reaktion der Geldpolitik auf die Kursentwicklung des Frankens gegenüber dem Euro. Es fiel auf, daß sich die Schwankungen im Jahr 1999 in einer engen Bandbreite hielten, nachdem der Franken im früheren Verlauf der neunziger Jahre ausgeprägte Ab- und Aufwertungen erfahren hatte (s. Kapitel V).

Die neue Strategie wird durch eine explizite Definition von Preisstabilität als einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um weniger als 2% ergänzt. Diese Definition ist vergleichbar mit der Interpretation von Preisstabilität durch das Eurosystem, und das Niveau ist ähnlich hoch wie in Ländern mit explizitem Inflationsziel. Überdies hat die Schweizerische Nationalbank die Art und Weise, wie die Geldpolitik umgesetzt wird, geändert, um ihre Arbeitsweise transparenter zu gestalten. Statt der Wachstumsrate der Geldbasis ist ein Zielkorridor für den 3-Monats-LIBOR in Schweizer Franken ihr wichtigstes Instrument.

Definition von  
Preisstabilität

## Geldpolitik und Unsicherheit

Unsicherheit ist ein natürliches Merkmal des wirtschaftlichen Umfelds, und die Zentralbanken haben in zunehmendem Maße betont, auf welche Weise sie den Spielraum für die Ausgestaltung und Durchführung der Geldpolitik einschränkt. Dabei haben sie stets berücksichtigt, daß es wichtig ist, zwischen unterschiedlichen Quellen der Unsicherheit zu differenzieren.

Unsicherheit  
stärker im  
Vordergrund

### *Quellen der Unsicherheit*

Unsicherheit hat eine Vielzahl von Ursachen. Am offensichtlichsten ist die Unsicherheit über die strukturellen Zusammenhänge in der Wirtschaft. Beispielsweise bestand im vergangenen Jahr erhebliche Ungewißheit darüber, ob die Bank of Japan in der Lage sein würde, die Zinsen über den kurzfristigen Bereich der Renditenstrukturkurve hinaus zu beeinflussen. Aber selbst dann, wenn die strukturellen Zusammenhänge innerhalb der Wirtschaft als weitgehend bekannt gelten, dürfte ein beträchtliches Maß an Unsicherheit über die genaue quantitative Ausprägung der jeweiligen Beziehungen verbleiben. So ist etwa in relativ geschlossenen Volkswirtschaften wie den USA oder dem Euro-Raum die Analyse des Kapazitätsauslastungsgrads und seiner Rolle im Inflationsprozeß für die Formulierung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Allerdings sind Schätzungen dieser Beziehungen, die allgemein als Phillips-Kurve bekannt sind, in der Regel ungenau und neigen dazu, sich im Laufe der Zeit zu verändern.

Unsicherheit in  
bezug auf Wirt-  
schaftsstruktur ...

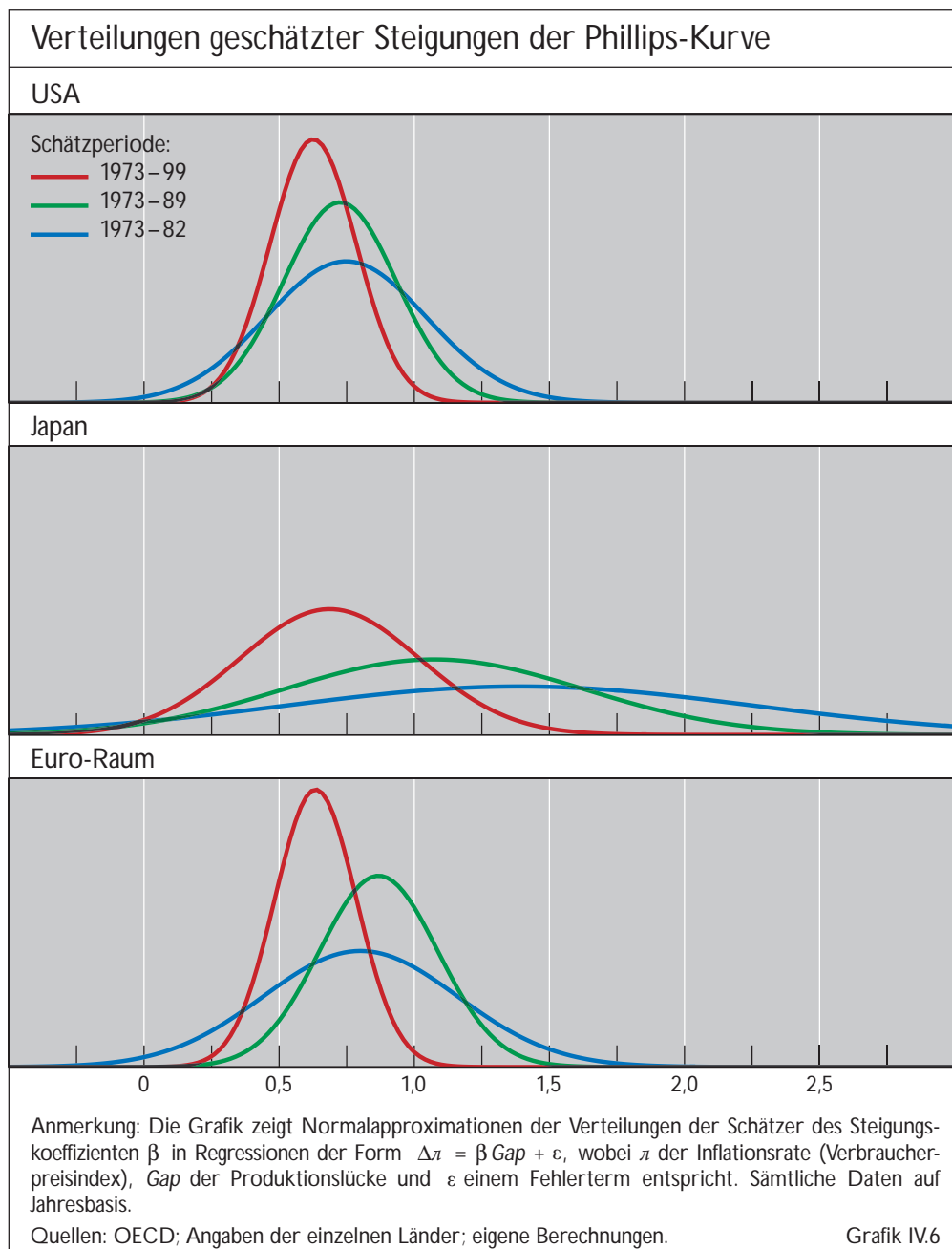
... Parameter-  
schätzungen ...

Grafik IV.6 zeigt geschätzte Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Einflusses von Produktionslücken auf die Inflation unter Verwendung von Daten für die USA und Japan sowie synthetischer Daten für den Euro-Raum. Obwohl die Grafik den wichtigen Aspekt, wie Produktionslücken geschätzt werden, vernachlässigt und nur zur Veranschaulichung dient, vermag sie doch einen Eindruck der bestehenden Probleme zu vermitteln. Insbesondere liefert die Breite der Verteilung einen Hinweis darauf, daß der Einfluß der Produktionslücke auf die Inflation unsicher ist. Während z.B. in allen drei Fällen ein BIP von 1% über dem Potential mit einem Anstieg der Inflation um rund 0,6 Prozentpunkte einhergeht (s. auch

Kapitel II), deuten die Schätzungen für die USA und den Euro-Raum darauf hin, daß der Effekt zwischen 0,25 Prozentpunkten und 1 Prozentpunkt liegen kann. In Japan ist die Wirkung noch unsicherer; sie könnte entweder unerheblich sein oder aber beträchtlich ausgeprägter als in den beiden anderen Wirtschafts-räumen. Daß sich der höchste Punkt der Dichteverteilung verschiebt, je länger der Referenzzeitraum gewählt wird, läßt außerdem vermuten, daß sich dieser Zusammenhang im Zeitablauf auf möglicherweise unvorhersehbare Weise verändert.

... nicht beobachtbare Variablen ...

Unsicherheit entsteht auch daraus, daß viele der relevanten makro-ökonomischen Variablen nicht beobachtbar sind. Dies gilt insbesondere für Erwartungen, die aber dennoch eine entscheidende Rolle bei der Bestimmung von Preisen von Vermögenswerten, einschließlich Wechselkursen und

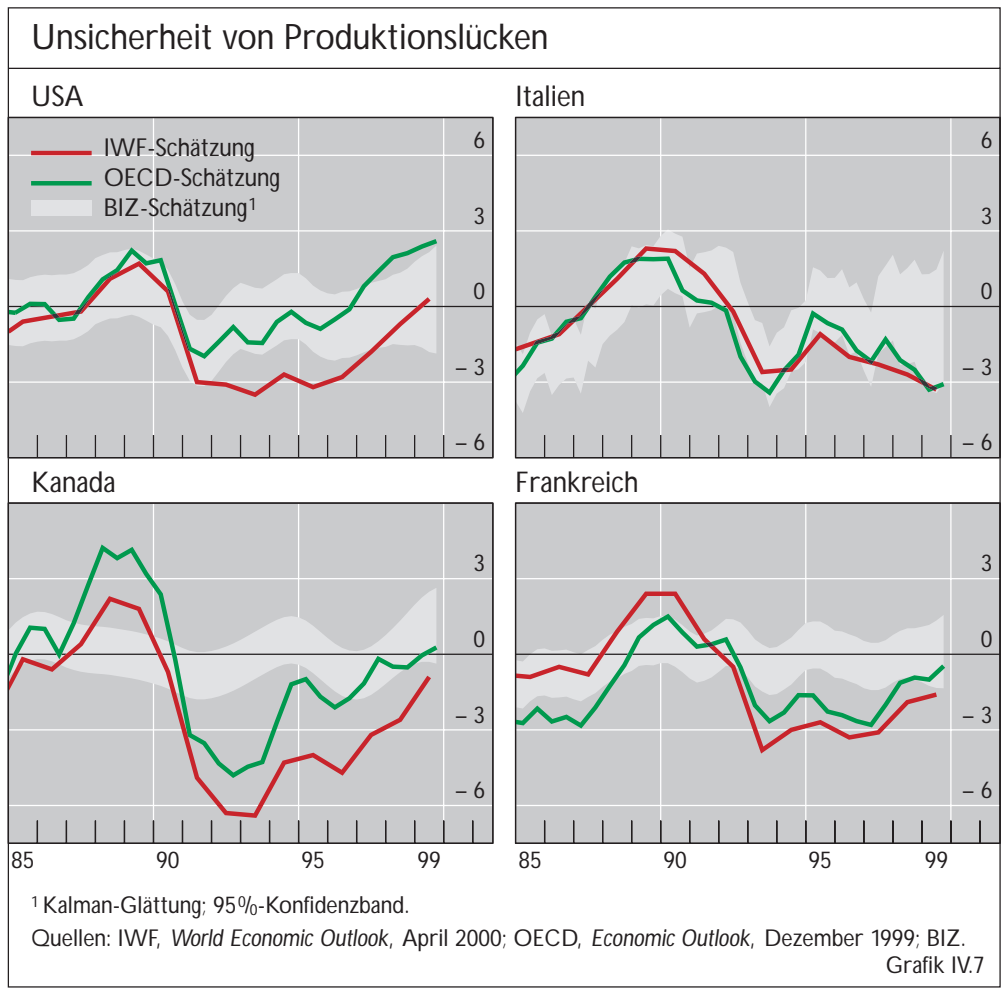


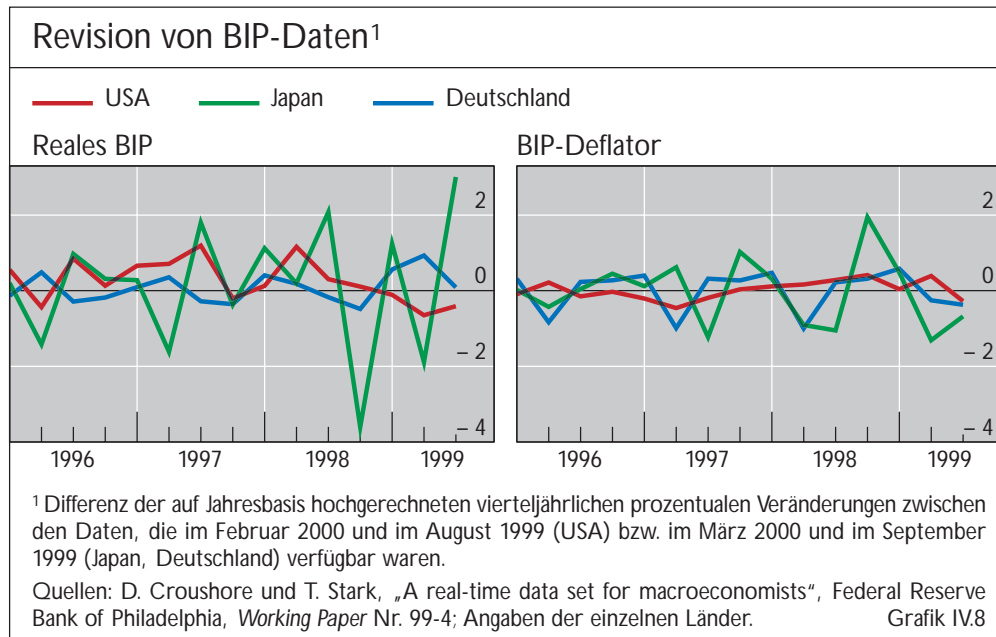
Anleiherenditen, sowie der Festlegung der Preise von Gütern und Dienstleistungen spielen. Diese fehlende Beobachtbarkeit erschwert es, die Ursprünge von Änderungen bei den Preisen von Vermögenswerten sowie ganz allgemein die Auswirkungen geldpolitischer Schritte auf die relevanten ökonomischen Variablen zu bestimmen.

Ein weiteres Beispiel der Schwierigkeiten, denen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger im Zusammenhang mit nichtbeobachtbaren Wirtschaftsdaten gegenübersehen, ist der Vergleich unterschiedlich ermittelter Maße für die Produktionslücke. Diese Größe ist nicht beobachtbar, jedoch wird ihr allgemein eine wichtige Rolle bei der Einschätzung des Preisdrucks zugeschrieben. Grafik IV.7 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücken für vier Länder, die bisweilen stark voneinander abweichen. Die Tatsache, daß ein Konfidenzintervall von 95% alternative Punktschätzungen oftmals nicht umfaßt, verdeutlicht das Ausmaß der Unsicherheit zusätzlich.

Eine weitere Quelle der Unsicherheit ist das Datenmaterial selbst. Nach einer Veröffentlichung von vorläufigen Daten werden viele Zeitreihen im Lichte von zusätzlichen Informationsquellen, Veränderungen der Saisonfaktoren oder Neudefinitionen von Variablen revidiert, in manchen Fällen sogar oft. In vielen Ländern wurden vor kurzem neue Berechnungsmethoden für die volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen eingeführt, was in einigen

... und Datenmaterial





Fällen zu grundlegenden Änderungen des realen BIP und seiner Bestandteile geführt hat.

Zur Veranschaulichung der Größenordnung von Datenrevisionen, mit denen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger konfrontiert sehen, zeigt Grafik IV.8 für einen gegebenen Zeitraum die Unterschiede zwischen BIP-Daten, die vor kurzem zur Verfügung standen, und den Daten, die sechs Monate zuvor verfügbar waren. Es ist zu erkennen, daß sich die gemeldeten Werte für das vierteljährliche Wachstum des realen BIP in dieser kurzen Zeit um bis zu 3,6 Prozentpunkte (Jahresrate) veränderten. In diesem Beispiel wurden die Daten für das reale BIP in Japan am stärksten revidiert, aber auch bei den Daten für die USA und Deutschland gab es deutliche Unterschiede. BIP-Revisionen dieser Größenordnung können es erschweren, beispielsweise vor kurzem bekanntgegebene Daten für die Produktionslücke als Grundlage für geldpolitische Entscheidungen zu verwenden.

#### *Bedeutung für die Vermittlung geldpolitischer Beschlüsse*

Seit einigen Jahren betonen die Zentralbanken die Unsicherheit bei der Gestaltung der Geldpolitik. So berücksichtigen sie beispielsweise bei der Festlegung ihrer Ziele stärker die durch die Unsicherheit gesetzten Grenzen. Mit seiner Definition von Preisstabilität als einem Preisanstieg von weniger als 2% hat etwa das Eurosystem explizit der Unsicherheit Rechnung getragen, die durch Meßfehler im harmonisierten Verbraucherpreisindex entsteht. Außerdem formulieren viele Zentralbanken, die ein explizites Inflationsziel verfolgen, dieses im Rahmen einer Bandbreite und präzisieren es möglicherweise in Form einer Maßzahl der Kerninflation, die in geringerem Maße unvorhersehbaren Schwankungen unterworfen ist. Ebenso sind einige Zentralbanken dazu übergegangen, bei der Darstellung ihrer Einschätzungen hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung geschätzte Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die erwartete Inflation und das reale BIP zu veröffentlichen. Indem die Bedeutung von Punktprognosen

Bandbreiten für  
Inflationsziele ...

... und Prognosen

relativiert wird oder solche Prognosen erst gar nicht veröffentlicht werden, kann der bestehende Grad an Unsicherheit der Öffentlichkeit vermittelt werden. Zudem haben sich einige Zentralbanken dafür entschieden, trotz der weiter oben angesprochenen Probleme die Protokolle geldpolitischer Diskussionen zu veröffentlichen, und zwar zum Teil deshalb, weil diese dazu dienen können, die Schwierigkeiten der Entscheidungsträger bei der Interpretation der jeweiligen Wirtschaftsbedingungen und der kurzfristigen Perspektiven aufzuzeigen.

Verschiedene Faktoren haben dazu beigetragen, daß bei der Erläuterung der Geldpolitik gegenüber der Öffentlichkeit verstärktes Gewicht auf die Bedeutung der Unsicherheit gelegt wird. Einer dieser Faktoren besteht darin, daß die Transparenz und die Rechenschaftspflicht im Handeln der Zentralbank stärker beachtet werden. Je offener die Umsetzung der Geldpolitik, um so wichtiger ist es, daß die Zentralbanken auch die Grenzen, die ihnen gesetzt sind, anerkennen, da sie sonst ungerechtfertigter Kritik ausgesetzt wären, die ihre Glaubwürdigkeit beeinträchtigen könnte. Durch die zunehmend verbreitete Praxis, eine quantitative Definition von Preisstabilität vorzugeben und diese als vorrangiges geldpolitisches Ziel zu verfolgen, hat es für die Zentralbanken entscheidende Bedeutung angenommen, daß sie Gründe für Zielverfehlungen erklären können. Der zweite Faktor zielt auf die Prognosen ab. Da sich die Zentralbanken von Zwischenzielen wie Geldmengenzielen und Wechselkursen abgewandt haben, hat die Geldpolitik eine umfassendere, vorausschauende Ausrichtung erhalten, bei der Prognosen eine Schlüsselrolle spielen. Da diese ihrer Natur gemäß unpräzise sind, wobei die Prognoserisiken häufig asymmetrisch sind, ist es nur natürlich, daß die Unsicherheit sowohl im Rahmen der geldpolitischen Diskussion selbst als auch in der Vermittlung geldpolitischer Beschlüsse in der Öffentlichkeit in den Vordergrund gerückt ist. Drittens, wie durch die Beispiele weiter oben dargelegt, besteht erhebliche Unsicherheit über viele Elemente von zentralen ökonomischen Wirkungszusammenhängen wie etwa der Phillips-Kurve. In Wirklichkeit ist der eigentliche Grad an Ungewißheit, dem sich die geldpolitischen Entscheidungsträger gegenübersehen, sogar noch höher als in den Beispielen, da dort eine stabile Struktur der Wirtschaft unterstellt wird. Strukturelle Änderungen, etwa infolge der Liberalisierung im Finanzsektor oder produktivitätssteigernder technologischer Innovationen im Hochtechnologiebereich, erhöhen die Unsicherheit zusätzlich. Da viertens schließlich eine beträchtliche Unsicherheit bezüglich der angemessenen Höhe der Preise von Vermögenswerten, ihrer Reaktion auf Zinsänderungen und andere Maßnahmen sowie ihrer potentiellen Wirkung auf die allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen besteht, hat sich das Ausmaß der Unvorhersehbarkeit, mit dem die Zentralbanken konfrontiert sind, in den letzten Jahren wohl noch vergrößert.

Stärkeres Gewicht auf Transparenz ...

... größere Bedeutung von Prognosen ...

... strukturelle Änderungen ...

... und Rolle der Preise von Vermögenswerten

## V. Entwicklung an den Devisenmärkten

### Schwerpunkte

Die Stärke des Yen, die Schwäche des Euro und die Position des US-Dollars dazwischen waren 1999 und Anfang 2000 die herausragenden Merkmale an den bedeutendsten Devisenmärkten. Die Bewegungen der wichtigsten Wechselkurse wurden offenbar überwiegend durch Wechselwirkungen der jeweils aktuellen und der zu erwartenden relativen Positionen im Konjunkturzyklus, zusammen mit technischen Faktoren sowie Portfolio- und Direktinvestitionsströmen, bestimmt. Die Einschätzung an den Märkten bezüglich Veränderungen in den grundlegenden strukturellen Merkmalen der drei größten Volkswirtschaften dürfte gleichfalls eine Rolle gespielt haben. An den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften kehrte nach den von Turbulenzen gekennzeichneten Perioden 1997 und 1998 sowie zu Beginn des Jahres 1999 wieder vermehrt Ruhe ein. Die Aktienmärkte dieser Länder entwickelten sich in enger Anlehnung an die US-Aktienkurse und den Dollarkurs der jeweiligen Landeswährung.

Während der letzten zwei Jahre waren die Devisenmärkte von grundlegenden strukturellen Veränderungen geprägt; hierzu gehören die Einführung des Euro, die Tendenz zur Konzentration unter den Marktteilnehmern und die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels. Diese Veränderungen gingen zwar auch mit einer allgemeinen Verringerung des Umsatzes einher, noch ist es aber zu früh, um ihren Einfluß auf das allgemeine Verhaltensmuster der Wechselkursvolatilität abschätzen zu können.

Der Goldpreis gab in den ersten drei Quartalen 1999 nach, zog dann aber Ende September scharf an, nachdem ein Übereinkommen zur Beschränkung der Währungsgoldverkäufe in den nächsten fünf Jahren getroffen worden war. Bisweilen schienen Nachrichten über Goldverkäufe von Zentralbanken den Preis zu beeinflussen, doch war dieser Zusammenhang keineswegs systematisch.

### Dollar, Yen und Euro

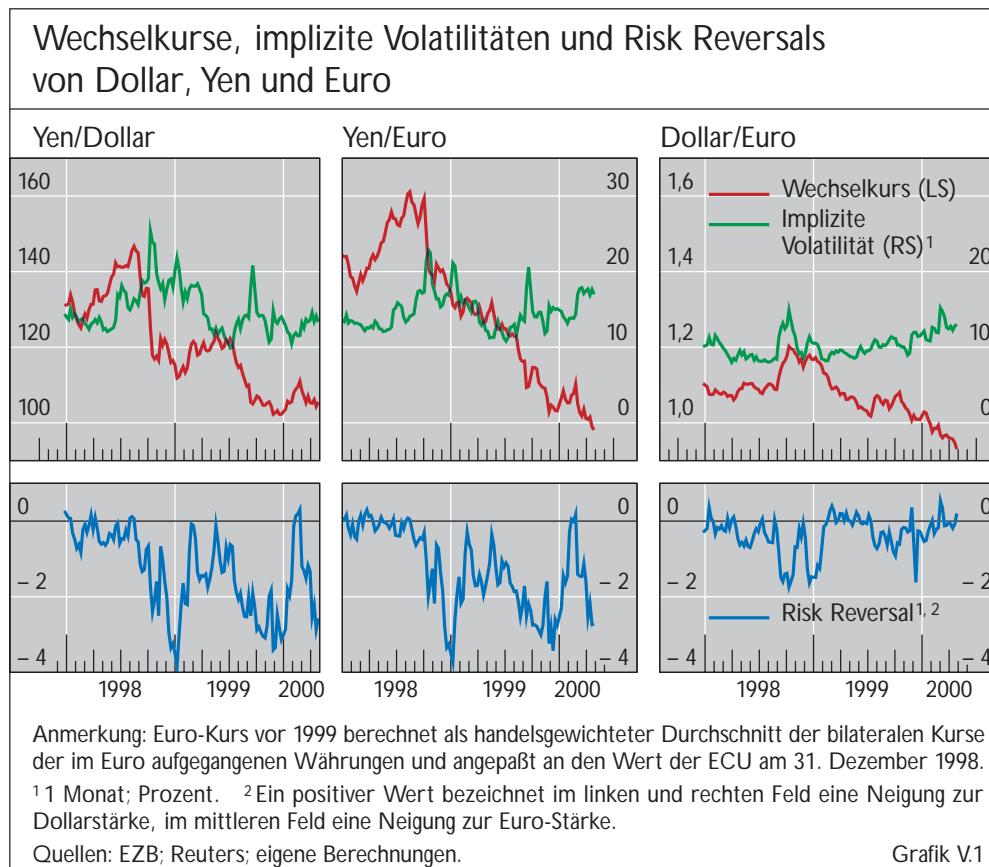
Die Bewegungen der wichtigsten Währungen im Jahr 1999 und Anfang 2000 wurden durch konjunkturelle Faktoren und damit verbundene Erwartungen geldpolitischer Anpassungen in den USA, Japan und im Euro-Raum, aber auch durch technische Faktoren sowie die Portfolio- und Direktinvestitionsströme beeinflusst. Der Wechselkurs des Euro dürfte darüber hinaus auch durch eine negative Stimmung an den Märkten aufgrund als schleppend eingeschätzter struktureller Anpassungen in Kontinentaleuropa geprägt worden sein.

#### *Wesentliche Entwicklungen und langfristige Perspektiven*

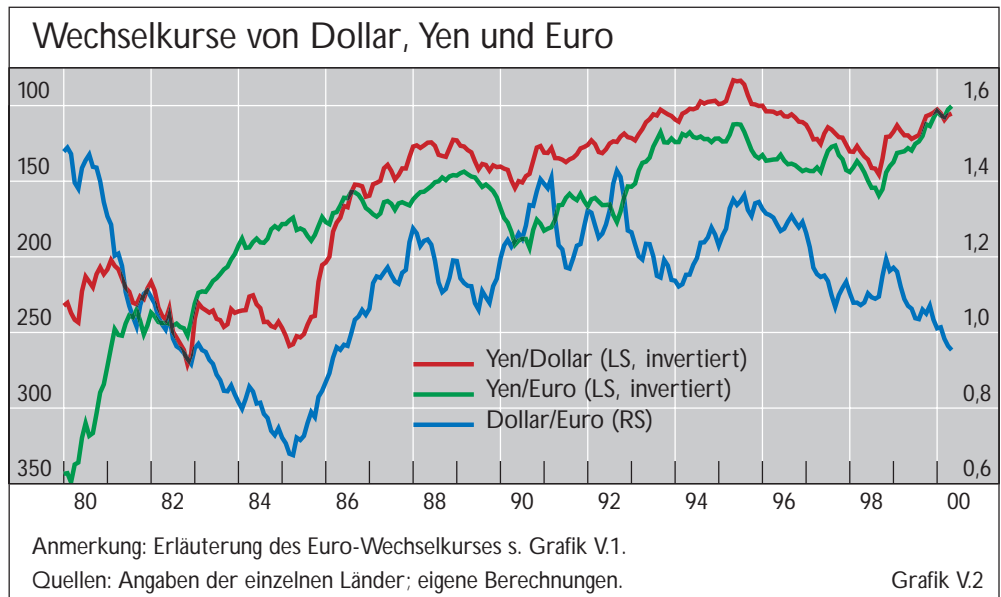
Die wichtigsten Wechselkurse verzeichneten im Berichtszeitraum ausgeprägte Schwankungen (Grafik V.1). In der ersten Jahreshälfte 1999 stieg der Dollar um

rund 14% gegenüber dem Yen (von ¥ 109 auf ¥ 124) wie auch dem Euro (von \$ 1,18 auf \$ 1,03). Im Gegensatz dazu wertete dann im zweiten Halbjahr 1999 der Yen stark auf und erreichte am Ende des Jahres einen Kurs von ¥ 102,30 je Dollar und ¥ 102,70 je Euro. Der Euro gewann zwar zwischen Juni und September gegenüber dem Dollar wieder etwas an Boden, gab aber im letzten Vierteljahr 1999 erneut nach. In den ersten vier Monaten 2000 wurde der Aufwertungstrend des Yen verhaltener, während der Euro deutlich unter den Stand von 1:1 gegenüber dem Dollar sank. Die Schwäche des Euro im gesamten Berichtszeitraum lief früheren allgemeinen Erwartungen, daß er an Wert zulegen werde, zuwider. Darüber hinaus lassen die Risk Reversals darauf schließen, daß die Optionshändler sogar für den größten Teil des Jahres 1999 bereit waren, mehr für Positionen auf einen gegenüber dem Dollar deutlich stärkeren Euro zu zahlen (oder sich dagegen abzusichern) als für Positionen auf einen deutlich schwächeren Euro (Grafik V.1, unten).

Von seinen Tiefständen im Jahr 1998 bis zu seinen Höchstständen Anfang 2000 wertete der Yen gegenüber dem Dollar um annähernd 45% und gegenüber dem Euro um 65% auf. Das Ausmaß dieser Ausschläge bei den wichtigsten Währungen war bemerkenswert, aber nicht beispiellos. Im langfristigen Vergleich war das Niveau, das der Yen Anfang 2000 erreichte, sehr hoch; nur 1995 war er gegenüber dem Dollar noch stärker gewesen. Zieht man einen „synthetischen“ Euro als Maßstab heran, verzeichnete der Yen außerdem gegenüber dem Euro einen Rekordhöchststand (Grafik V.2). Bezogen auf denselben Maßstab erreichte der Euro im März 2000 ein 13-Jahres-Tief gegenüber dem Dollar, bewegte sich



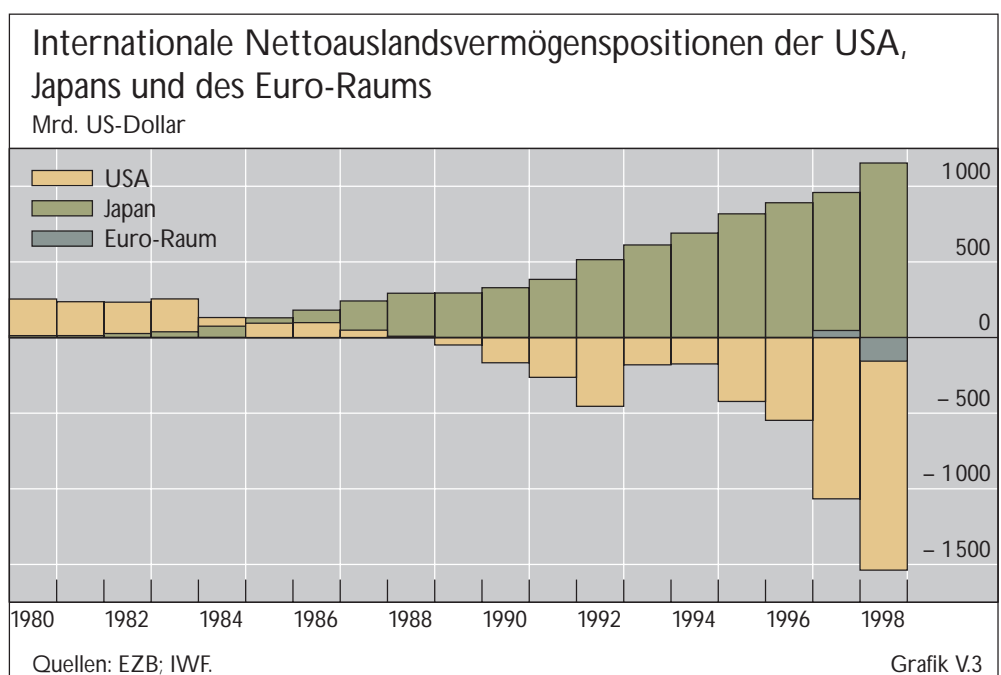




aber immer noch deutlich oberhalb seines historischen Tiefststands von Mitte der achtziger Jahre. Die Zwischenposition des Dollars – eine Abwertung gegenüber dem Yen bei einer Aufwertung gegenüber der wichtigsten europäischen Währung – war zuletzt im Sommer 1997 zu beobachten gewesen, als sich der Yen nach einem Stimmungsumschwung hinsichtlich einer (letztlich fälschlicherweise) erwarteten Erholung der japanischen Volkswirtschaft gegenüber dem Dollar stark und gegenüber der D-Mark sogar noch stärker gefestigt hatte.

Kurzfristige ...

Aus dem Blickwinkel einer Umverteilung der weltweiten Gesamtnachfrage von der kräftig wachsenden US-Wirtschaft auf Volkswirtschaften mit unzureichender Nachfrage war die stetige Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro und – im Laufe der ersten Jahreshälfte 1999 – gegenüber dem Yen für die



Offizielle Devisenreserven					
	1996	1997	1998	1999	Stand Ende 1999
	Mrd. US-Dollar				
	Veränderungen zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	172,3	62,4	58,4	127,5	1 746,0
Industrieländer	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asien <sup>1</sup>	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
Lateinamerika <sup>2</sup>	18,4	16,5	-8,4	-8,0	124,7
Osteuropa <sup>3</sup>	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Übrige Länder	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
	Veränderungen zu konstanten Wechselkursen <sup>4</sup>				
Insgesamt	200,3	121,2	21,0	159,4	1 746,0
Reserven in Dollar	161,7	87,6	40,2	191,1	1 358,9
Reserven in anderer Währung	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1
Anmerkung: Stromgrößen für 1999 ohne Verringerung der Reserven infolge des Wegfalls der Bestände der EWU-Mitgliedsländer an Reserven der im Euro aufgegangenen Währungen.					
<sup>1</sup> China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.					
<sup>2</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Venezuela. <sup>3</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Rußland, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>4</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende.					
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.					Tabelle V.1

Weltwirtschaft wünschenswert. Demgegenüber dürfte die Festigung des Yen seit Juni 1999 die Nachfrage nach japanischen Produkten zu einem Zeitpunkt gebremst haben, als die Wirtschaft noch keine Anzeichen eines selbsttragenden Aufschwungs aufwies.

Längerfristig betrachtet warfen das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit und der Aufbau der Nettoauslandsverschuldung der USA (Grafik V.3) die Frage der Tragfähigkeit der derzeitigen Wechselkursniveaus auf. Die Beurteilung der längerfristigen Angemessenheit eines Wechselkursniveaus ist mangels präziser Schätzungen langfristiger Gleichgewichtswechselkurse stets schwierig. Gemessen anhand der realen effektiven Wechselkurse lag der Dollar 1999 um 11 % und der Yen um 4 % über dem jeweiligen Durchschnittswert im letzten Jahrzehnt, während der Euro um rund 4 % unter seinem Durchschnitt in den neunziger Jahren zu liegen schien.

Schätzungen des fundamentalen Gleichgewichtswechselkurses, die das reale Wechselkursniveau abzubilden versuchen, das langfristig mit einer stabilen Relation der Auslandsverschuldung zur Produktion im Einklang steht, können beträchtlich variieren und erlauben deshalb nur unverbindliche Aussagen. Diesen Schätzungen zufolge lag der Yen/Dollar-Wechselkurs im April 2000 nahe seinem langfristigen Gleichgewichtsniveau, während der Dollar gegenüber dem Euro erheblich überbewertet erschien. Der letztgenannte Befund muß allerdings um die Tatsache ergänzt werden, daß die Nettoeinkommen aus der US-Auslandsvermögensposition erst in den letzten Jahren negativ wurden und in Relation zum BIP noch immer sehr gering sind, denn die US-Auslandsanlagen weisen traditionell höhere Renditen auf als die ausländischen Anlagen in den USA.

... und langfristige Perspektiven

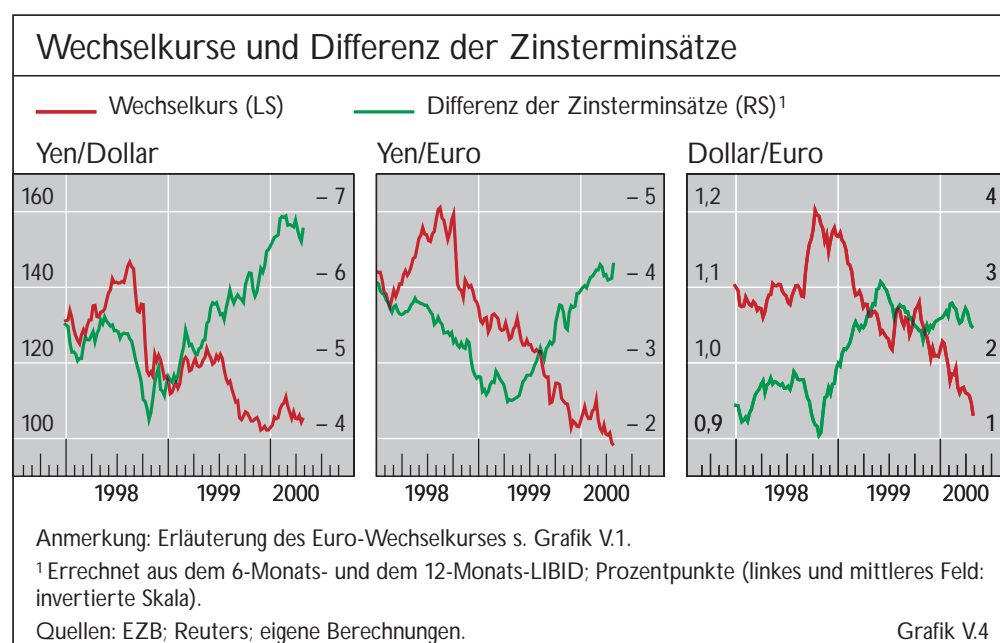
Die Anleger des privaten wie des öffentlichen Sektors waren offensichtlich weiterhin mehr als bereit, das Leistungsbilanzdefizit der USA, das im Jahr 1999 auf \$ 339 Mrd. wuchs, zu finanzieren. Die in Dollar gehaltenen Devisenreserven stiegen steil an, insbesondere in Asien (Tabelle V.1). Die privaten Anlageströme in die USA nahmen gleichfalls kräftig zu (s. Kapitel II), wobei die Direktinvestitionen rund 40% des US-Leistungsbilanzdefizits entsprachen, was die Abhängigkeit des Landes von Portfoliokapitalzuflüssen insgesamt verringerte. Allerdings weckte der starke Anstieg der internationalen Kapitalzuflüsse auf die US-Aktienmärkte Besorgnis über die Auswirkungen möglicher Anspannungen an diesen Märkten auf die zukünftige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits (s. weiter unten).

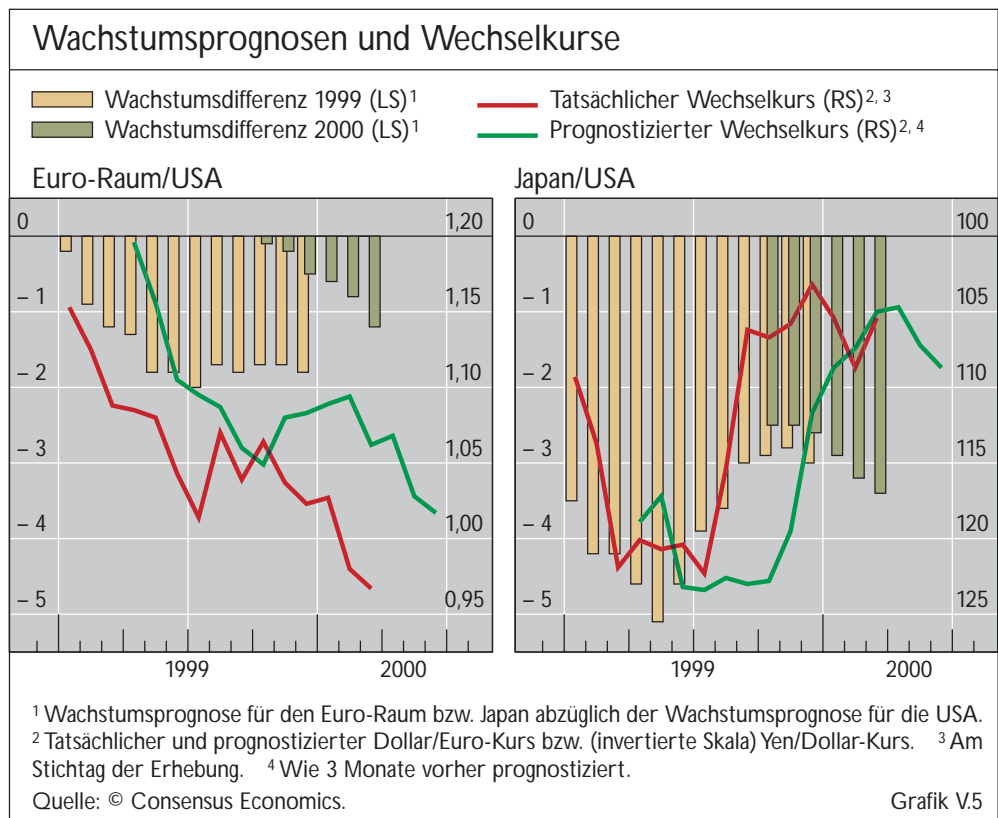
#### Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Die Stärke des Dollars gegenüber dem Euro und seine Aufwertung gegenüber dem Yen während des ersten Halbjahrs 1999 standen im Einklang mit der kräftigen Wirtschaftsentwicklung in den USA, verglichen mit dem schwächeren Wachstum in den anderen Wirtschaftsräumen. Darüber hinaus bildeten die anhaltend positiven Überraschungen bezüglich des US-Wachstums im Jahr 1999 einen Gegensatz zu den eher gemischten Signalen im Euro-Raum und in Japan und trugen dazu bei, daß sich der Vorsprung bei den kurzfristigen Zinsen noch stärker zugunsten des Dollars ausweitete (Grafik V.4).

Der steile Anstieg des Yen nach Juni 1999 kann zum Teil darauf zurückgeführt werden, daß die erwarteten Wachstumsunterschiede zwischen den USA und Japan geringer wurden (Grafik V.5). Im Gegensatz dazu schwächte sich der Euro gegen Ende 1999 weiter ab, obgleich sich die Erwartungen bezüglich des Wachstumsabstands zwischen dem Euro-Raum und den USA nicht veränderten. Auch reagierte der Euro insbesondere im zweiten Halbjahr offensichtlich nicht systematisch auf positive neue Informationen über gesamtwirtschaftliche Entwicklungen. Zum Teil dürfte dies damit zusammenhängen, daß sich Devisenhändler wie Portfoliomanager unverändert und in zu starkem Maße an der

Veränderte  
Konjunktur-  
einschätzungen





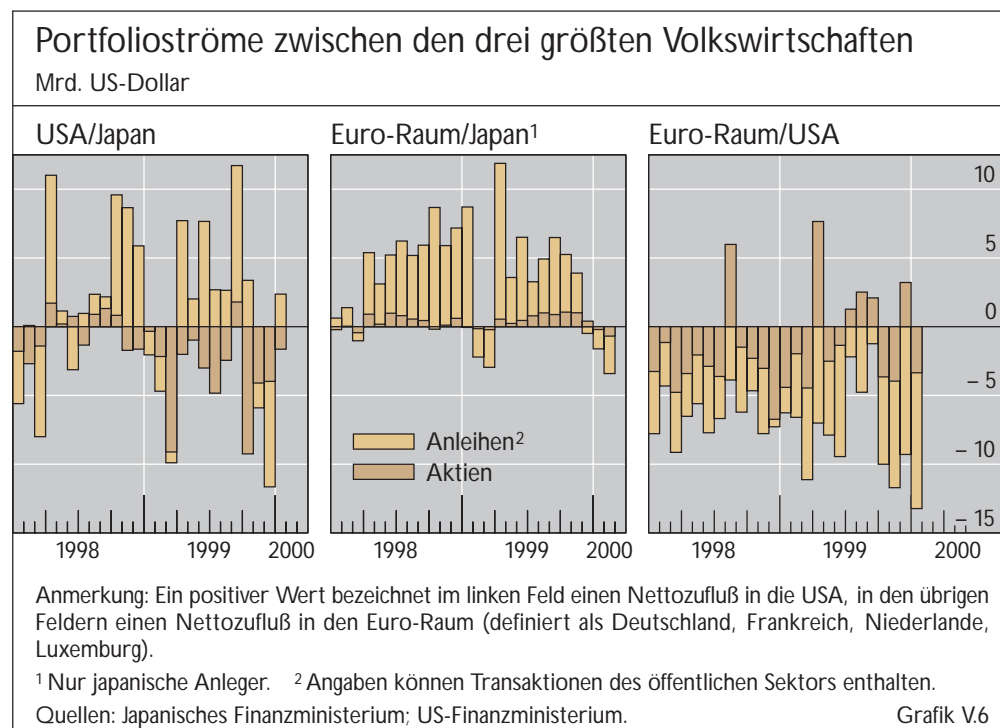
Entwicklung der deutschen Wirtschaft orientierten, auf die sie sich früher vor allem konzentriert hatten. So gab der Euro z.B. am 28. Januar 2000 um mehrere Cents nach und durchbrach die Parität zum Dollar, obgleich am selben Tag in verschiedenen anderen Ländern des Euro-Raums günstige gesamtwirtschaftliche Daten veröffentlicht wurden. Zwischen Januar und März 2000 schwächte sich der Euro weiter ab, obwohl der Abstand der Zinsterminsätze zwischen dem Euro-Gebiet und den USA enger geworden war.

Technische Faktoren dürften ebenfalls zur Erklärung der Wechselkursdynamik der drei wichtigsten Währungen im Beobachtungszeitraum beitragen. Die Glättstellung von Yen-Carry-Trades, möglicherweise durch Hedge Funds, als der Yen nach Juni 1999 nach oben tendierte, dürfte die Aufwertung der japanischen Währung zeitweise noch verstärkt haben. Stop-loss-Orders zu Marken mit Symbolcharakter, wie der Euro/Dollar-Parität oder einem impliziten DM/Dollar-Wechselkurs von DM 2,00, scheinen die Abwertung des Euro beschleunigt zu haben. Anfang 2000 dürfte zuweilen die Dynamik der Händlererwartungen eine Rolle gespielt haben. Die Risk Reversals für den Dollar/Euro-Kurs sind ein Anhaltspunkt dafür, wie die Optionshändler mit Blick auf den Terminkurs einen deutlich stärkeren oder einen deutlich schwächeren Euro gegenüber dem Dollar gewichten. Diese Risk Reversals liefern Hinweise darauf, daß in Zeiten eines starken Wertverlusts des Euro die Befürchtung bestand, daß sich diese Entwicklung fortsetzen würde (Grafik V.1). Der Yen dürfte auch durch die Repatriierung von Mitteln durch japanische Finanzinstitute zum Ende des Fiskaljahres im März 2000 gestützt worden sein. Am 28. Februar 2000 wurde ein plötzlicher Sprung im Wert des Yen gegenüber dem Euro durch das begrenzte

Auswirkungen technischer Faktoren auf kurzfristige Dynamik

Volumen und die beschränkte Liquidität des Euro/Yen-Marktes vergrößert, und der Wechselkurs veränderte sich innerhalb weniger Stunden vorübergehend um rund ¥ 3.

Derartige technische Faktoren können zwar bedeutende Auswirkungen auf die kurzfristige Wechselkursdynamik haben, doch währt ihr Einfluß in der Regel nicht lange. Daher ist es wahrscheinlich, daß für die mittelfristigen Schwankungen der wichtigsten Wechselkurse andere Bestimmungsfaktoren maßgeblich waren, die nur teilweise im Zusammenhang mit konjunkturellen Überlegungen standen, wie die Dynamik der internationalen Anlageströme. Die umfangreichen Nettokäufe japanischer Aktien durch US-Anleger im Jahr 1999, die die Nettokäufe von US-Anleihen durch japanische Anleger überstiegen, dürften zur Abwertung des Dollars gegenüber dem Yen beigetragen haben (Grafik V.6). Ebenso steht die Stärke des Dollars gegenüber dem Euro im Einklang mit beträchtlichen Portfolioinvestitionsströmen aus dem Euro-Raum in die USA im Jahr 1999 und Anfang 2000. Diese waren das Ergebnis von Nettokäufen von US-Anleihen und -Aktien durch Anleger aus dem Euro-Gebiet einerseits und Nettoverkäufen von in Euro denominierten Finanzaktiva durch US-Anleger andererseits. Der Einfluß der Portfolioinvestitionsströme auf den Euro wurde durch die sogar noch größeren Ströme ausländischer Direktinvestitionen verstärkt; Zuflüssen von Direktinvestitionen in die USA in Höhe von \$ 130 Mrd. standen 1999 Abflüsse aus dem Euro-Raum von € 147 Mrd. gegenüber (s. auch Kapitel II). Doch obwohl die Richtung der Nettoströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen, an denen Unternehmen in den USA und Europa beteiligt waren, mit der Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar im Einklang stand, schienen Ankündigungen solcher Geschäfte oder Berichte über Kassatransaktionen keinen systematischen Effekt auf den Wechselkurs zu haben.



Insgesamt dürften die internationalen Kapitalbewegungen nicht nur durch konjunkturelle Überlegungen beeinflusst worden sein, sondern – insbesondere im Falle der Direktinvestitionen – auch durch die Einschätzung, daß sich strukturelle Veränderungen in manchen Währungsräumen schneller vollzogen als in anderen. Die Richtung der Nettoströme von Portfolioinvestitionen aus Kontinentaleuropa nach Japan entspricht der optimistischen Sichtweise der Marktteilnehmer bezüglich der Fortschritte bei der Umstrukturierung des Unternehmensbereichs in Japan. Dagegen wurde das Vorankommen struktureller Reformen im Euro-Raum skeptischer beurteilt. Abflüsse von Portfolioinvestitionen aus dem Euro-Gebiet könnten zum Teil auch auf die Enttäuschung von US-Anlegern über Verluste aus in Euro denominierten Finanzaktiva im Jahr 1999 sowie die überraschenden Gewinne aus japanischen Vermögenstiteln zurückzuführen sein. Allerdings kauften japanische Anleger seit Anfang 1999, mit Ausnahme der Monate vor dem Ende des Fiskaljahres, Finanzaktiva in Euro.

Im Falle des Euro wurden die Auswirkungen der internationalen Anlageströme durch das Verhalten im Bereich des Passivmanagements verstärkt. Sowohl im privaten wie im öffentlichen Sektor war 1999 ein starker Anstieg der Euro-Emissionen gegenüber den Emissionen in im Euro aufgegangenen Währungen zu beobachten (s. Grafik VII.4, S. 145). Zwar sind Rückschlüsse bezüglich des Einflusses dieser Begebungen auf die Wechselkursentwicklung kaum möglich, da keine Informationen über den Abschluß von Absicherungsgeschäften im Rahmen des Passivmanagements vorliegen, doch dürfte die ungleichgewichtige Reaktion von Schuldner und Gläubigern auf die Einführung des Euro ein weiterer belastender Faktor für die neue Währung gewesen sein.

#### *Aktienmärkte und Wechselkurse*

Neben der Bedeutung der Portfoliokapitalströme für die jüngsten Wechselkursbewegungen fällt die gleichzeitige Verlagerung der internationalen Anlagen von den Anleihe- zu den Aktienmärkten auf (Tabelle V.2). Vor dem Hintergrund von Befürchtungen, daß ein Einbruch am US-Aktienmarkt in Verbindung mit einem sich abschwächenden Dollar möglicherweise deflationären Einfluß auf die übrige Welt haben könnte, wirft dies die grundsätzliche Frage nach der Beziehung zwischen Aktienmärkten und Wechselkursen auf.

Inwieweit Aktienmärkte und Wechselkurse durch eine gleichgerichtete Bewegung gekennzeichnet sind, ist je nach Land sehr unterschiedlich. Für die letzten 25 Jahre ist die Korrelation der monatlichen Renditen von Aktienmarktindizes und der Wertveränderungen der inländischen Währung, gemessen anhand des nominalen effektiven Wechselkurses, in Australien, Kanada, Japan, Italien und dem Vereinigten Königreich positiv, in den USA, Deutschland und einigen anderen kontinentaleuropäischen Ländern jedoch negativ (Tabelle V.3). Während dieses Zeitraums erklären die Aktienmarktrenditen die monatlichen Wechselkursveränderungen in den betrachteten Ländern im allgemeinen zu 5–20%.

Auch im Zeitverlauf variieren Vorzeichen und Stärke der statistischen Beziehung zwischen Aktienmarktrenditen und Wechselkursveränderungen beträchtlich (Grafik V.7). Mitte der neunziger Jahre bewegten sich die Tagesrenditen am US-Aktienmarkt recht parallel zu den Kursveränderungen des Dollars gegenüber Yen und D-Mark. Im Jahr 1999 verstärkte sich die Parallelität

Parallelität der Bewegungen ...

... unterschiedlich je nach Land ...

... und im Zeitverlauf

Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen <sup>1</sup>								
	1975–79	1980–89	1990–94	1995	1996	1997	1998	1999 ts
	in Prozent des BIP							
USA								
Anleihen	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Aktien	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Japan								
Anleihen	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Aktien	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Deutschland								
Anleihen	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Aktien	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

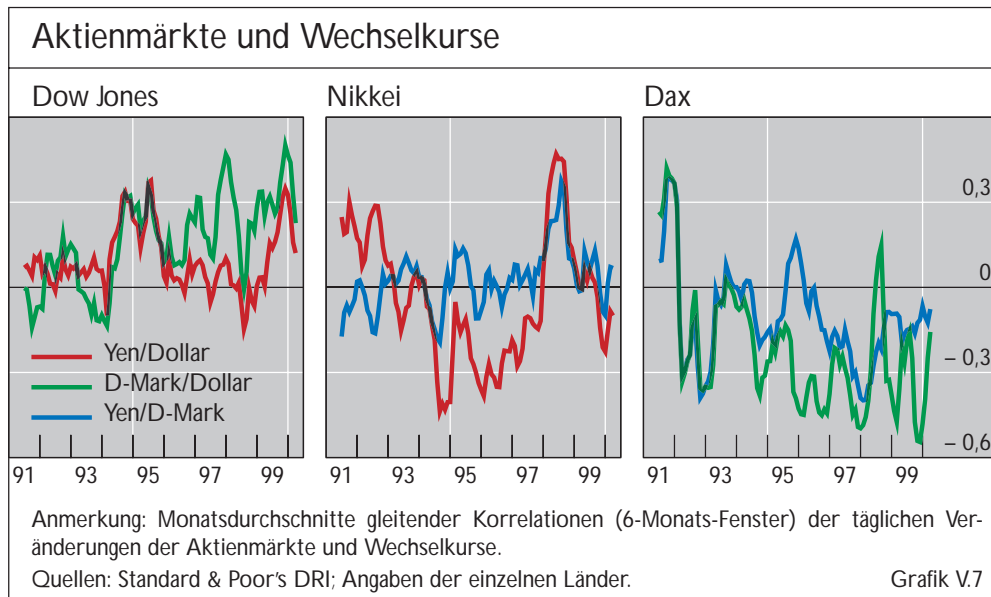
<sup>1</sup> Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.2

der Bewegungen der US-Aktienmärkte und des Dollars erneut, als die täglichen Veränderungen der Aktienkurse in den USA beinahe zur Hälfte mit Veränderungen des Yen/Dollar- oder des DM/Dollar-Kurses im Einklang standen. Allerdings schwächte sich diese Korrelation Anfang 2000 erheblich ab, als Phasen sinkender US-Aktienkurse nicht von einer Dollarabwertung begleitet wurden. Bemerkenswert ist, daß der in Grafik V.7 für den Dow-Jones-Index dargestellte Zusammenhang auch für den breiter gefaßten S&P-Index und den Nasdaq-Index, bei dem ein größeres Gewicht auf Aktien des Hochtechnologiebereichs liegt, beobachtet werden kann.

Die Korrelationen zwischen den täglichen Veränderungen des japanischen Aktienmarktes und des Yen sowie des deutschen Aktienmarktes und der D-Mark (bzw. des Euro) stellen sich anders dar. Die Renditen des Nikkei und des Yen gegenüber dem Dollar entwickelten sich in den Jahren 1996 und 1997 parallel, als ein Abwärtstrend am japanischen Aktienmarkt von einer Abschwächung des Yen begleitet wurde. Anders als bei Dow Jones und Dollar waren allerdings die täglichen Veränderungen des Nikkei und des Yen 1999 nicht eng korreliert. Das Bild für den deutschen Aktienmarkt und die D-Mark ist noch weniger eindeutig, da Aufwärtsentwicklungen des Dax während der letzten fünf Jahre zwar häufig positiv mit Änderungen der D-Mark gegenüber dem Dollar korreliert waren, nicht jedoch mit der Entwicklung gegenüber dem Yen. Darüber hinaus stand die Abwertung des Euro 1999 im Gegensatz zum Aufwärtstrend des Dax (und anderer Aktienmarktindizes im Euro-Raum).

Aktienmärkte und Wechselkurse in ausgewählten Industrieländern <sup>1</sup>									
AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik II.2, S. 15. \* bzw. \*\* bedeutet statistisch signifikant auf dem 95%- bzw. 99%-Niveau.  
<sup>1</sup> Korrelationskoeffizienten über den Zeitraum 1975–2000 der monatlichen Renditen von Aktienmarktindizes und nominalen effektiven Wechselkursen definiert als Differenzen der Logarithmen.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; BIZ; eigene Berechnungen. Tabelle V.3



Alles in allem deuten diese Ergebnisse darauf hin, daß die Beziehung zwischen Wechselkursbewegungen und Aktienmarktrenditen schwach ausgeprägt ist. Die Veränderungen der wichtigsten bilateralen Wechselkurse scheinen durch die (absolute oder relative) Entwicklung der Aktienmärkte in den USA, Japan und Deutschland nicht nennenswert beeinflußt zu werden. Außerdem läßt das Muster dieser Korrelationen im Zeitverlauf nicht den Schluß zu, daß sie grundlegend von gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten wie der konjunkturellen Situation oder der relativen Haltung der Geldpolitik bestimmt wurden.

Insgesamt schwache Beziehung

## Entwicklung an anderen Devisenmärkten

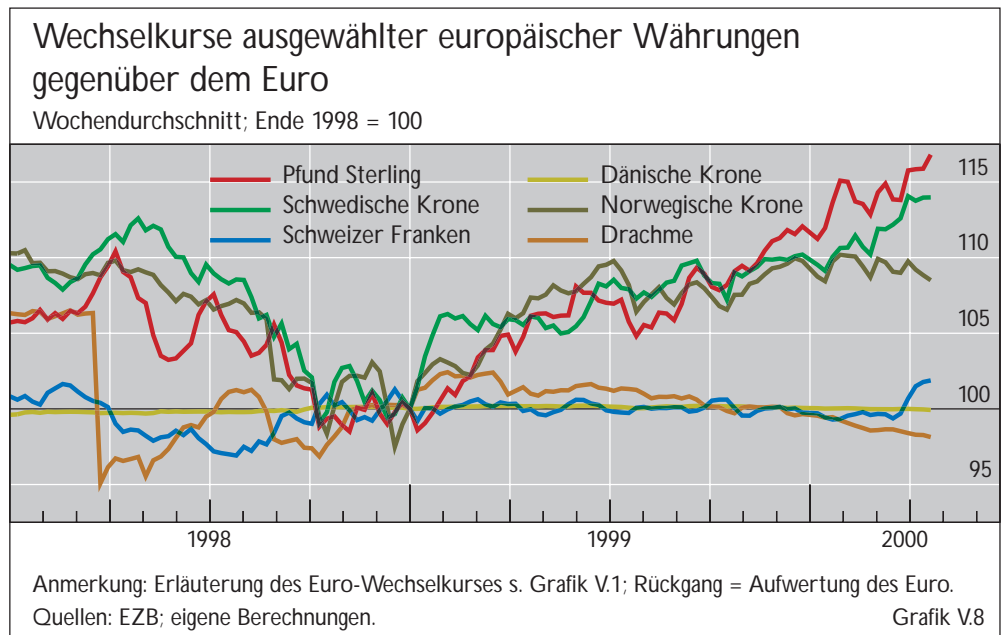
Die Bewegungen der wichtigsten europäischen Währungen außerhalb des Euro-Raums wurden in einem beträchtlichen Ausmaß durch konjunkturelle Faktoren gesteuert. Die Währungen anderer Industrieländer reagierten zudem auf sich wandelnde Trends bei den Rohstoffpreisen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften blieben die Währungen weitgehend stabil; hierin spiegelten sich verbesserte Bedingungen im Inland, höhere Rohstoffpreise und die reichliche weltweite Liquidität wider. Die Aktienbörsen in diesen Ländern entwickelten sich recht ähnlich wie die US-Aktienmärkte und wie der Dollarkurs der jeweiligen Landeswährung.

### *Währungen in Europa*

Vor dem Hintergrund einer nahezu voll ausgelasteten Wirtschaft und – im Vergleich zu anderen Industrieländern – hoher kurzfristiger Zinsen verzeichnete das Pfund Sterling eine fortgesetzte Phase anhaltender Stärke. Zwischen Januar 1999 und März 2000 wertete es gegenüber dem Euro um rund 15% auf (Grafik V.8), während es gegenüber dem Dollar recht stabil blieb, und näherte sich in realer effektiver Betrachtung wieder dem Rekordniveau von 1980. Im Hinblick sowohl auf die allgemeinen Ausschläge als auch auf die täglichen Veränderungen nimmt das Pfund weiterhin eine mittlere Position zwischen Dollar und Euro ein, wie

Pfund durch Konjunktur-entwicklung gestützt ...





sie in der Vergangenheit auch zur D-Mark bestanden hatte, als die britische Währung die täglichen Bewegungen des Dollars gegenüber der D-Mark tendenziell etwa zur Hälfte mitvollzog.

... ebenso  
schwedische Krone

Ähnlich wie das Pfund Sterling wertete im Berichtszeitraum auch die schwedische Krone angesichts positiver Wachstumsunterschiede zwischen Schweden und dem Euro-Raum stetig gegenüber dem Euro auf (s. Kapitel II). Die Parallelbewegung der Krone zum Euro stellt sich insgesamt ähnlich dar wie ihre frühere Beziehung zur D-Mark. Im Durchschnitt wertete die Krone im Jahr 1999 in der Regel jeweils um rund 0,7% gegenüber dem Dollar ab, wenn der Euro gegenüber dem Dollar um 1% an Wert verlor.

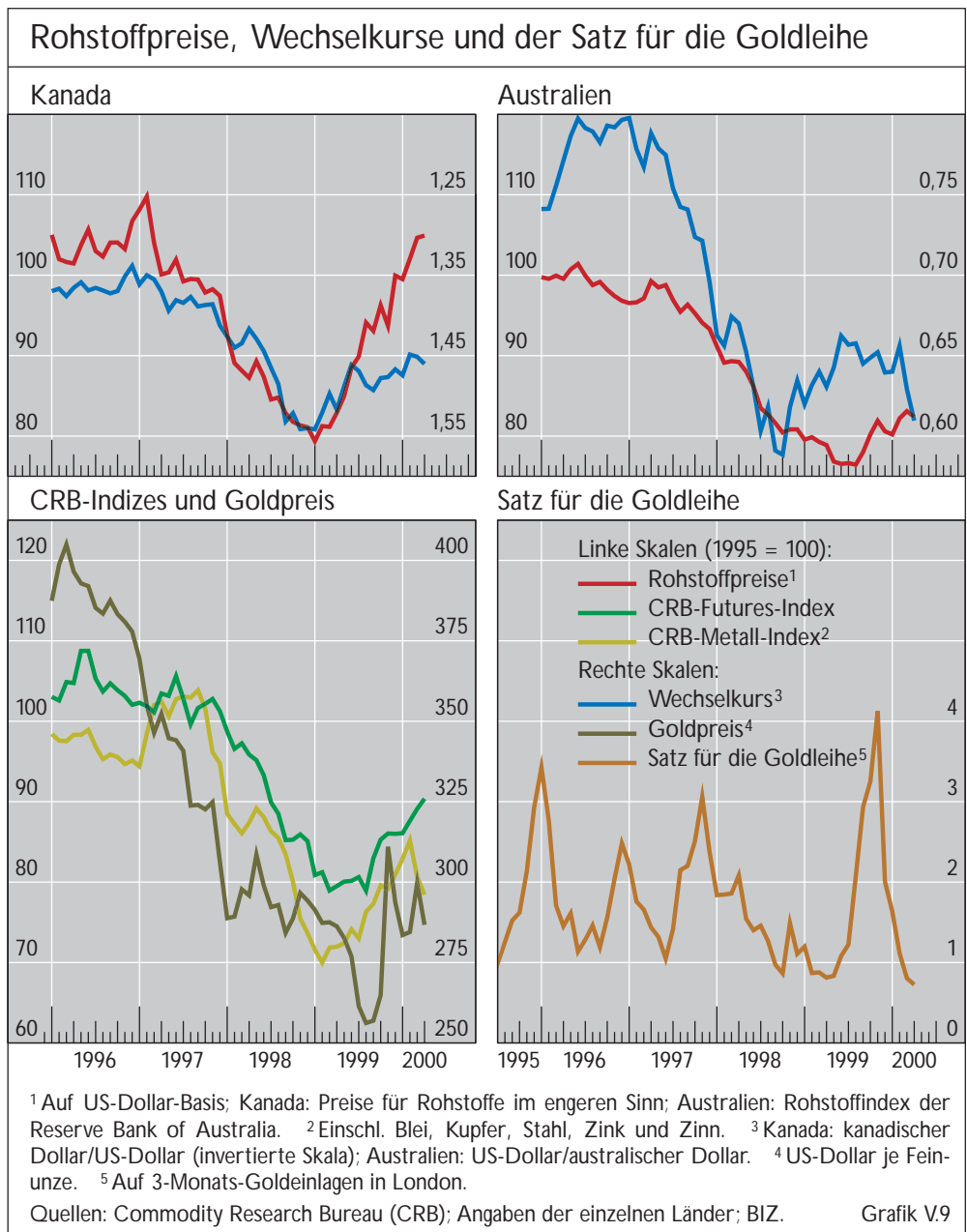
Veränderte  
Beziehung  
zwischen  
Schweizer Franken  
und Euro

Der Schweizer Franken bewegte sich im Jahr 1999 überwiegend innerhalb einer engen Marge von 1,59–1,61 gegenüber dem Euro und vollzog im Durchschnitt die täglichen Veränderungen des Euro gegenüber dem Dollar mit. Die stärker gleichgerichtete Entwicklung von Schweizer Franken und Euro war mit weitgehend parallelen geldpolitischen Schritten während des Jahres verknüpft. In der Vergangenheit dagegen hatte der Schweizer Franken tendenziell gegenüber der deutschen Währung abgewertet, wenn sich diese gegenüber dem Dollar abschwächte, und umgekehrt. In der deutlichen Verlagerung der Handelsvolumina von der D-Mark – als umsatzstärkster der im Euro aufgegangenen Währungen – zum Dollar kam die Einschätzung der Devisenhändler zum Ausdruck, daß sich durch eine engere Beziehung zwischen Schweizer Franken und Euro die Gewinnmöglichkeiten an diesem Markt verringert hatten. Ende März 2000 zogen die Entscheidungsträger in der Schweiz die geldpolitischen Zügel jedoch deutlich stärker an als die EZB, und in den darauffolgenden Wochen gewann der Schweizer Franken gegenüber dem Euro 2,5% an Wert.

Unterschiedliche  
Entwicklung beim  
australischen und  
kanadischen Dollar

#### *Währungen anderer Industrieländer*

Als wichtiger Bestimmungsfaktor für den kanadischen Dollar und – in noch stärkerem Maße – den australischen Dollar gelten traditionell die Rohstoffpreise.



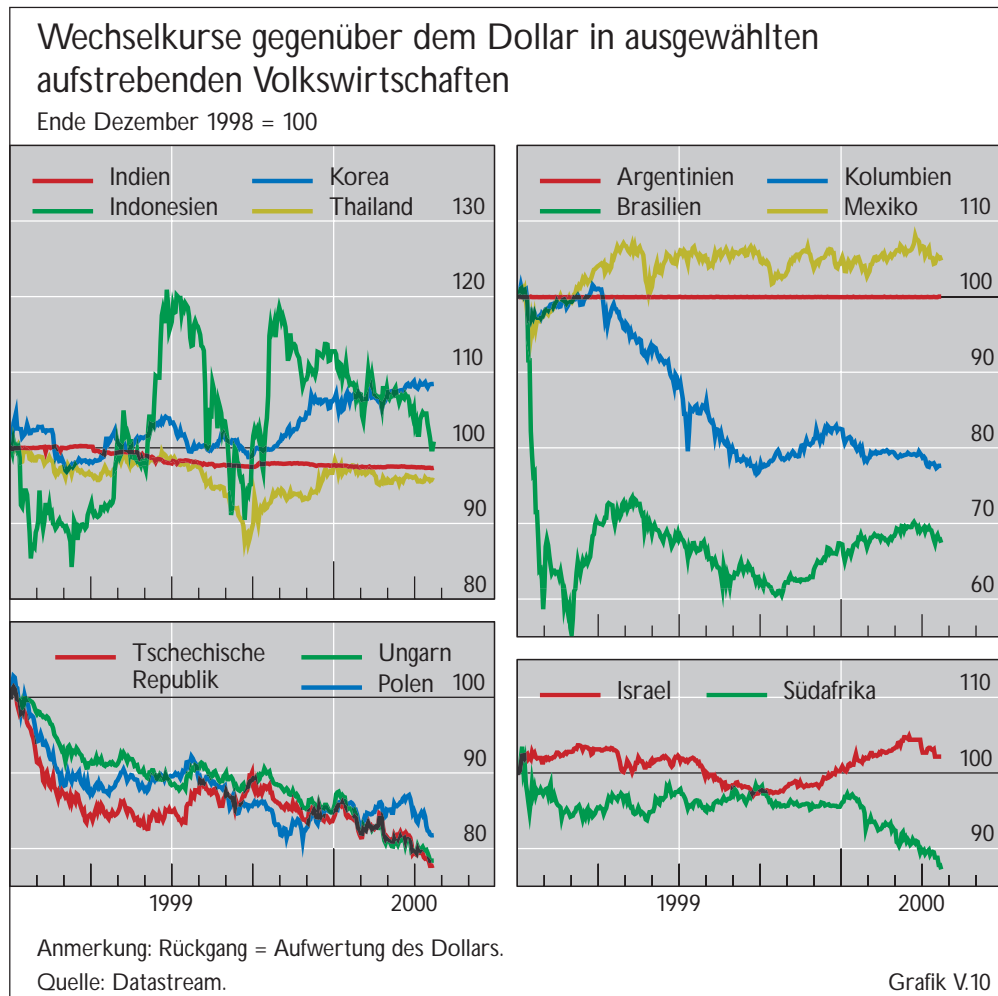
Allgemein wird angenommen, daß die Devisenhändler außerhalb der beiden Länder die Währungen in Verbindung mit dem Index des Commodity Research Bureau (CRB) sehen, der seit Mitte 1999 um 10% gestiegen ist. Dieser Zusammenhang scheint im vergangenen Jahr schwächer geworden zu sein. Als die Rohstoffpreise im letzten Sommer anzogen, nachdem sie über mehrere Jahre hinweg gesunken waren, festigte sich der kanadische Dollar, während der australische Dollar gegenüber dem US-Dollar abwertete (Grafik V.9). Zum Teil dürfte dieser Unterschied darauf zurückzuführen sein, daß die Händler die unterschiedliche Rohstoffstruktur der Exporte Kanadas und Australiens zu berücksichtigen begannen, da der für Kanada relevante Rohstoffindex zu einem früheren Zeitpunkt und deutlich stärker anstieg als der entsprechende Index für Australien. Auch dürfte sich darin die Erwartung eines schwächeren Wachstums in Australien widerspiegeln, während es in Kanada Anzeichen für eine anhaltend robuste Expansion gab.

Marktbeobachter führten die Schwäche der australischen Devisen- und Aktienmärkte in den ersten Monaten des Jahres 2000 darauf zurück, daß ausländische Anleger ihre Aufmerksamkeit auf das geringe Gewicht von Hochtechnologiewerten am australischen Aktienmarkt richteten. Damit würde Australien im Gegensatz zu Kanada eher als „Old Economy“ und nicht als „New Economy“ eingestuft. Allerdings ist es viel zu früh, um die Effekte des Hochtechnologiebereichs auf die Devisenmärkte zu beurteilen. Darüber hinaus spielt für die australische Wirtschaft zwar die Produktion im Hochtechnologiebereich keine große Rolle, jedoch deutet das kräftige Produktivitätswachstum darauf hin, daß Australien in hohem Maße Anwender neuer Technologien ist.

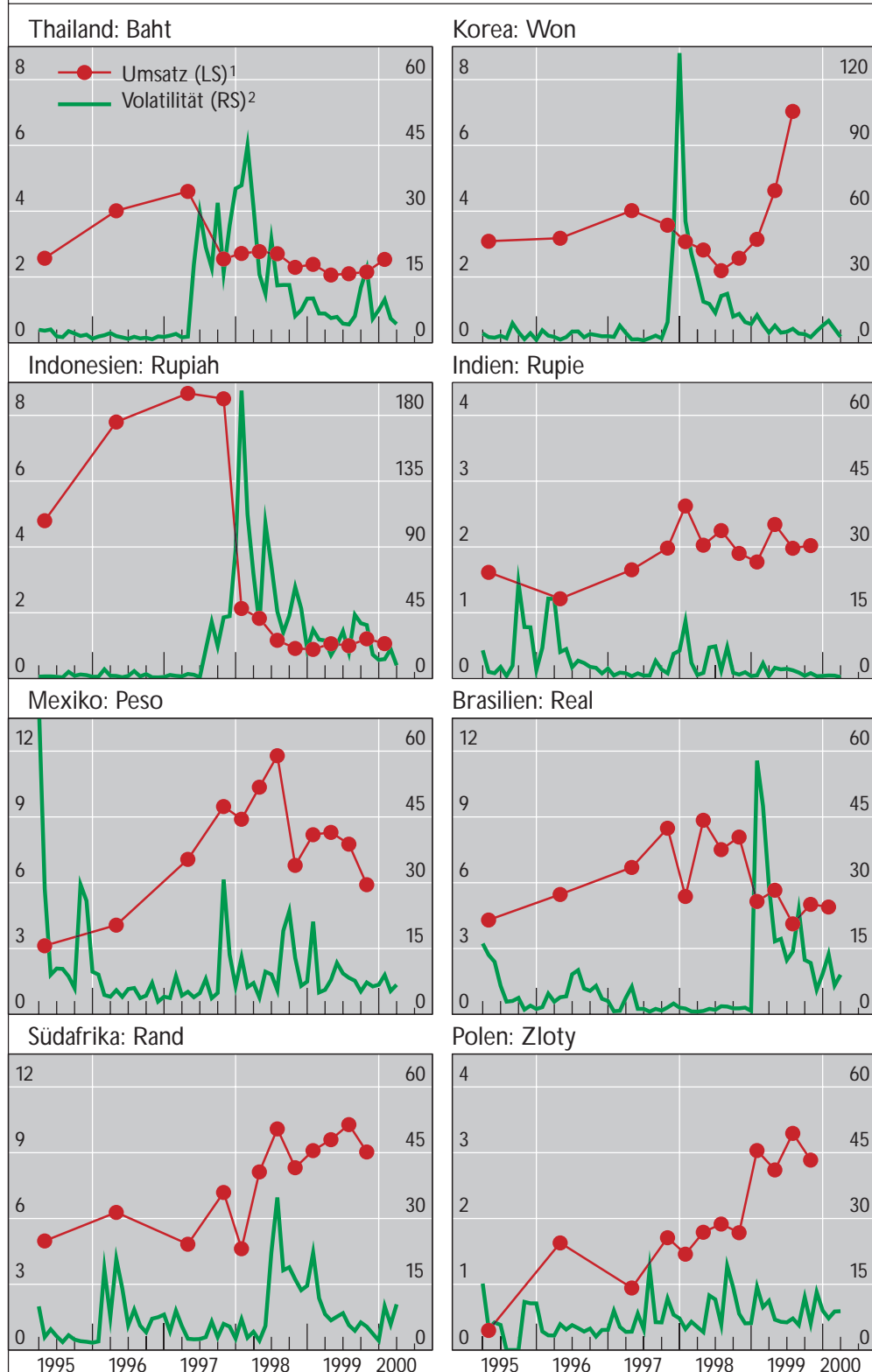
*Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften*

Weitgehend ruhige Märkte

Anders als in den vergangenen Jahren verhielten sich die Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der Beobachtungsperiode recht ruhig. Die meisten asiatischen Währungen zeigten sich 1999 und in den ersten Monaten 2000 weitgehend stabil oder gewannen an Stärke (Grafik V.10). In der zweiten Jahreshälfte 1999 wertete der Won um rund 7% gegenüber dem Dollar auf, während Baht und Rupiah zunächst abwerteten, anschließend aber das verlorene Terrain wieder gutmachten. Auf den lateinamerikanischen Märkten lastete in den Monaten nach dem spekulativen Angriff auf den Real und der anschließenden



## Umsatz und Volatilität in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften



<sup>1</sup> Geschätzter inländischer Umsatz in Landeswährung gemäß Meldung der betreffenden Zentralbank; ohne Doppelzahlungen; pro Handelstag des gezeigten Monats (Mrd. US-Dollar). Mexiko, Brasilien und Südafrika: einschl. andere Währungen; Indonesien und Polen: auf Bruttobasis; Thailand: 2. Halbjahr 1995 sowie 1996 Jahresdurchschnitte; Indonesien: 1995 und 1996 Jahresdurchschnitte. <sup>2</sup> Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar je Monat auf das Jahr hochgerechnet.

Quellen: Zentralbanken; Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik V.11

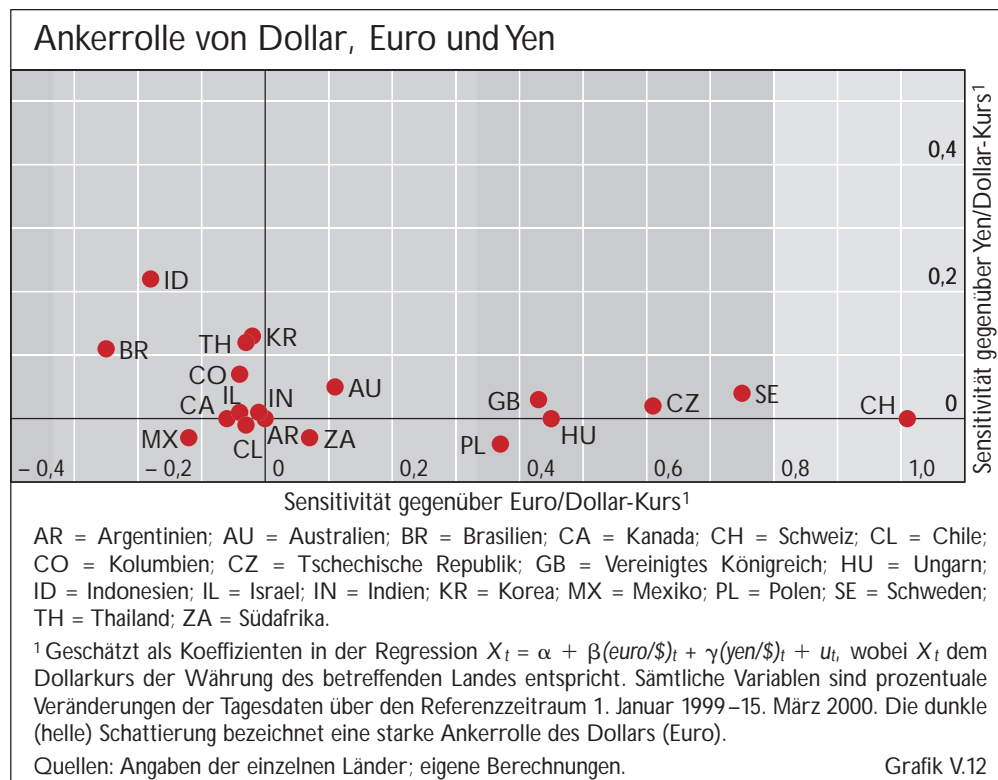
Freigabe seines Wechselkurses einiger Druck. Dies galt besonders für Kolumbien, wo der Peso zwischen April und Juli 1999 deutlich abwertete, und für Ecuador, das Anfang 2000 offiziell die Dollarisierung einführte. Die Devisenmärkte in der Region wurden jedoch von großen Turbulenzen verschont. Die Währungen Osteuropas blieben gegenüber dem Euro allgemein stabil und schwächten sich gegenüber dem Dollar um etwa 20% ab. Von den sonstigen Währungen sah sich der Rand Anfang 1999 und nochmals im Januar 2000, als die Geldpolitik gelockert wurde, einem gewissen Abwertungsdruck ausgesetzt.

Die Volatilität der Wechselkursentwicklung an den asiatischen und einigen lateinamerikanischen Märkten war im allgemeinen weiter rückläufig, aber in manchen Ländern lag sie höher als vor der Asien-Krise der Jahre 1997 und 1998 (Grafik V.11). Der Umsatz an den Devisenmärkten dieser Länder war stabil oder erhöhte sich, blieb allerdings in vielen Fällen weit unter dem Wert von Mitte der neunziger Jahre. Der koreanische Devisenmarkt war eine bemerkenswerte Ausnahme: Der Handel belebte sich 1999 stark, was mit einem Boom an den Aktienmärkten des Landes im Zusammenhang stand; diese verzeichneten 1999 ausländische Zuflüsse in Höhe von \$ 5,2 Mrd. und einen weiteren Zufluß von mehr als \$ 6 Mrd. in der Zeit von Januar bis Mitte März 2000.

Dieses allgemein günstigere Bild spiegelte in großem Umfang inländische Faktoren wie die Erholung des Wirtschaftswachstums wider. In einigen asiatischen Ländern übten erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse zusammen mit Kapitalzuflüssen Aufwärtsdruck auf die Währung aus, und in manchen Fällen intervenierten die Währungsbehörden auf dem Devisenmarkt, um die Aufwertung einzudämmen.

Rolle des Dollars ...

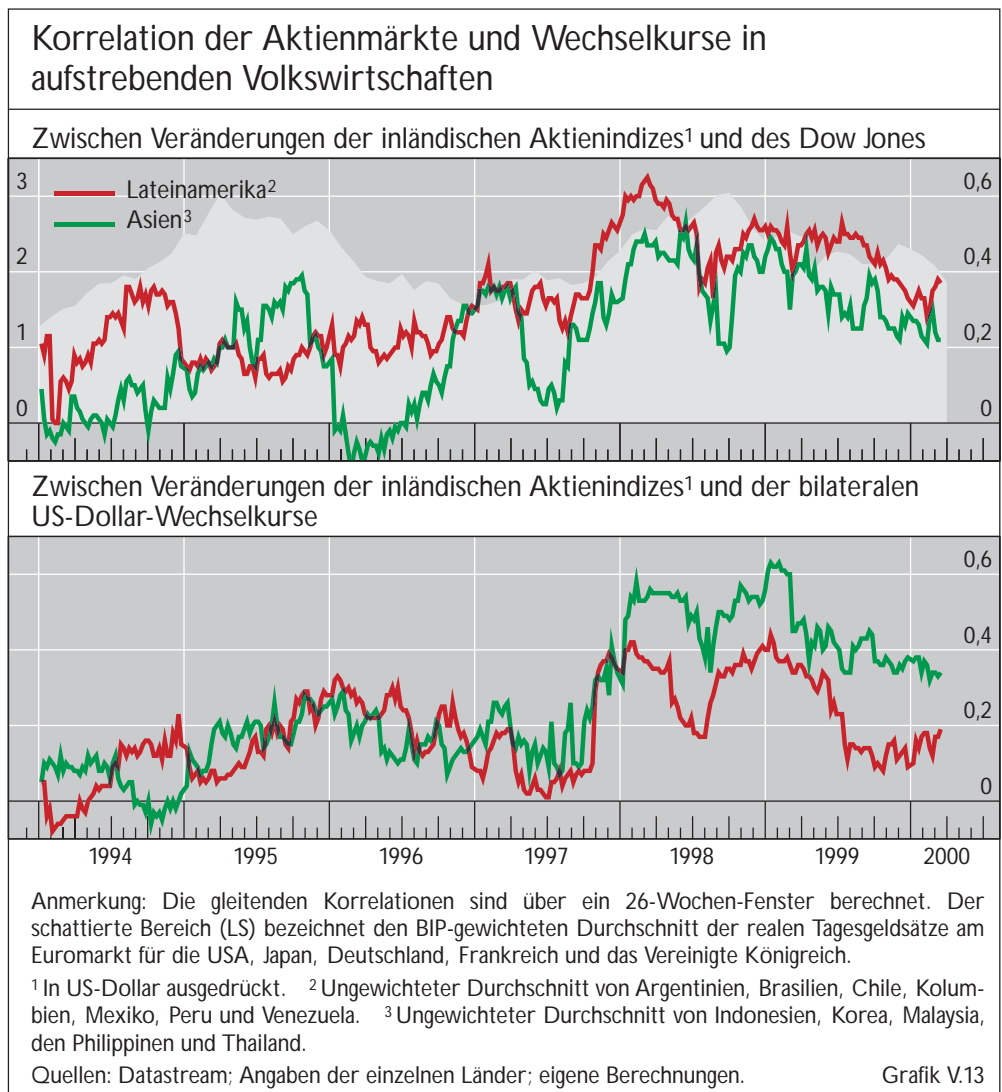
Im Verlauf der Beobachtungsperiode wurden die Währungen Asiens und Lateinamerikas weiterhin stark vom Verhalten des Dollars geprägt und folgten



seinen Kursschwankungen gegenüber Yen und Euro tendenziell sehr eng (Grafik V.12). Der Yen dagegen spielte nach wie vor eine untergeordnete Rolle, selbst in Asien, während der Euro einen vergleichbaren Einfluß hatte wie zuvor die D-Mark.

Von Bedeutung für die günstigere Entwicklung der Währungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften mag auch der Kursanstieg an den US-Aktienmärkten gewesen sein, der die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften sehr positiv beeinflusst zu haben scheint. Zwar dürften die niedrigen Zinssätze in diesen Ländern den Aktienerwerb durch inländische Anleger begünstigt haben, doch haben sich die Aktienmärkte hier in den letzten Jahren ganz ähnlich entwickelt wie die US-Aktienmärkte (Grafik V.13). Darüber hinaus waren die Änderungen an den Aktienmärkten und die Entwicklung der Dollarkurse der betreffenden Landeswährungen im selben Zeitraum offenbar stark korreliert. Angesichts der engen Beziehung der Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas zum Dollar läßt sich diese Korrelation zum Teil wohl durch den generellen Einfluß von Änderungen der US-Geldpolitik erklären.

... und der  
US-Aktienmärkte



Auch verschiedene andere externe Faktoren begünstigten 1999 und Anfang 2000 die Wechselkursentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Erholung der Rohstoffpreise im Sommer 1999 unterstützte die Währungen der Länder, die traditionell auf Rohstoffexporte angewiesen sind. Vor allem aber profitierten die aufstrebenden Volkswirtschaften allgemein von der weiterhin reichlichen Liquidität an den internationalen Finanzmärkten (s. den schattierten Bereich in Grafik V.13).

## Strukturänderungen und Umsatz an den Devisenmärkten

Weltweit  
gedämpfter  
Umsatz ...

Die Beobachtungsperiode war insgesamt durch eine gedämpfte Aktivität an den Devisenmärkten gekennzeichnet. Informelle Schätzungen von Marktteilnehmern deuten darauf hin, daß an den wichtigsten Plätzen ein beträchtlicher Umsatzrückgang stattgefunden hatte. Dieser läßt sich bis zum Herbst 1998 zurückverfolgen, als sich der Handel im Zusammenhang mit den generellen Finanzmarkturbulenzen und der damit verbundenen weltweiten Abnahme der Liquidität deutlich verringert hatte. Zwar könnten kurzfristige Entwicklungen für die niedrigen Handelsvolumina verantwortlich gewesen sein, doch möglicherweise wurde das Geschäft auch durch wichtige strukturelle Änderungen beeinflusst, die sich in den letzten Jahren an den Devisenmärkten niederschlugen. Eine wesentliche Frage ist, ob der Rückgang der Handelsvolumina auch in anhaltend geringer Liquidität zum Ausdruck kam.

... aufgrund der  
EWU ...

Die europäischen Märkte begannen bereits mehrere Jahre vor der Einführung der EWU zu schrumpfen. Daten von 1995 und 1998, die alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten entnommen, lassen darauf schließen, daß die Devisenhandelsumsätze mit dem Näherrücken der EWU nach und nach um insgesamt rund 8% sanken. 1999 wurde dieser Rückgang nicht durch eine Zunahme des Handels in Euro gegenüber dem Umsatz in den im Euro aufgegangenen Währungen kompensiert. Der Anteil des Handels von Euro gegen Dollar im Jahr 1999 entsprach ungefähr dem zusammengefaßten Anteil von D-Mark, französischem Franc und italienischer Lira gegen Dollar im April 1998. Außerdem war der Euro/Yen-Markt offenbar ähnlich klein wie der DM/Yen-Markt im Jahr 1998. Das Bestreben der Geschäftsbanken, die erwarteten Ertragseinbußen aus dem europäischen Handel auszugleichen, hatte das rasche Wachstum der Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterstützt. Mit dem Ausbruch der Asien-Krise sank jedoch auch an diesen Märkten das Handelsvolumen, so daß der Rückgang des Handels in Europa nicht ausgeglichen wurde.

... und des immer  
wichtigeren  
elektronischen  
Handels

Die Einführung des Euro hat nicht nur zum Wegfall des intraeuropäischen Devisenhandels geführt, sondern schien den Umsatz an den Devisenmärkten auch indirekt zu beeinflussen, indem sie die Konsolidierung im Bankensektor in Kontinentaleuropa (s. Kapitel VII) und die sich daraus ergebende Verringerung der Zahl der Marktteilnehmer beschleunigte. Dieser Einfluß wurde durch die Zunahme der Fusionen und Übernahmen im Bankensektor in den USA und im Vereinigten Königreich in den letzten Jahren noch verstärkt.

Ein weiterer Grund für die niedrigeren Handelsvolumina im Jahr 1999 könnte darin liegen, daß sich der Trend zum Zusammenschluß von Brokern an

Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten			
	Yen/Dollar	Yen/Euro <sup>1</sup>	Dollar/Euro <sup>1</sup>
Historische Volatilität <sup>2</sup>			
1980 – 89	10,1	7,3	11,4
1990 – 98	10,9	10,4	10,3
Implizite Volatilität <sup>3</sup>			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
1. Q. 2000	13,6	16,5	13,5
Hoch/Tief-Differenz <sup>4</sup>			
1997	6,9	...	...
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
1. Q. 2000	4,6	16,9	21,5

<sup>1</sup> Vor 1999: Yen/D-Mark bzw. Dollar/D-Mark. <sup>2</sup> Auf Jahresrate hochgerechnete monatliche Standardabweichung der täglichen Renditen. <sup>3</sup> 1 Monat. <sup>4</sup> Häufigkeit der Tage, an denen der Unterschied zwischen Höchst- und Tiefstwert innerhalb des Tages größer als 2% war; Prozent.  
Quellen: EZB; Standard & Poor's DRI; eigene Berechnungen. Tabelle V.4

den Devisenmärkten beschleunigte. Im Jahresverlauf wuchs der elektronische Handel am Kassamarkt weiter an, zum Nachteil traditioneller Handelsformen wie Telefon- oder Direkthandel. Zwischen 1995 und 1998 stieg der Anteil des elektronischen Handels am Devisenkassamarkt von rund 10% auf rund 15%. In den darauffolgenden zwei Jahren verdoppelte er sich, und in bestimmten Marktsegmenten, wie z.B. in denen, die die wichtigsten Währungen betreffen, deckten elektronische Brokersysteme Angaben zufolge sogar zwischen 50% und 80% des Marktes ab.

Vorteile elektronischer Brokersysteme sind die niedrigen Kosten, die höhere Effizienz und vor allem die größere Transparenz im Vergleich zu herkömmlichen Handelsmethoden. Die Devisenkassamärkte waren traditionell unübersichtlich, da die Weitergabe von Preisinformationen mangels zentraler Börsen schwierig war. Vor der Einführung elektronischer Brokersysteme mußten die Händler in der Regel eine Reihe von Geschäftsabschlüssen tätigen, um Informationen über die am Markt bestehenden Preise zu erhalten. Beim Handel über elektronische Brokersysteme können sie dagegen sofort den „besten“ Preis erfahren, der am Markt verfügbar bzw. ihnen vor dem Hintergrund ihrer Kreditlimits sowie der Limits ihrer Geschäftspartner zugänglich ist, ohne einen unsicheren Preisfindungsprozeß durchlaufen zu müssen. Dies bedeutet, daß Devisenhändler beim elektronischen Handel im allgemeinen wesentlich weniger Abschlüsse tätigen müssen, als wenn sie auf traditionelle Weise handeln. Die Marktliquidität könnte daher trotz eines geringeren Umsatzes die gleiche sein. Eine weitere Folge ist, daß die Geld-Brief-Spannen bei den wichtigsten Wechselkursen drastisch auf rund 2–3 Hundertstel eines US-Cent gefallen sind.

Obwohl mit der Ausweitung des elektronischen Devisenhandels die Handelsvolumina sicherlich zurückgegangen sind, lassen die verfügbaren Daten keineswegs den eindeutigen Schluß zu, daß die Liquidität beeinträchtigt wurde,

Gewisse  
Auswirkungen auf  
Volatilität



denn im elektronischen Handel können Devisenpositionen leicht und zu niedrigen Kosten verändert werden. Auch die Auswirkung der anderen erwähnten strukturellen Änderungen auf die Liquidität ist nicht ohne weiteres klar. In den letzten Jahren ist die Volatilität im Vergleich zum Durchschnitt der beiden vorangegangenen Jahrzehnte gestiegen, insbesondere am Dollar/Yen- und am Euro(DM)/Yen-Markt (Tabelle V.4). Der beispiellose Einbruch des Dollars um je 10% gegenüber dem Yen an zwei Tagen Anfang Oktober 1998 zeigt, daß auch die Amplitude der Veränderungen innerhalb eines Tages manchmal größer war. Überdies gibt es Anzeichen dafür, daß drastische Kursveränderungen innerhalb eines Tages, wie etwa der Einbruch des Euro am 28. Februar 2000 innerhalb weniger Stunden um ¥ 3, häufiger geworden sind. Es gibt jedoch keine Hinweise darauf, daß sich die Dauer von starken Ausschlägen in der Volatilität im Jahr 1999 geändert hat. Insgesamt läßt sich daher noch nicht feststellen, ob sich die Volatilitätsmuster deutlich gewandelt haben.

## Entwicklungen am Goldmarkt

Der Goldmarkt verzeichnete in der Beobachtungsperiode eine ereignisreiche Entwicklung. In den ersten drei Quartalen 1999 wies der Goldpreis eine fallende Tendenz auf und sank von rund \$ 291 je Feinunze im Januar auf einen Tiefstand von \$ 254 Ende August (Grafik V.9). Der Rest des Berichtszeitraums wurde durch zwei wichtige Ereignisse geprägt. Das erste war der Anstieg des Goldpreises um rund ein Viertel in den beiden Wochen nach der gemeinsamen Erklärung der Zentralbanken vom 26. September 1999. In den darauffolgenden Wochen verlor der Goldpreis an einem äußerst volatilen Markt wieder einen Teil der gewonnenen Stärke. Das zweite Ereignis fand am 7. Februar 2000 statt, als der Goldpreis innerhalb weniger Stunden nach der Entscheidung einer großen Goldmine, ihre Absicherungsstrategien zu ändern, um etwa \$ 20 pro Feinunze in die Höhe schnellte. Dieser Anstieg kehrte sich jedoch innerhalb der darauffolgenden Tage wieder um.

Langfristige, zyklische und eher technische Faktoren belasteten den Goldpreis in der Berichtsperiode. Die weltweit rückläufigen Inflationserwartungen hatten im vergangenen Jahrzehnt die Attraktivität des Goldes als Wertaufbewahrungsmittel verringert und seinen Preis gedämpft. In den letzten Jahren litt der Goldpreis zusätzlich unter dem allgemeinen Rückgang der Rohstoffpreise und einer schwachen Nachfrage in Asien. Der beträchtliche Preiseinbruch 1999 kann auch auf eine Welle von Terminverkäufen durch Goldproduzenten zurückgeführt werden. Um sich den bestehenden Marktpreis zu sichern und sich so vor zukünftigen Preisrückgängen zu schützen, erhöhten die Goldminen ihre Absicherungsverkäufe in den ersten drei Quartalen des Jahres um über 400%, was rund 10% des gesamten Goldangebots eines Jahres entsprach. Ein starker Anstieg des Goldleihesatzes im Sommer 1999 übte Druck auf Banken aus, die Gold normalerweise von Goldproduzenten per Termin mit langfristigen Fälligkeiten kaufen und ihr Risiko absichern, indem sie Gold mit kurzfristigen Fälligkeiten aufnehmen und am Kassamarkt verkaufen. 1999 haben die Goldproduzenten offenbar begonnen, ihre Preise auf längere Fälligkeiten (nicht mehr 5–10 Jahre, sondern 10–15 Jahre) festzuschreiben, woraufhin die Banken versuchten, die Fälligkeit ihrer Goldkredite

Währungsgoldbestände <sup>1</sup>		
	Tonnen	Anteil (Prozent)
Unterzeichner <sup>2</sup>	15 998	47,6
Deutschland	3 469	10,3
Frankreich	3 024	9,0
Schweiz	2 590	7,7
Italien	2 452	7,3
Niederlande	1 012	3,0
EZB	747	2,2
Vereinigtes Königreich	665	2,0
Portugal	607	1,8
Spanien	523	1,6
Österreich	407	1,2
Belgien	258	0,8
Schweden	185	0,6
Finnland	49	0,1
Irland	6	–
Luxemburg	2	–
Sonstige:	17 623	52,4
<i>darunter:</i>		
USA	8 138	24,2
IWF	3 217	9,6
Japan	754	2,2
BIZ	192	0,6
Südafrika	124	0,4
Australien	80	0,2

<sup>1</sup> Ende September 1999. <sup>2</sup> Unterzeichner der gemeinsamen Golderklärung vom 26. September 1999.  
Quellen: IWF; World Gold Council; BIZ. Tabelle V.5

über 3–6 Monate hinaus zu verlängern. Zwar entspannten sich die Bedingungen am Goldleihemarkt im Herbst, doch scheinen auch für die vorübergehende Zunahme der Volatilität im Oktober 1999 und den jähen Anstieg des Goldpreises von \$ 294 auf \$ 313 am 7. Februar 2000 Absicherungsaktivitäten verantwortlich gewesen zu sein.

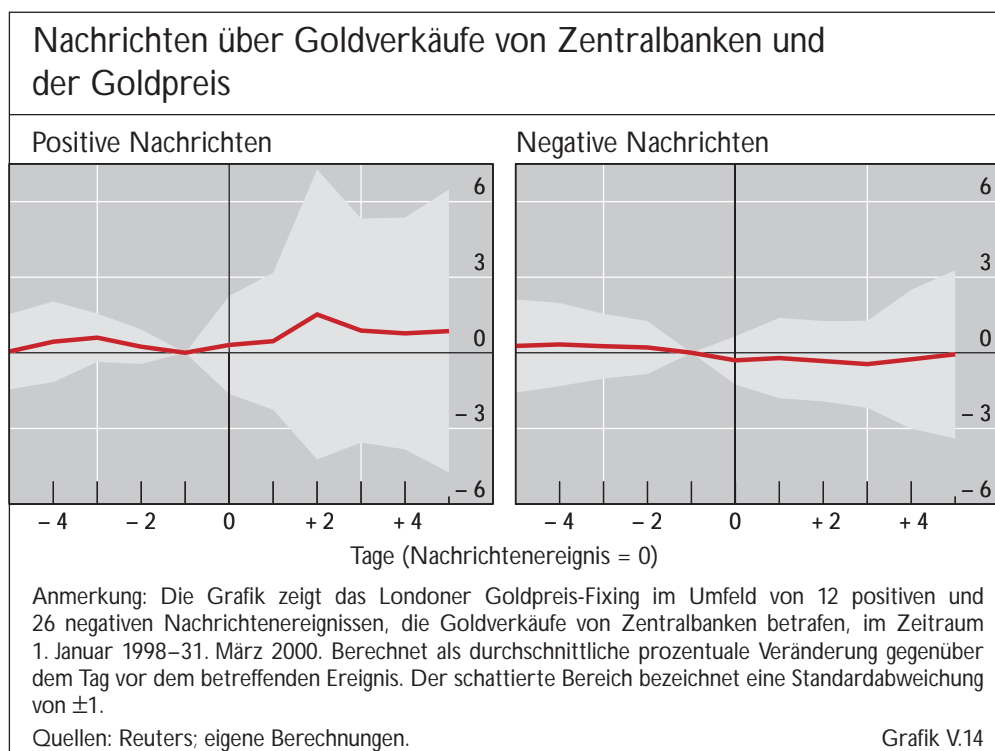
Die gemeinsame Golderklärung, die den Goldpreis Ende September 1999 hochtrieb, wurde von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems, der Bank of England, der Sveriges Riksbank und der Schweizerischen Nationalbank abgegeben, die zusammen etwa die Hälfte der gesamten offiziellen Goldreserven halten (Tabelle V.5). Die Unterzeichner kamen überein, die Goldverkäufe auf maximal rund 400 Tonnen jährlich und 2 000 Tonnen im Zeitraum von fünf Jahren zu begrenzen. Sie erklärten überdies, daß Gold ein wichtiger Bestandteil der Währungsreserven bleiben werde, daß nur bereits beschlossene Verkäufe tatsächlich ausgeführt werden könnten und daß die Unterzeichner ihre Tätigkeit an den Märkten für die Goldleihe und für Goldderivate nicht ausweiten würden. Das Übereinkommen der Zentralbanken schien den rückläufigen Trend des Goldpreises zu brechen. Nach seiner Bekanntgabe erholte sich der Goldpreis von rund \$ 260 auf über \$ 330 Anfang Oktober. Insgesamt ist am Goldmarkt seither wieder größere Ruhe eingekehrt.

Goldpreis durch  
gemeinsame  
Golderklärung  
gestützt

Meldungen über Verkäufe von Währungsgoldbeständen der Zentralbanken wurden ebenfalls als Einflußfaktor für den Goldpreis in der Berichtsperiode gewertet. Dafür spricht zwar das Argument, daß solche Verkäufe das Gleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot von Gold zum jeweiligen Zeitpunkt verändern, doch waren sie in Relation zur Größe des Goldmarktes verhältnismäßig gering. Beispielsweise entspricht ein Verkauf von 100 Tonnen etwa 4% der geschätzten weltweiten Jahresproduktion von Gold und rund 10% des geschätzten durchschnittlichen Tagesumsatzes am Londoner Kassamarkt für Gold. Ein anderes mögliches Argument dafür, daß Währungsgoldverkäufe den Goldpreis beeinflussen, ist, daß sie unabhängig von ihrer Größenordnung wichtige Signale über die künftigen Absichten vermitteln. Zusammen mit dem IWF sind die Zentralbanken die größte Einzelgruppe von potentiellen Goldanbietern; mit offiziellen Goldreserven von rund 33000 Tonnen entspricht ihr Bestand einer weltweiten Produktion von 13 Jahren, und wenn der Markt beginnen sollte, zukünftige Verkäufe zu antizipieren, würde dies den Marktpreis wahrscheinlich beeinflussen.

Nachrichten über Goldverkäufe von Zentralbanken ...

Vor dem Hintergrund der Wirkung des Zentralbankübereinkommens auf den Goldpreis ist es aufschlußreich, das Verhalten des Goldpreises im Umfeld sämtlicher Tage zu analysieren, an denen Nachrichten über offizielle Verkäufe im Zeitraum Januar 1998–März 2000 den Markt erreichten. Zu beachten ist, daß die Analyse Meldungen über Währungsgoldverkäufe betrachtet, die die Marktteilnehmer erreichten, und nicht tatsächliche Verkaufszahlen untersucht. Allerdings entspricht sie damit dem oben erwähnten Argument der Signalwirkung, wonach solche Nachrichten für die Reaktion des Marktes und damit für den Goldpreis von größerer Bedeutung sind. Die entsprechenden Nachrichten können danach klassifiziert werden, ob sie ex ante einen positiven oder einen



negativen Einfluß auf den Goldpreis haben dürften. Zu den positiven Nachrichten gehören Beschlüsse, auf geplante Goldverkäufe zu verzichten, oder offizielle Erklärungen, daß keine Goldverkäufe geplant seien. Beispiele für negative Nachrichten sind Berichte über tatsächliche Verkäufe von Währungsgold oder darüber, daß die Wahrscheinlichkeit künftiger Verkäufe steigt. Natürlich ist diese Klassifikation nicht unanfechtbar. Wird erst ex post über einen bereits durchgeführten Verkauf informiert, so könnte sich dies positiv auf den Goldpreis auswirken, da das Wissen um die Tatsache, daß ein Verkauf absorbiert wurde, dem Markt Auftrieb verleihen würde.

Im Durchschnitt ging der Goldpreis an den Tagen zurück, an denen negative Nachrichten über Goldverkäufe bekannt wurden (Grafik V.14). Der Rückgang war jedoch jeweils sehr gering (nicht größer als 0,25%) und wurde in den darauffolgenden Tagen nahezu vollständig kompensiert. Im Falle positiver Meldungen stieg der Goldpreis im Durchschnitt an, jedoch ebenfalls nur vorübergehend. Dabei ist zu beachten, daß dafür offenbar das Zentralbankübereinkommen vom 26. September 1999 ausschlaggebend war. Läßt man dieses eine Ereignis unberücksichtigt, folgt auf positive Nachrichten im Durchschnitt ein geringfügiger Rückgang des Goldpreises.

Abgesehen von den erwähnten Einschränkungen läßt diese Analyse darauf schließen, daß Meldungen über offizielle Goldverkäufe in den letzten beiden Jahren einen gelegentlich erheblichen, im Durchschnitt aber unbedeutenden Einfluß auf den Goldpreis hatten. Eine Interpretation dieses scheinbaren Rätsels ist, daß im Zeitraum 1998–Anfang 2000 die meisten Meldungen vergangenheitsbezogen waren, die Marktteilnehmer wurden also über Verkäufe informiert, die bereits stattgefunden hatten.

... im Durchschnitt  
mit geringem  
Einfluß

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Im Jahr 1999 spürten die Finanzmarktakteure zwar noch die Nachwirkungen der jüngsten Krisen, wandten ihre Aufmerksamkeit jedoch positiven Zukunftsperspektiven zu und waren immer mehr bereit, wieder Risiken einzugehen. Eine Begeisterung für die Digitaltechnologie und zunehmende Anzeichen eines weltweiten Wirtschaftsaufschwungs ließen die Kurse zahlreicher Aktien neue Höchststände erreichen. An den Kreditmärkten wurden zuvor bestehende Liquiditätengpässe durch eine ähnliche Risikofreudigkeit überwunden, und die Zinsaufschläge gingen trotz eines Rekordabsatzes von Schuldtiteln des privaten Sektors nach und nach zurück. Ein Anstieg der langfristigen Zinssätze in Europa und den USA wurde als ein willkommenes Zeichen dafür angesehen, daß die Geldpolitik darauf angelegt war, die Wirtschaft vor einer Inflation zu schützen, ohne dabei das Wachstum zu beeinträchtigen.

Optimismus, dann  
Besorgnis

Im ersten Quartal 2000 merkten die Marktteilnehmer allmählich, daß ihr Enthusiasmus zu weit gegangen war. An den Aktienmärkten bekamen die Anleger plötzlich eine Art Höhenangst, was zu heftigen Kursausschlägen führte, insbesondere bei den Technologiewerten. Die während des Quartals veröffentlichten Daten lösten Unsicherheit darüber aus, wie stark die Geldpolitik gestrafft werden mußte. Gleichzeitig wirkten sich angebotsseitige Schocks am Markt für US-Schatztitel ungewöhnlich stark auf die Kurse aus. Das Arbitrage- und Marktmachergeschäft, das früher solche Schocks absorbiert hätte, hatte sich offenbar noch nicht von den im Herbst 1998 erlittenen Verlusten erholt. Die dadurch entstehende Volatilität der langfristigen Renditen verunsicherte nicht nur die Schuldner und Anleger, die sich auf die Referenzwerte dieses Marktes verließen, sondern verzerrte auch die Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Aussichten, die darin üblicherweise enthalten sind.

Kapital-  
umschichtung infolge  
veränderter Preise  
von Vermögens-  
werten

Die Veränderungen der relativen Preise von Vermögenswerten hatten reale Folgen in Form einer Kapitalumschichtung zwischen den verschiedenen Wirtschaftsbereichen. An den Aktienmärkten half die spektakuläre Kursentwicklung der Hochtechnologieaktien jungen Unternehmen, Rekordbeträge bei der öffentlichen Erstbegebung ihrer Aktien zu erzielen, während die scheinbar unterdurchschnittliche Entwicklung anderer Aktienwerte zu umfangreichen Rückkaufprogrammen mit Rückzahlungen an die Aktionäre führte. An den Märkten für Schuldtitel schufen Haushaltsüberschüsse in den USA und im Vereinigten Königreich sowie rückläufige Defizite in Kontinentaleuropa, begünstigt durch geringer werdende Zinsaufschläge, Spielraum für einen bemerkenswerten Anstieg des Absatzes von Unternehmensanleihen, so daß Ersparnis vom Staat zu Schuldner des privaten Sektors umgelenkt wurde.

Die Preise von Vermögenswerten waren außerdem mitbestimmend dafür, wie die globalen Leistungsbilanzdefizite finanziert wurden. Die Aktienmärkte

unterstützten die Kapitalströme, zu denen auch grenzüberschreitende Übernahmen gehörten, die mit Aktien bezahlt wurden. Die internationalen Großbanken selbst investierten in beträchtlichem Umfang an den rasch expandierenden Märkten für Schuldtitel und wiesen ihrem traditionellen internationalen Kreditgeschäft eine untergeordnete Rolle zu. Die Kreditnehmer aus aufstrebenden Volkswirtschaften hatten ihrerseits nur geringen Bedarf an Krediten ausländischer Banken und beschleunigten sogar ihre Tilgungen. Infolgedessen gab es am internationalen Interbankmarkt plötzlich eine Flut verfügbarer Mittel. Abgesehen von Geschäften im Zusammenhang mit Übernahmen hatten die Banken jedoch zunehmend Schwierigkeiten, neue Kreditnehmer zu finden.

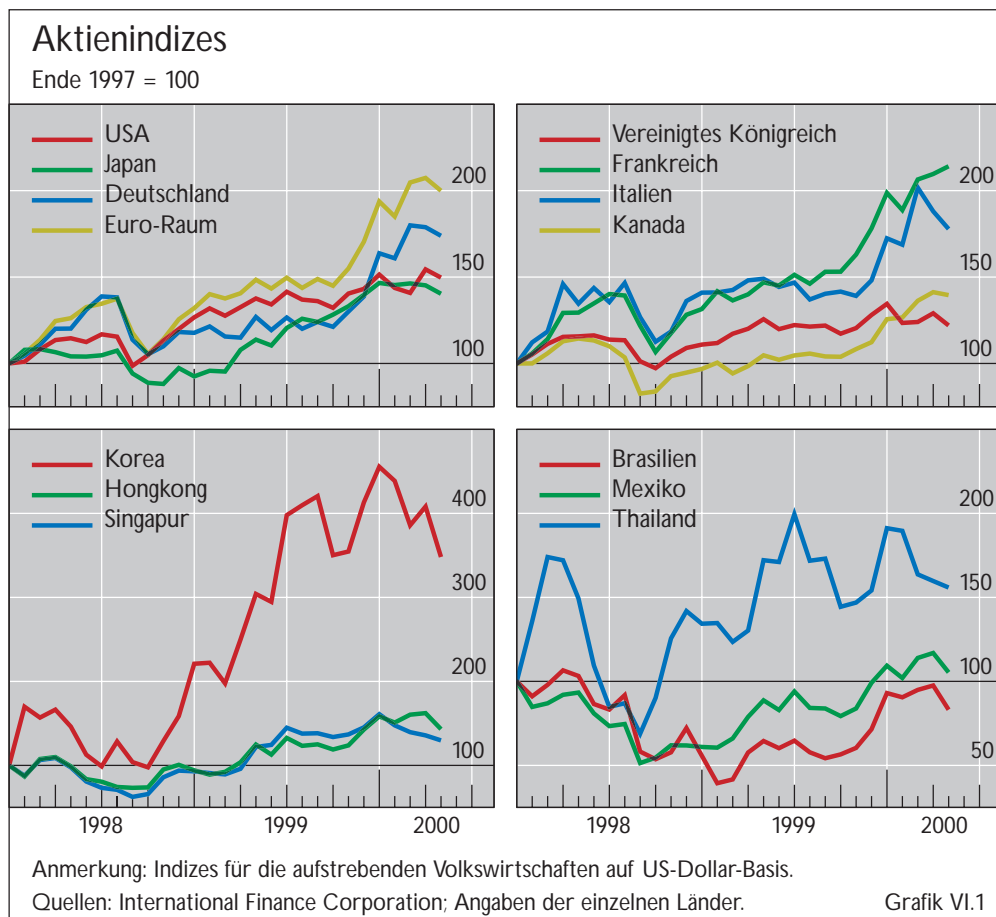
Anlagen von Großbanken an rasch expandierenden Schuldtitelmärkten

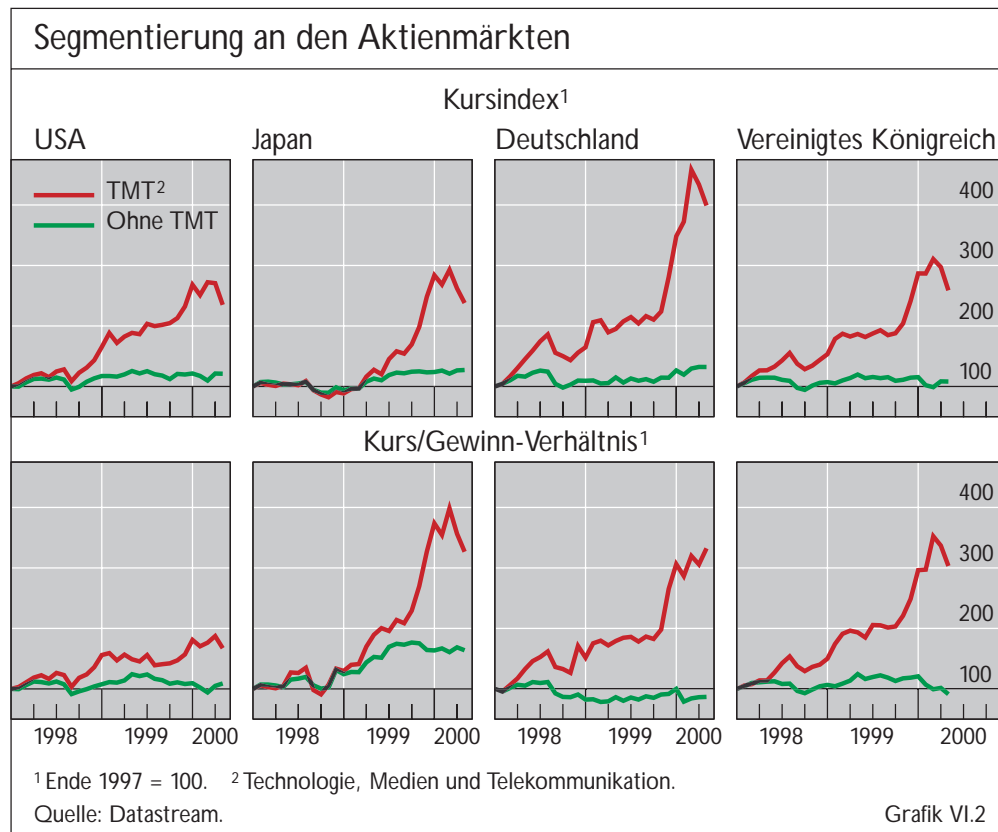
## Aktienmärkte

### Entwicklungsmuster

Weltweit setzten die Aktienmärkte die Dynamik der Vorjahre fort und erreichten 1999 neue Höchststände (Grafik VI.1). Die kräftigen Kursgewinne waren besonders bemerkenswert, weil sie vor dem Hintergrund steigender Zinssätze in den USA und Europa erzielt wurden. Selbst der Aktienmarkt von Tokio, der seit mehreren Jahren durch Schwäche gekennzeichnet gewesen war, schloß sich dem globalen Trend an und machte die Verluste, die seit Beginn der jüngsten

Neue Höchststände an weltweiten Aktienmärkten



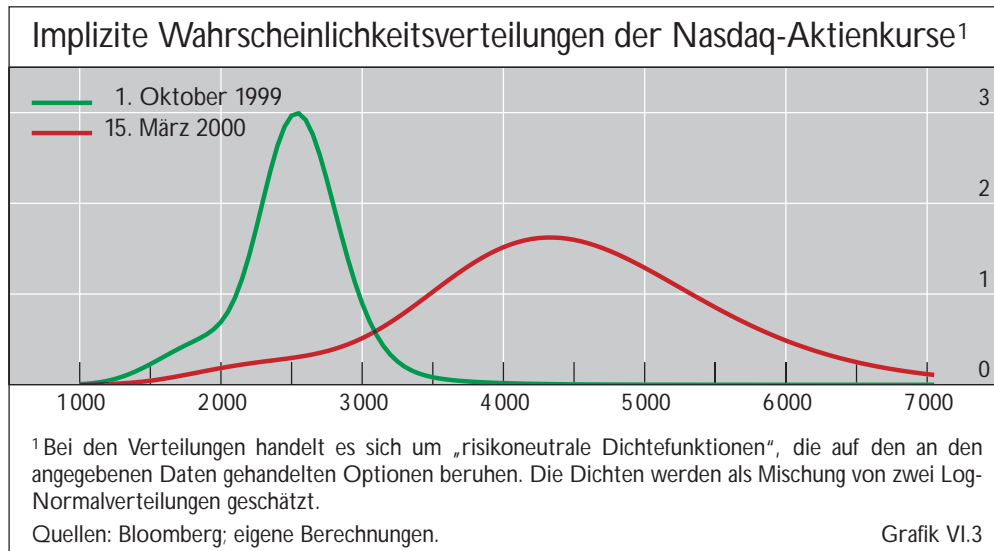


Finanzmarktkrisen in Asien verzeichnet worden waren, wieder wett. Die Märkte in Brasilien, Korea, Mexiko sowie in anderen Ländern, die sich von einer Rezession erholten, gehörten weltweit zu den sich am besten entwickelnden Märkten. Im letzten Quartal 1999 erreichte das Tempo, mit dem die globale Entwicklung voranschritt, einen Höhepunkt, bevor es im neuen Jahr ins Stocken geriet.

Hinter der Stärke der weitgefaßten Aktienindizes im Jahr 1999 verbargen sich markante Unterschiede in der Entwicklung von Aktien der „New Economy“ und der „Old Economy“. In den USA beispielsweise verzeichneten weniger als die Hälfte der Unternehmen im Index S&P 500 eine positive Gewinnentwicklung für das Jahr. Weltweit wurden die Kursgewinne an den Aktienmärkten insgesamt vor allem durch Aktien der Bereiche Digitaltechnologie und Telekommunikation hochgetrieben, deren Wert sich in den USA, im Vereinigten Königreich und in Deutschland praktisch verdoppelte und in Japan nahezu verdreifachte (Grafik VI.2). Am deutlichsten war die divergierende Kursentwicklung der Technologiewerte und der übrigen Werte in Deutschland, wozu noch eine Übernahmepremie bei den Telekommunikationsaktien beitrug. Die zur „Old Economy“ gehörenden Wirtschaftszweige verzeichneten in den einzelnen Ländern ebenfalls unterschiedliche Ergebnisse. In den USA und im Vereinigten Königreich sanken die Kurse der entsprechenden Aktien, während sie in Deutschland und Japan stiegen.

Die Unterschiede an den Märkten der einzelnen Länder sowie der einzelnen Branchen wurden im ersten Quartal 2000 noch ausgeprägter, als sich die Volatilität der Märkte massiv erhöhte. Nach einem kurzen Rückgang zu

Gewinne an den  
Aktienmärkten  
durch Technologie-  
werte



Jahresbeginn zogen die Aktienkurse in Kontinentaleuropa wieder an, während sie in den USA weiter nachgaben. Als in Japan Mitte März bekannt wurde, daß die Wirtschaft wieder in die Rezession zurückgefallen war und die Produktion im vierten Quartal 1999 ziemlich starke Einbußen erlitten hatte, löste dies vorübergehend eine Verkaufswelle japanischer Aktien aus. Am US-Markt vermittelten die veröffentlichten Daten das Bild einer gegenüber einer strafferen Geldpolitik immunen Realwirtschaft und lösten häufig heftige Kursausschläge von einem Tag auf den anderen aus. Bei den Technologiewerten und den übrigen Aktien war oft eine Art Tauziehen zu beobachten: Wenn die einen stärker wurden, gaben die anderen nach. Manchmal übertraf die Volatilität innerhalb eines einzigen Handelstages das Ausmaß, das im Verlauf mehrerer Tage normal gewesen wäre. Am 4. April beispielsweise büßte der technologieelastige Nasdaq-Index im Verlauf des Tages 13% ein, machte diesen Verlust aber bis zum Börsenschluß größtenteils wieder wett. Eine Woche später brach der Nasdaq-Markt ein, insbesondere aufgrund der Veröffentlichung einer relativ hohen Steigerungsrate bei den Verbraucherpreisen, und verlor \$1,4 Bio. seiner Kapitalisierung. Zu Beginn der folgenden Woche erholte sich der Markt wieder, ohne daß neue wichtige Daten bekanntgeworden wären.

Tauziehen  
zwischen  
Technologiewerten  
und übrigen Aktien

Den starken Kursschwankungen im April war eine offenbar erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Aktienkurse vorausgegangen. An den Optionspreisen läßt sich ablesen, daß die Befürchtungen hinsichtlich möglicher zukünftiger Kursänderungen anscheinend noch stärker zunahmen als die tatsächliche Volatilität, insbesondere bei den Hochtechnologiewerten. Die in den Notierungen börsengehandelter Optionen auf den Nasdaq-Index berücksichtigte erwartete Volatilität war im Oktober 1999, als sich die Technologiewerte festigten, relativ gering, was auf ein gewisses Vertrauen in die Bewertungen schließen läßt (Grafik VI.3). Als jedoch diese Aktienkurse im ersten Quartal 2000 nachzugeben begannen, wurde die von den Optionspreisen implizierte Volatilität außerordentlich hoch. Ab Mitte März 2000 zeigte die implizite Verteilung der möglichen zukünftigen Kurse einen Rückgang von mindestens 20% mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 25% an,



verglichen mit der Wahrscheinlichkeit eines solchen Rückgangs von 15% im Oktober.

### *Volatilität und Bewertungsänderungen*

Durch Auf und Ab an den Märkten Frage nach Ursachen wechselnder Bewertungen

Das Auf und Ab an den Aktienmärkten wirft die Frage auf, was die wechselnden Bewertungen ausgelöst hat. Da eine Aktie einen Anspruch auf künftige Ausschüttungen der Gesellschaft an die Aktionäre darstellt, sollte sich ihr Kurs entsprechend neuen Informationen über die Ertragslage der Gesellschaft und insbesondere über das zu erwartende Gewinnwachstum entwickeln. Darüber hinaus sollte der Aktienkurs die erwartete Rendite alternativer Anlagemöglichkeiten, wie z.B. von Anleihen, widerspiegeln sowie einen nicht beobachtbaren Renditenaufschlag enthalten, den die Anleger als Ausgleich für das Aktienkursrisiko fordern, die sogenannte Aktienrisikoprämie.

Kursausschläge offenbar durch kaum nennenswerte neue Informationen ausgelöst

Die jüngsten kurzfristigen Kursausschläge wurden offenbar durch kaum nennenswerte neue Informationen ausgelöst. Das ist an sich nicht sehr ungewöhnlich, da die Aktienkurse schon früher stärker stiegen oder sanken, als durch die beobachtete Ertragsentwicklung erklärt werden konnte. Diese „übersteigerte Volatilität“ dürfte sich aus einer irrationalen Wechselhaftigkeit im Verhalten der Marktteilnehmer ergeben. Die Veränderungen der nicht beobachtbaren Aktienrisikoprämie dürften dieses Verhalten berücksichtigen; allerdings ist nicht klar, warum sich diese Prämie in einer derart kurzen Zeitspanne so stark ändern sollte. Eine weitere mögliche Erklärung für das Ausmaß der Kursschwankungen ist ein unterschiedlicher Informationsstand der Anleger. Einige Anleger verfügen vielleicht zeitweise über wichtige private Informationen, die sie dem Markt nur über ihre Abschlüsse vermitteln, so daß Auftragsvolumina den Markt beeinflussen und nicht öffentlich bekannte Informationen.

Während kurzfristige Schwankungen der Aktienkurse schwer zu erklären sind, weisen die längerfristigen Bewegungen empirische Regelmäßigkeiten auf, die mehr oder weniger den wirtschaftlichen Fundamentaldaten entsprechen. Auch wenn Bewertungskennzahlen – wie z.B. die Dividendenrendite oder das Kurs/Gewinn-Verhältnis – deutlich von ihrer üblichen Beziehung zum Konjunkturzyklus abweichen, erreichen sie auf lange Sicht doch wieder ihr historisches Durchschnittsniveau. Niedrige Dividendenrenditen oder hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse kehren typischerweise als Folge sinkender Kurse und weniger aufgrund steigender Dividenden oder Erträge auf ein normales Ausmaß zurück.

Aussichten für Aktien nicht günstig ...

Verglichen mit früheren Erfahrungen waren die Aussichten für Aktien Ende März 2000 nicht günstig. Der anhaltende allgemeine Kursanstieg hatte bei den Kennzahlen für die Aktienmärkte insgesamt zu Extremniveaus geführt. Beispielsweise erreichten die Dividendenrenditen an den meisten Märkten historische Tiefstände oder näherten sich diesen an (Tabelle VI.1). Die wachsende Neigung der Unternehmen, Gewinne in Form von Aktienrückkäufen und nicht über Dividenden an die Aktionäre zu verteilen, drückte allerdings die Dividendenrenditen unabhängig von der jeweiligen Risikobereitschaft der Anleger. Doch auch gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis schienen die Aktienmärkte überbewertet. Diese Kennzahlen waren gegenüber ihren jüngsten Höchstständen allgemein etwas zurückgegangen, aber im langfristigen Vergleich waren sie immer noch hoch und überstiegen sogar das Niveau vor dem Börsencrash vom Oktober 1987.

Die unterschiedliche Entwicklung von Aktien der „Old Economy“ und der „New Economy“ im Verlauf des letzten Jahres ließ darauf schließen, daß die Aussichten für Aktien von der jeweiligen Branche abhängen könnten. Zwar lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis für Titel der „Old Economy“ niedriger als für den Gesamtmarkt, doch deuteten die Kennzahlen darauf hin, daß möglicherweise selbst diese Aktien überbewertet waren. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis des Nicht-technologiesektors betrug Ende März 2000 in den USA 23 und im Vereinigten Königreich 19, was deutlich über dem historischen Durchschnitt lag, obwohl sich diese Länder in einer Konjunkturphase befanden (s. Kapitel II), die – zumindest in der Vergangenheit – einen geringeren Spielraum für ein Gewinnwachstum zugelassen hatte. Darüber hinaus hatten sich die „Old Economy“-Titel in den USA offenbar nicht vollständig an die Zinserhöhungen angepaßt (Grafik VI.4).

... und möglicherweise branchenabhängig

Die traditionellen Wertkennzahlen deuteten auf sogar noch größere Risiken für die Hochtechnologietitel hin. Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse dieser Wirtschaftszweige erreichten Rekordhöhen. Ende März 2000 lagen sie in den USA bei 53 und in Japan bei 169. Solche Bewertungen sind zum Teil durch das Gewinnwachstum beeinflusst, das sich langfristig dem Wirtschaftswachstum annähern muß. Bewertungsunterschiede hängen daher davon ab, mit welchem Gewinnwachstum die Anleger in naher Zukunft rechnen, wie lange eine Phase hohen Wachstums andauert und wie sich die Aktienrisikoprämie darstellt. Gemessen an den historischen Durchschnittswerten für langfristiges Wachstum und Aktienrisikoprämien scheinen die Anleger hinsichtlich der kurzfristigen Wachstumsaussichten für Hochtechnologieunternehmen sehr optimistisch gewesen zu sein. Die erwartete jährliche Gewinnwachstumsrate des gesamten US-Technologiebereichs, gemessen anhand des Kurs/Gewinn-Verhältnisses, betrug real 21% für die nächsten 10 Jahre und war damit mehr als fünfmal so hoch wie die reale Wachstumsrate der Gesamtwirtschaft. Gleichzeitig rechnete der Markt damit,

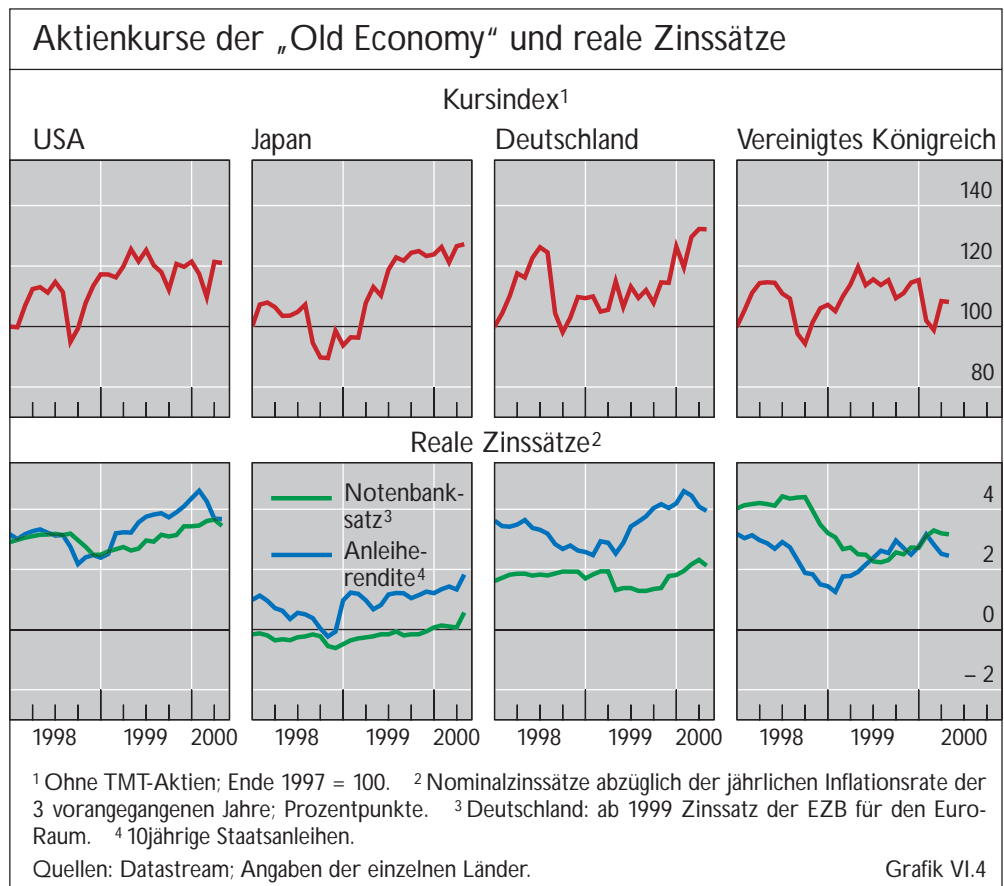
Gemäß Kennzahlen höhere Risiken bei Technologiewerten

Wertkennzahlen von Aktienkursen <sup>1</sup>									
	Dividendenrendite <sup>2</sup>				Kurs/Gewinn-Verhältnis <sup>3</sup>				
	Durchschnitt	Tiefstwert		März 2000	Durchschnitt	Sept. 1987	Spitzenwert		März 2000
		Niveau	Zeitpunkt				Niveau	Zeitpunkt	
USA	3,6	1,1	Dez. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	Juli 1999	28,3
Japan	1,3	0,4	Jan. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	Feb. 2000	80,6
Deutschland	2,7	1,1	Feb. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	Jan. 2000	22,8
Frankreich	4,0	1,6	März 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	Mai 1973	26,8
Italien	2,8	1,0	Mai 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	März 2000	35,6
Vereinigtes Königreich	4,7	2,1	März 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	Jan. 2000	28,1
Kanada	3,3	1,1	März 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	Nov. 1999	32,8
Niederlande	4,6	1,7	Jan. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	Jan. 2000	26,5
Schweiz	2,3	0,9	März 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	März 1998	20,1
Schweden	2,5	1,1	März 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	März 2000	34,2
Belgien	4,0	1,3	Jan. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	April 1973	17,1

<sup>1</sup> Seit 1973. <sup>2</sup> Schweden: seit 1982. <sup>3</sup> Italien: seit Juni 1986; Vereinigtes Königreich: seit 1980; Kanada: ohne 1991–94, als der Wert infolge abschreibungsbedingt sehr niedriger Erträge außergewöhnlich hoch war (Spitzenwert 1994: 504); Schweden: seit 1982.

Quelle: Datastream.

Tabelle VI.1



daß der Gewinn je Aktie von Technologieunternehmen in Japan in den nächsten 10 Jahren real um durchschnittlich 25% p.a. wachsen würde. Selbst unter der Annahme, daß die Aktienrisikoprämie auf null gefallen ist, liegt die implizite reale Gewinnwachstumsrate über 10 Jahre in den USA bei 12% und in Japan bei 16%.

Hohe Bewertungen  
nicht durch  
tatsächliche  
Gewinne begründet

Während die Kennzahlen für viele Titel einen angesichts der derzeitigen Gewinne außergewöhnlich hohen Stand erreichten, schienen hohe Bewertungen anderer Papiere ausschließlich auf Annahmen über voraussichtliche Gewinne und nicht auf tatsächlich erwirtschafteten Gewinnen zu beruhen. Viele der kürzlich neu an die Börse gekommenen Hochtechnologiewerte wiesen keine Gewinne aus, und die erwarteten Gewinnwachstumsraten beruhten auf neuen und noch unerprobten Bewertungsmethoden. Einige dieser Methoden stützten sich auf Beziehungen wie das „Metcalfesche Gesetz“ (Metcalf hatte das Ethernet, den Vorläufer des Internet, entwickelt), wonach der Wert einer Netzwerkbetreibergesellschaft proportional zum *Quadrat* der Anzahl ihrer Abonnenten sein sollte, da dies die Zahl der möglichen Anschlüsse darstellt. Ein solches Konzept könnte die Annahme eines spektakulären Anstiegs der Gewinne rechtfertigen, der in keinem engen Zusammenhang mit den Zinssätzen oder der allgemeinen Konjunktur steht. Bei den Bewertungen wurde offenbar übersehen, daß eine Netzwerkbetreibergesellschaft üblicherweise zuerst die besten Kunden anspricht und anschließt, so daß ihre Skalenerträge zwangsläufig abnehmen. Darüber hinaus lassen sich Ansätze wie das Metcalfesche Gesetz nicht auf alle

Internet-Gesellschaften, wie z.B. die „dot.com“-Einzelhandelsfirmen, oder alle Gesellschaften innerhalb einer Branche anwenden, da es neben den Gewinnern immer auch Verlierer geben wird.

#### *Bewertungsrisiken und potentielle Entwicklung der Wirtschaft*

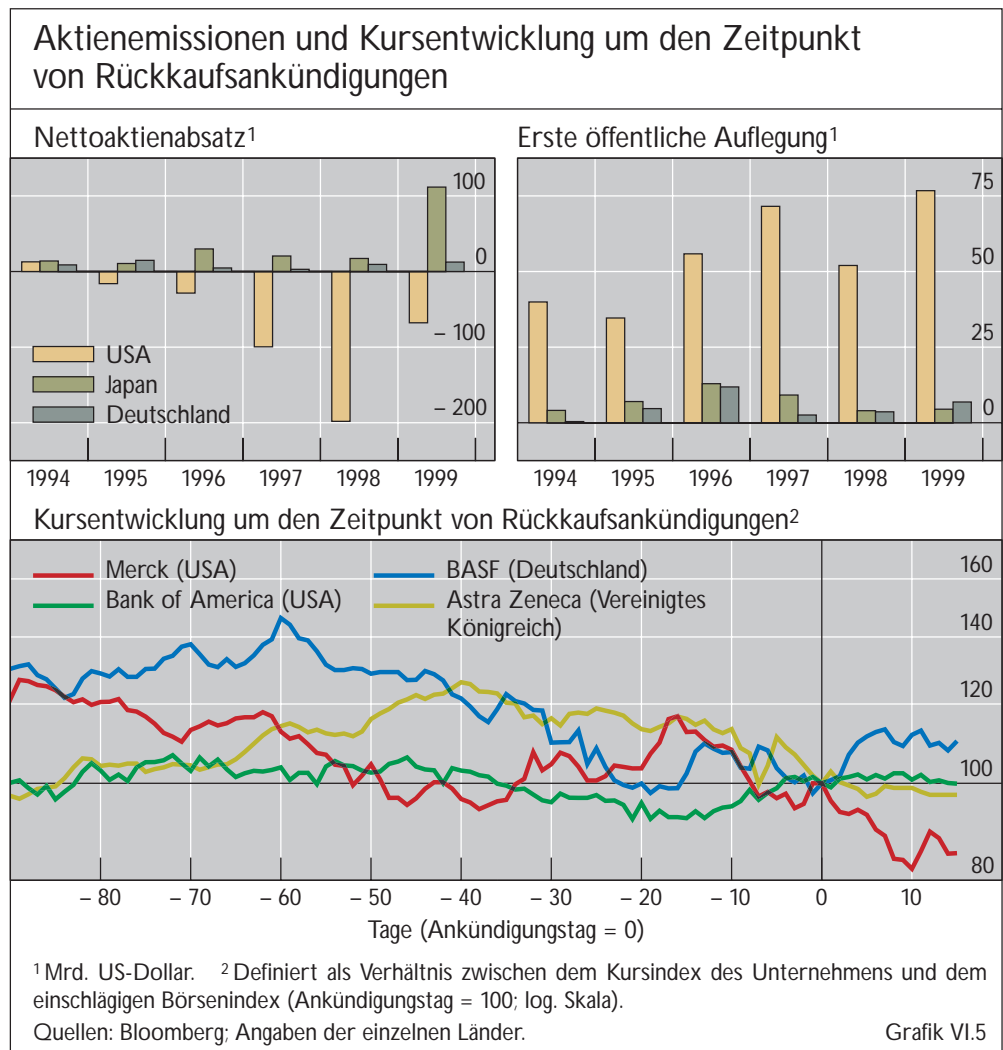
Die im historischen Vergleich hohen Bewertungen der wichtigsten Aktienmärkte bringen fraglos das Risiko einer abrupten marktweiten Korrektur mit sich. Der Hochtechnologiebereich dürfte besonders anfällig sein, aber auch in den übrigen Wirtschaftszweigen sind die Bewertungen im langfristigen Vergleich hoch. Zwar bevorzugten die Anleger fast während des gesamten ersten Quartals 2000 abwechselnd den einen oder den anderen Bereich, doch könnte ein Stimmungsumschwung bei den Hochtechnologietiteln durchaus auch die übrigen Titelgruppen in Mitleidenschaft ziehen. Es braucht oft nur wenig, um einen solchen Stimmungsumschwung bei den Anlegern auszulösen. Ohne Vorwarnung können große Verkaufsaufträge erteilt werden, und diese können weitere Verkäufe auslösen, wenn andere Anleger daraus negative Informationen ableiten, selbst wenn den ursprünglichen Geschäften eigentlich keine Aussagekraft zukam. Dies hat schon oft zu einem allgemeinen Vertrauensverlust geführt, wenn Kurse unerwartet nachgaben.

Leicht auszulösender Stimmungsumschwung

Die Risiken der Überbewertung für die Realwirtschaft beschränken sich nicht auf die Möglichkeit, daß eine abrupte Kurskorrektur über einen Vermögenseffekt den Konsum dämpft oder über steigende Kapitalkosten die Investitionstätigkeit bremst (s. Kapitel II). Jede Fehlallokation von Kapital in der Expansionsphase bedeutet, daß eine spätere Korrektur erforderlich ist. Die realen Folgen der Änderungen der relativen Kurse von Technologie- und Nichttechnologieaktien waren schon an den beträchtlichen Kapitalströmen zwischen den beiden Gruppen erkennbar. Im Jahr 1999 legten Anleger aus aller Welt mehr Geld für die Erstzeichnung von Aktien junger Gesellschaften an als jemals zuvor, und zwar hauptsächlich im Technologiebereich (Grafik VI.5). Gleichzeitig gaben Nichttechnologiegesellschaften, deren Aktienperformance als ungenügend beurteilt wurde, weitere Aktienrückkaufprogramme bekannt, mit denen Kapital an die Aktionäre zurückgezahlt wurde. Eine Überbewertung der neu aufgelegten Technologieaktien hätte zu viele Neugründungen in diesem Bereich bewirkt, und die dadurch bedingten Überinvestitionen hätten später eine geringere Produktivität zur Folge. Falls eine abrupte Kurskorrektur eintritt, dürfte ein Teil der Vermögensverluste am Aktienmarkt durchaus darauf zurückzuführen sein, daß die Erwartungen bezüglich der künftigen Produktivität nach unten revidiert wurden.

Rekordbeträge für Erstzeichnung von Aktien junger Unternehmen

Die Kapitalumschichtung im Jahr 1999 fand auch in Form von grenzüberschreitenden Übernahmen statt, und oft waren daran Unternehmen des Mobiltelefonbereichs beteiligt. Diese Übernahmen trugen dazu bei, die wichtigsten Leistungsbilanzdefizite der Welt zu finanzieren. Insbesondere die USA und Länder Lateinamerikas finanzierten ihre Leistungsbilanzdefizite in erster Linie über Zuflüsse von Beteiligungskapital in Form von Übernahmen inländischer Unternehmen durch Gebietsfremde. Zeitweise trieb die starke ausländische Nachfrage nach US-Aktiva trotz großer Defizite den Kurs des US-Dollars in die Höhe. Vor allem in Europa verzeichnete der Telekommunikationsbereich eine Welle von



Übernahmen vermehrt durch Aktien statt liquide Mittel finanziert

Fusionen und Übernahmen. Im Gegensatz zu den Übernahmen der späten achtziger Jahre wurde diesmal der Kaufpreis weltweit häufig in Aktien der übernehmenden Gesellschaft und nicht in liquiden Mitteln entrichtet. Dank des Vorteils hoher Aktienkurse konnten Technologiefirmen Unternehmen aus anderen Branchen übernehmen und potentiell den internen Cash-flow der übernommenen Firmen für ihre eigenen Investitionszwecke nutzen. Ob sich diese Kapitalumschichtung auch auf den künftigen Produktivitätszuwachs auswirken wird, bleibt abzuwarten.

### Anleihemärkte

So, wie die Aktienmärkte eine Verlagerung der Kapitalbeschaffung von Bereichen der „Old Economy“ auf die der „New Economy“ begünstigten, stellten sich auch die Anleihemärkte weltweit auf neue Wege der Kreditaufnahme und der Kapitalanlage ein. Ein besonders wichtiger struktureller Trend, der sich im Berichtszeitraum verstärkte, war die Verlagerung der Emissionstätigkeit vom öffentlichen zum privaten Sektor. Während die Märkte einen Rekordabsatz von Schuldtiteln des privaten Sektors absorbierten, führte jedoch die Aussicht auf eine geringere

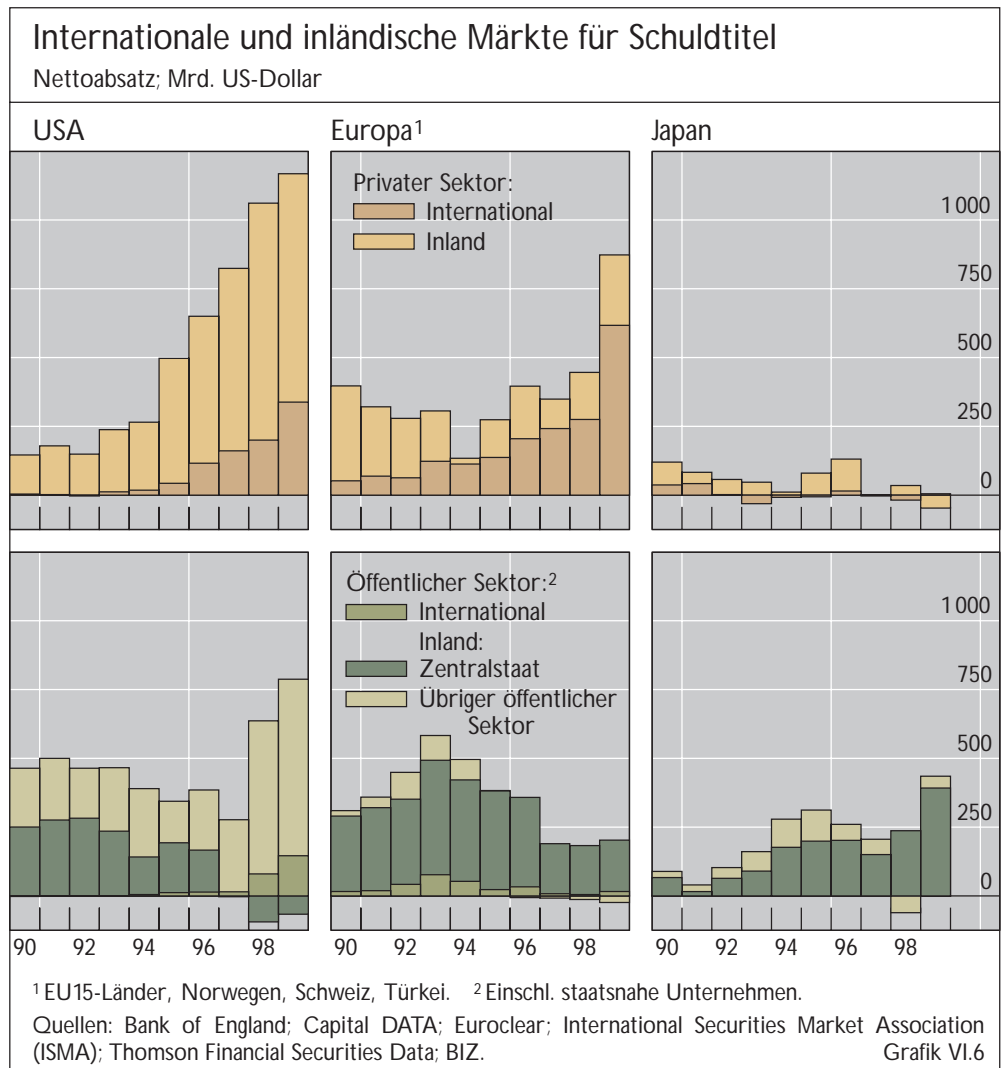
Verlagerung der Emissionstätigkeit vom öffentlichen zum privaten Sektor

Begebung von Staatsschuldtiteln in Nordamerika und Europa zu einem Rückzug von Marktmacherkapital und zu einer Suche nach alternativen Referenzanleihen an den Finanzmärkten. Gleichzeitig war bei den Arbitrageanlegern die Erinnerung an die Verluste vom Herbst 1998 immer noch frisch. Diese Faktoren trugen wiederholt zu heftigen Schwankungen verschiedener Marktzinsspannen bei, und der Unterschied zwischen Kredit- und Liquiditätsprämie verwischte sich.

*Emissionen des privaten Sektors und Zinsaufschläge bei Krediten*

Im Berichtszeitraum gaben die traditionellen Maße für Zinsaufschläge etwas nach. Dies war jedoch nicht nur sich wandelnden Bonitätsbeurteilungen zuzuschreiben, sondern auch Schwankungen der Marktliquidität und angebotsseitigen Faktoren, die sowohl die Märkte für Staatsschuldtitel als auch die Zinsswapmärkte betrafen.

Der Absatz von Schuldtiteln des privaten Sektors war höher als je zuvor. Infolge der Haushaltskonsolidierung war der Absatz von Staatsschuldtiteln in der Mehrzahl der wichtigsten Industrieländer – mit der bemerkenswerten Ausnahme Japans – rückläufig oder stagnierte (Grafik VI.6). Eine etwaige Erhöhung der Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors entfiel auf öffentlich-rechtliche Körperschaften und andere staatsnahe Marktteilnehmer, wie beispielsweise die



Nettoabsatz internationaler Schuldtitel <sup>1</sup>							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Stand Ende Dez. 1999
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1 225,2	5 365,5
Geldmarktinstrumente <sup>2</sup>	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Anleihen und Notes <sup>2</sup>	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1 156,6	5 105,5
Entwickelte Länder	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1 149,4	4 503,0
USA	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1 310,8
Euro-Raum	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1 746,5
Japan	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Offshore-Finanzplätze	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Sonstige Länder	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Internationale Organisationen	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
US-Dollar	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2 512,2
Währungen des Euro-Raums	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1 561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Sonstige Währungen	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Finanzinstitute <sup>3</sup>	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2 581,4
Öffentlicher Sektor <sup>4</sup>	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1 436,3
Zentralstaat	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Unternehmen	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1 347,8

<sup>1</sup> Internationale Emissionen: alle Emissionen ohne Emissionen in Landeswährung durch Gebietsansässige, die nicht für gebietsfremde Anleger bestimmt sind. Internationale Anleihen: Stromgrößen; Geldmarktinstrumente und Notes: Veränderung des Umlaufs, wechselkursbereinigt. <sup>2</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>3</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. <sup>4</sup> Einschl. internationale Organisationen.

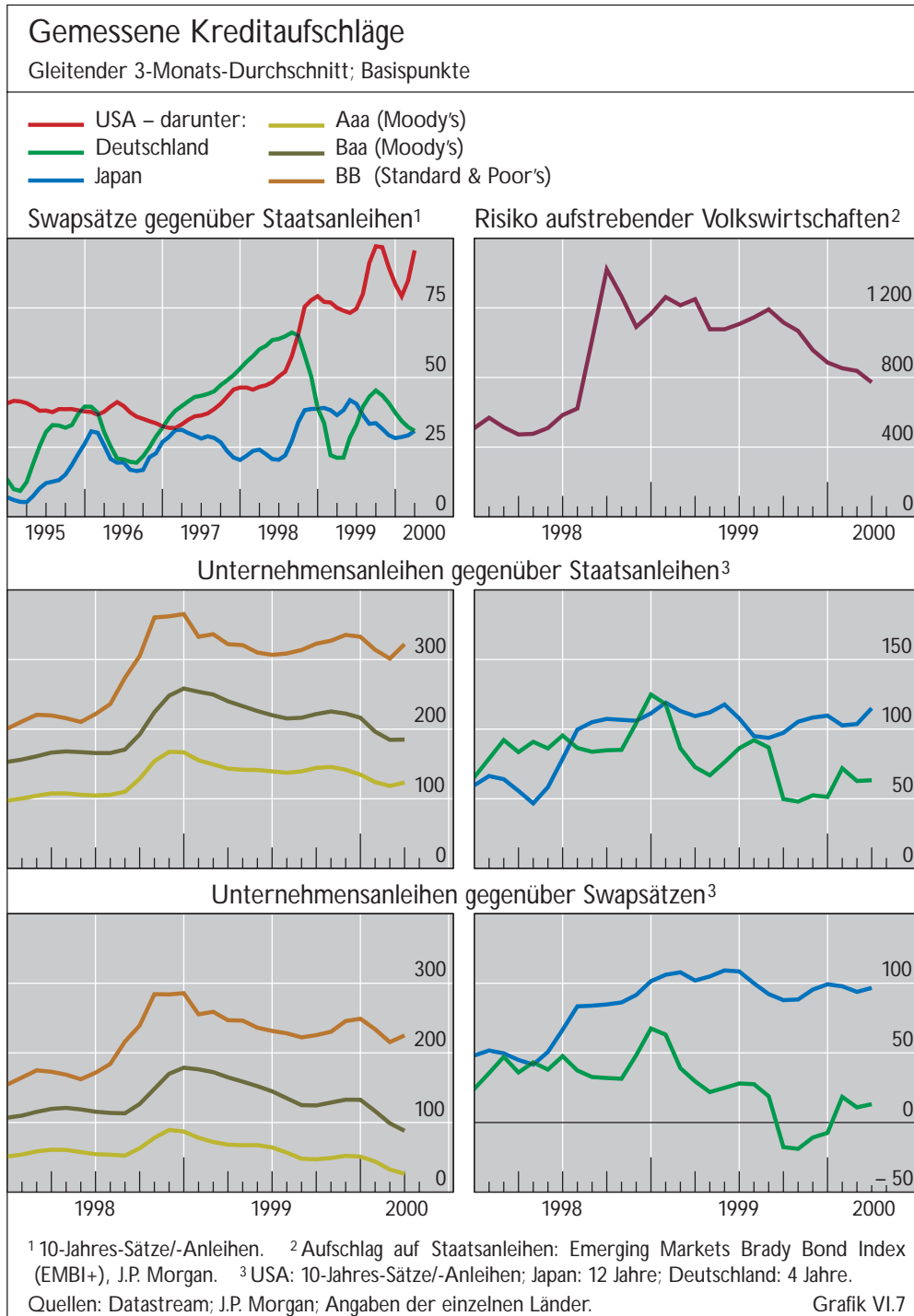
Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle VI.2

Rekordabsatz durch  
Privatsektor

Wohnbaufinanzierungsgesellschaften in den USA. Der private Sektor reagierte auf die leichtere Verfügbarkeit von Ersparnissen mit einem Titelabsatz in Rekordhöhe. Einen neueren Trend fortsetzend, gewannen die internationalen Märkte für Schuldtitel gegenüber den inländischen Märkten weiter an Bedeutung. An den internationalen Märkten stieg der Nettoabsatz von Titeln des Privatsektors auf mehr als das Doppelte an (Tabelle VI.2). In Europa überholten die internationalen privaten Emissionen die inländischen, da die Einführung des Euro für die Schuldner einen Anreiz darstellte, über nationale Grenzen hinweg den Vorteil des potentiellen Anlegerpools im größeren Euro-Raum zu nutzen (s. Kapitel VII).

Der dynamische Absatz des privaten Sektors erfolgte vor dem Hintergrund stetig steigender nominaler Renditen von Staatsschuldtiteln. Wachstumsanzeichen sowie steigende Energiepreise veranlaßten die Währungsbehörden in Europa und den USA, in dem Bemühen, einem Inflationsdruck vorzubeugen, die Notenbankzinsen anzuheben. Nahezu im gesamten Jahresverlauf 1999 stiegen die langfristigen Renditen an, weil die Märkte eine solche Straffung der Geldpolitik erwarteten. In den ersten Wochen des Jahres 2000 begannen die Renditen stärker zu schwanken, als die Marktteilnehmer das Ausmaß der zur Eindämmung der Inflation erforderlichen Zinserhöhungen neu beurteilten und auf verschiedene Liquiditätsschocks reagierten.

Die Auswirkungen der steigenden Renditen von Staatsschuldtiteln wurden teilweise durch einen allmählichen, wenn auch ungleichmäßigen Rückgang des Renditenabstands zwischen Titeln des privaten und des öffentlichen Sektors ausgeglichen (Grafik VI.7). Diese gemessenen Zinsaufschläge hatten sich während der Turbulenzen vom Herbst 1998 stark erhöht, als sich die Anleger um die Bonität von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften sowie einiger Finanzinstitute in den Industrieländern sorgten und Zuflucht in den sichersten und liquidesten Emissionen suchten. Anschließend wurden die Zinsspannen wieder enger, was darauf hindeutete, daß wieder größeres Vertrauen hinsichtlich





Weshalb kein stärkerer Rückgang der gemessenen Kreditzinsaufschläge?

einer Erholung in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie – mit der Wachstumsbeschleunigung in den Industrieländern – hinsichtlich der Aussichten für Unternehmensemissionen bestand. Aber selbst an ihrem niedrigsten Punkt lagen die gemessenen Zinsaufschläge in den USA und in Deutschland immer noch über dem Niveau von Mitte 1998. Die Swapsreads, die die in der Regel hohe Bonität der Swapkontrahenten widerspiegeln, gingen 1999 und Anfang 2000 nicht nennenswert zurück. Warum wurden diese Spreads trotz sich offenbar beständig verbessernder Bedingungen und trotz einer wiedererstarkten Risikobereitschaft nicht noch kleiner?

#### *Liquiditätsfaktoren bei den Kreditzinsspannen*

Teilabzug von Marktmacherkapital am Sekundärmarkt

Zwei strukturelle Faktoren mit negativer Wirkung auf die Liquidität scheinen zu der Breite und den zeitweiligen Turbulenzen bei den gemessenen Kreditzinsaufschlägen beigetragen zu haben. Erstens rechneten die Händler am Sekundärmarkt mit einer geringeren Emission von Staatspapieren, was sie veranlaßte, einen Teil des Marktmacherkapitals, mit dem sie Liquidität bereitstellen, vom Markt abzuziehen. Dieser Rückzug hatte offenbar schon 1997 begonnen. Zweitens hinterließ die Erfahrung vom Herbst 1998 bei den Marktteilnehmern eine erhöhte Sensibilität gegenüber dem Liquiditätsrisiko; Fonds mit hoher Fremdfinanzierung und die Eigenhandelsabteilungen von Finanzinstituten waren deshalb nur zögernd bereit, sich auf Arbitragegeschäfte einzulassen, die angebotsseitige Schocks absorbiert oder Preisverzerrungen in der Renditenstrukturkurve korrigiert hätten. Einige Finanzinstitute dürften sogar begonnen haben, Liquiditätsüberlegungen in ihr Risikomanagement einzubeziehen. Wegen dieser beiden strukturellen Faktoren sind erhebliche und bisweilen volatile Liquiditätsprämien Teil der gemessenen Kreditzinsspannen geworden.

Preis anomalies jetzt offenbar von längerer Dauer

Das Fehlen von Marktmacher- und Arbitragegeschäften äußert sich in einer erhöhten Fragmentierung der Märkte für Staatsanleihen. Grafik VI.8 zeigt diese Fragmentierung anhand der Differenz zwischen früher begebenen und aktuellen Staatsanleihen sowie anhand von Preis anomalies. Nach beiden Maßstäben verschlechterte sich die Liquiditätssituation 1999 tendenziell im Vergleich zum ersten Halbjahr 1998. Für drei der Indikatoren setzte sich diese Tendenz noch bis ins erste Quartal 2000 fort. Der Zinsvorsprung der aktuellen US-Titel hat sich im Jahr 2000 offenbar verringert; dies dürfte einer höheren Risikoprämie für die 30jährige Anleihe zuzuschreiben sein, die auf die Unsicherheit über den Referenzstatus dieser Anleihe vor dem Hintergrund der revidierten Emissionspläne des US-Schatzamts zurückzuführen ist. Die in Grafik VI.8 nachgezeichneten Preis anomalies waren früher meist schnell wieder verschwunden, schienen nun aber länger anzuhalten. Infolgedessen ist es schwieriger geworden, die Reaktion des Kurses einer bestimmten Anleihe auf allgemeine Bewegungen der Fristenstruktur vorauszusagen. Dieses erhöhte einzelfallspezifische Risiko minderte die Attraktivität von Staatsanleihen für Absicherungszwecke.

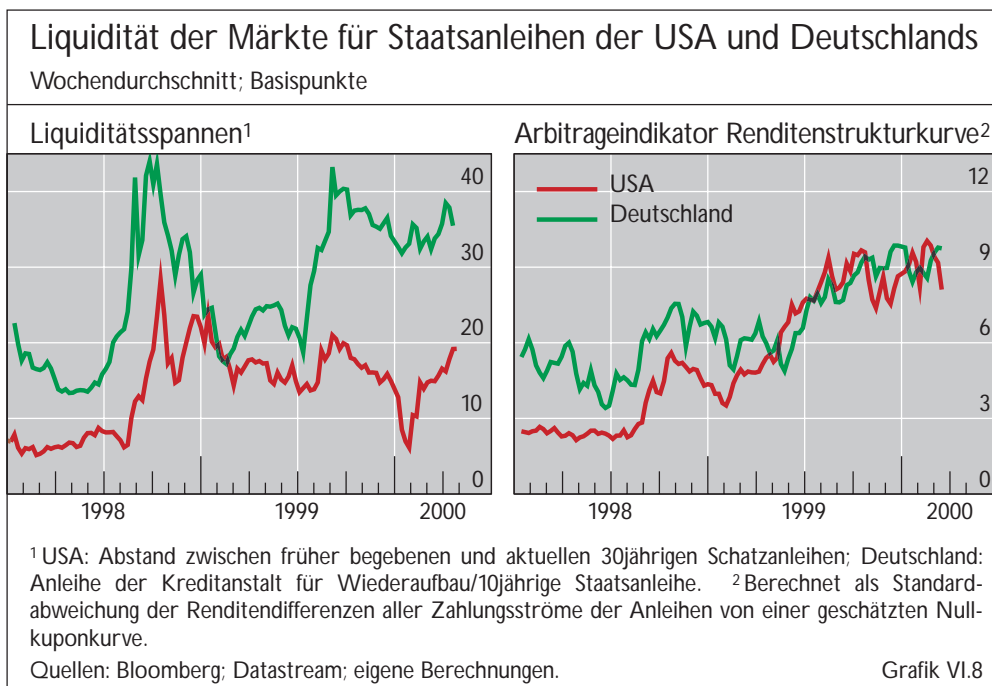
Starker Anstieg der Swapsreads im Sommer 1999

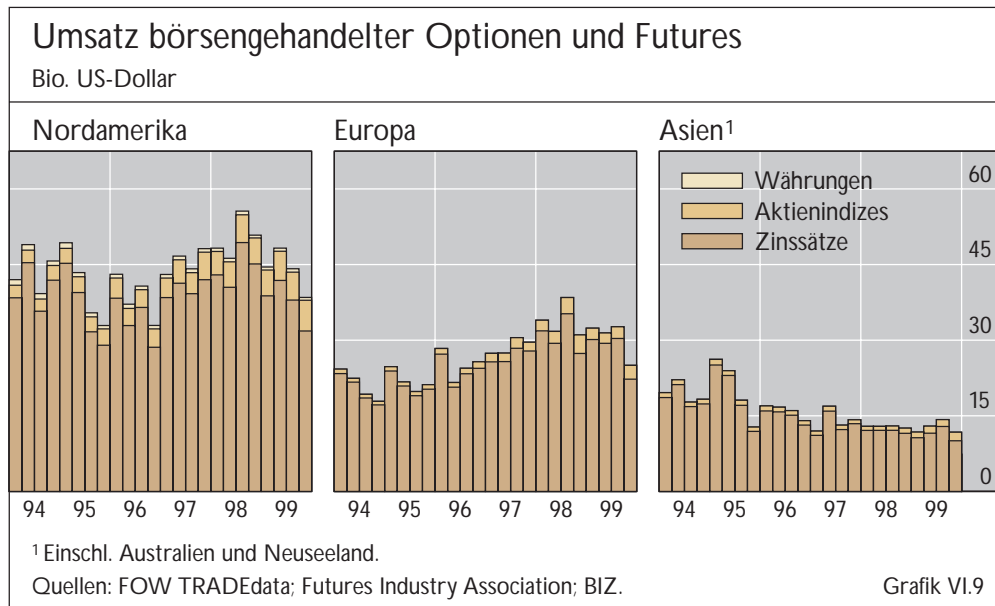
Zwei Ereignisse im Berichtszeitraum veranschaulichen die neue Rolle der Liquidität bei den gemessenen Zinsspannen. Im Sommer 1999 kam es zu einem starken Anstieg der Spreads auf Zinsswaps. Die Marktbeobachter waren damals verblüfft, zeigten sich doch die makroökonomischen Indikatoren und die Preise von Finanzvermögenswerten mehr oder weniger stabil. Rückblickend scheint für

die Erweiterung der Zinsabstände der auf der Liquidität der verfügbaren Kreditinstrumente lastende Druck verantwortlich gewesen zu sein, der durch das Ungleichgewicht zwischen dem Rekordvolumen an emittierten Unternehmensanleihen und einem vorübergehend gedämpften Kaufinteresse bei den Anlegern entstanden war. Die Emittenten sahen sich gezwungen, geplante Emissionen vorzuziehen, weil sie wegen des Jahrtausendwechsels mit einer ungünstigen Liquiditätssituation rechneten. Die Anleger zögerten, das zusätzliche Emissionsvolumen abzunehmen, denn sie hatten ähnlich antizipative Bedenken hinsichtlich der Liquidität, und möglicherweise war auch die Unsicherheit bezüglich der Zinsentwicklung von Bedeutung, nachdem die Federal Reserve einen strafferen geldpolitischen Kurs eingeschlagen hatte. Dieses Ungleichgewicht trieb die Anleihehändler an den Swapmarkt, um dort ungewöhnlich hohe Bestände abzusichern und das spezifische Risiko auszuschalten, mit dem die Schatzpapiere seit Herbst 1998 als behaftet galten. Der Swapmarkt wiederum war auf ein derartiges Volumen an Absicherungsgeschäften nicht vorbereitet und verfügte anscheinend nicht über die nötigen Marktmacherkapazitäten, um diese Nachfrage problemlos befriedigen zu können.

Die Besorgnis bezüglich möglicher Störungen des Marktes zum Jahresende verflüchtigte sich bald, insbesondere nachdem die Zentralbanken allgemein Maßnahmen in die Wege geleitet hatten, um den Märkten zu versichern, daß im Notfall gegebenenfalls Liquidität zur Verfügung gestellt würde. Zu diesen Maßnahmen zählten u.a. die Erweiterung der Palette beleihbarer Sicherheiten, die Erhöhung der Kontrahentenzahl sowie die Bereitstellung neuer Kreditfazilitäten. Schließlich verlief der Jahreswechsel ohne nennenswerte Zwischenfälle an den Märkten. In welchem Maße sich die Aktivitäten an den Finanzmärkten im vierten Quartal des Jahres 1999 verlangsamten, zeigt sich jedoch an dem starken Umsatzrückgang bei den börsennotierten Derivaten, insbesondere den Zinsinstrumenten (Grafik VI.9).

Jahreswechsel ohne Zwischenfälle





Ab Ende Januar 2000 hatten die Märkte mit einer weiteren Erhöhung der Spreads zu kämpfen. Die Ungewißheit bezüglich der Rückkaufstrategie für US-Schatzanleihen und die Aussicht auf eine fortgesetzte Straffung der Geldpolitik führten zu einer Umkehrung der US-Dollar-Renditenstrukturkurve und zu einer erneuten Verlagerung der Spekulations- und Absicherungstätigkeit an den Swapmarkt. Daraufhin rückten vermehrt diejenigen Wertpapiere ins Zentrum des Interesses, die gegebenenfalls anstelle der US-Schatzanleihen als Referenztitel dienen konnten (s. unten). Unklarheit bezüglich der Bonität einer Kategorie potentieller Referenzanleihen – der Schuldtitel staatlich unterstützter US-Finanzinstitute wie der Federal Home Loan Mortgage Corporation („Freddie Mac“) und der Federal National Mortgage Association („Fannie Mae“) – führte im März 2000 zu einer weiteren Vergrößerung des Zinsabstands. Etwa zu dieser Zeit wurden für das kommende Jahr gesetzgeberische Schritte zur Klarstellung der Pflichten der US-Bundesregierung in bezug auf die Schuldtitel dieser Institute vorgeschlagen.

Vergrößerung des Zinsabstands aufgrund unklarer Bonität von US-Instituten

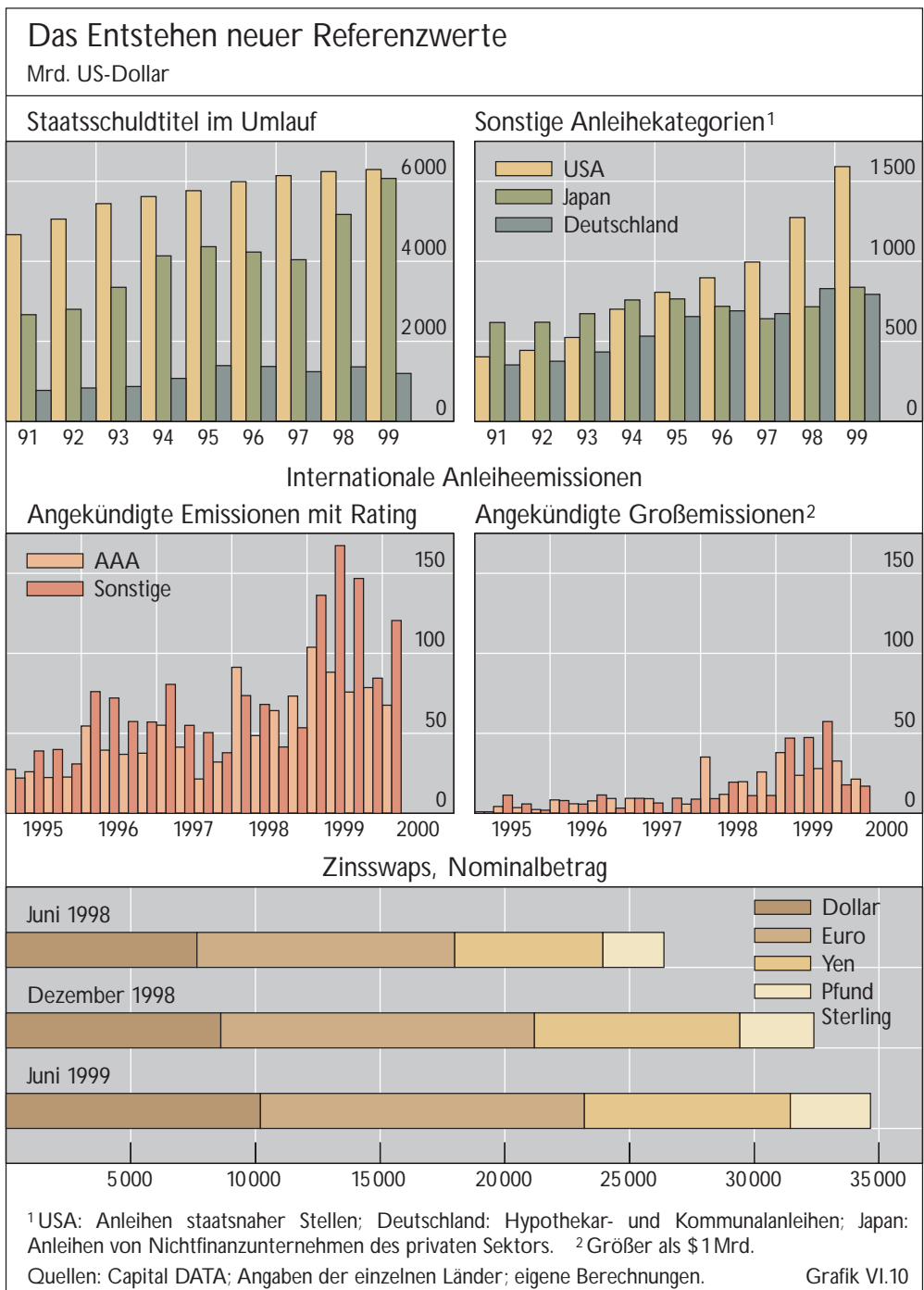
#### *Suche nach neuen Referenzanleihen*

Die Verschiebungen im Angebot von handelbaren Staatspapieren bzw. von Schuldtiteln des privaten Sektors bringen verschiedene Herausforderungen für Märkte mit sich, die sich inzwischen darauf verlassen, daß ihnen für die Einschätzung künftiger Zinssätze und für das Management von Markt- und Kreditrisiken ein stabiles, hochliquides Angebot von Titeln ohne Ausfallrisiko als Referenzwerte zur Verfügung steht. Diese Herausforderungen bestehen u.a. darin, einen Konsens zu finden, welche Arten von Wertpapieren als Referenzwerte zu betrachten sind, das Entstehen eines Angebots von Referenztiteln zu fördern, die die Renditenstrukturkurve ausreichend abdecken, einen stabilen, transparenten Preisbildungsmechanismus zu entwickeln, ergänzende Instrumente wie Repo-Geschäfte und Futures an den Markt zu bringen und schließlich Verfahren für die Handhabung des Markt- und des Kreditrisikos zu spezifizieren, die für die neu definierten Referenzwerte geeignet sind. Die Suche nach zuverlässigen

Referenzanleihen für die Märkte der in Euro denominierten Staatsanleihen (hierzu s. im einzelnen Kapitel VII) verdeutlicht beispielhaft einige der sich in diesem Zusammenhang stellenden Fragen.

Wichtigste Voraussetzung für ein Referenzinstrument ist paradoxerweise die Tatsache, daß es allgemein als solches akzeptiert wird. Der sich selbst bestätigende Prozeß, durch den ein Instrument diese Akzeptanz erlangt, läßt sich kaum prognostizieren oder durch externe Maßnahmen wie etwa Regulierung beeinflussen. Der Wettbewerb unter Emittenten zur Bereitstellung neuer Referenzwerte unterschiedlicher Bonitätsstufen hat jedoch bereits begonnen, wie aus der verstärkten Emission sehr großer Schuldverschreibungen im vergangenen Jahr

Allgemeine Akzeptanz als wichtigste Voraussetzung für Referenzwerte



ersichtlich wird (Grafik VI.10). Mit dem Ziel, alternative US-Dollar-Benchmarks auf höchster Bonitätsstufe einzuführen, brachten US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften im Berichtszeitraum verschiedene Emissionen über mehrere Milliarden US-Dollar in den wichtigsten Laufzeitkategorien an den Markt. Zu den Kandidaten für den Referenzstatus in anderen Bereichen des Bonitätspektrums zählten US-Dollar-Emissionen der AT&T Corp. (\$ 8 Mrd.) und der Ford Motor Credit Co. (\$ 5 Mrd.) sowie die im Zusammenhang mit Übernahmen begebenen Euro-Emissionen von Mannesmann/Deutschland (€ 3,0 Mrd.), Repsol/Spanien (€ 3,3 Mrd.) und Tecnost/Italien (€ 9,4 Mrd.).

Deutliche Zunahme großer Emissionen, vor allem bei Rating unter AAA

Was das Gesamtangebot angeht, so wurden der rückläufige Absatz von Staatsanleihen und die Beschleunigung der Emissionen des privaten Sektors bereits an anderer Stelle beschrieben. Der mittlere Teil von Grafik VI.10 zeigt, daß parallel zu der allgemeinen Absatzerhöhung von Unternehmensanleihen an den internationalen Märkten auch die Anzahl großer Emissionen (über \$ 1 Mrd.) deutlich zunahm, insbesondere bei Schuldnern mit einem Rating unterhalb von AAA. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob es den verschiedenen Emittenten aus dem privaten Sektor gelingen wird, die für ihre Benchmark-Kandidaten notwendige kritische Masse an Handelsvolumen aufzubringen. Faktoren, die zu einer solchen kritischen Masse beitragen, sind die Fungibilität der Emissionen mit vergleichbaren Laufzeiten und die Verfügbarkeit von Futures, Repo-Geschäften und anderen ergänzenden Instrumenten. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, daß Futures und Optionen auf die 5- und 10jährigen Titel staatsnaher US-Institute ab März 2000 am Chicago Board of Trade gehandelt wurden. In den letzten Jahren stagnierte jedoch der Börsenhandel mit Derivaten weitgehend (Grafik VI.9), während die außerbörslichen Märkte weiter zulegten (Grafik VI.10, unten). Dies gibt Anlaß zu der Vermutung, daß die Verfügbarkeit außerbörslicher Derivate ein weiteres unabdingbares Element bei der Etablierung neuer Referenzinstrumente sein wird.

Preis risikoreicher Kredite insgesamt wichtiger als Preis in Relation zum Referenzwert

Hinsichtlich der Stabilität der Preisbildung zeigt sich, daß der im ersten Quartal 2000 verzeichnete Rückgang der Renditen der 10jährigen US-Schatzanleihen nahezu der Vergrößerung des Zinsabstands entsprach. Infolgedessen blieb das Niveau der Swaprenditen und der Renditen erstklassiger Unternehmenstitel mit dieser Laufzeit insgesamt praktisch unverändert. Dies läßt vermuten, daß Anleger und Kreditnehmer möglicherweise bis zu einem gewissen Grad bereits begonnen haben, eher den Preis risikobehafteter Kredite insgesamt zu betrachten als den Preis im Verhältnis zu einem Referenzwert. Die Preistransparenz wird jedoch eingeschränkt bleiben, solange bei den Marktteilnehmern kein tragender Konsens bezüglich geeigneter Indizes für die verschiedenen Kategorien von Schuldtiteln des privaten Sektors herrscht. Die weiter oben beschriebenen Vorfälle machen deutlich, daß selbst umfangreiche und wachsende Anlagekategorien wie Swaps plötzlichen und unerwarteten Preisschwankungen ausgesetzt sein können.

Der Wechsel zu neuen Referenzinstrumenten wird sich wohl nicht nur auf die Preisbildungspraktiken bei den festverzinslichen Werten auswirken, sondern auch Konsequenzen für viele andere Aspekte des Finanzsystems haben. Insbesondere dann, wenn den Schuldverschreibungen des privaten Sektors künftig die Rolle zuwachsen sollte, die derzeit noch die Staatsanleihen innehaben, ergibt sich

für das Management von Markt- und Kreditrisiken eine zusätzliche, komplexe Herausforderung. Die Marktteilnehmer werden bessere Verfahren zur Berücksichtigung von Kreditrisikoaspekten beim Absicherungs- und Sicherheitenmanagement entwickeln müssen. Die Bewertung und Absicherung von Kreditrisiken wird durch den schnell wachsenden Markt der Kreditderivate erleichtert. Sicherlich werden die Marktteilnehmer weiterhin Techniken entwickeln, um diesen Herausforderungen Rechnung zu tragen; dies dürfte jedoch von weiteren Turbulenzen begleitet sein, während die Liquiditätsbedingungen für die potentiellen Referenztitel auf die Probe gestellt werden, sich die Kenntnis der bestehenden Risiken verbessert und die neuen Marktstandards an Akzeptanz gewinnen.

Ein solcher Übergang zu privaten Referenzanleihen stellt die Entscheidungsträger vor einige Herausforderungen. Angesichts von Haushaltsüberschüssen oder sinkenden Defiziten stehen die staatlichen Stellen in einem Nachhutgefecht, um die Liquidität zu erhalten; dies geschieht in erster Linie durch Beibehaltung des Bruttoabsatzes in bestimmten Laufzeiten auch bei rückläufigem Nettoabsatz. Bei der Schuldenverwaltung stellt sich dann die Frage nach der Wahl von Wertpapieren, die nicht nur als Referenzwerte wichtig sind, sondern noch weiteren Zwecken dienen, die von den privaten Märkten nur schwer nachzubilden sind. Gleichzeitig sehen sich die Zentralbanken in den Renditenstrukturkurven und bei den gemessenen Zinsspannen mit zunehmendem Rauschen („noise“), d.h. unerklärlichen Abweichungen, konfrontiert. Diese Abweichungen beeinträchtigen die Klarheit von Informationen über die Aussichten für die Gesamtwirtschaft und das Kreditgeschäft und verändern den geldpolitischen Transmissionsmechanismus in unvorhersehbarer Weise. Nicht zuletzt müssen die Währungsbehörden auch auf plötzlich auftretende Liquiditätsengpässe vorbereitet sein, die zu Störungen im Finanzsystem führen können.

Veränderter Transmissionsmechanismus aufgrund von „noise“ bei Renditenstrukturkurven und Zinsspannen

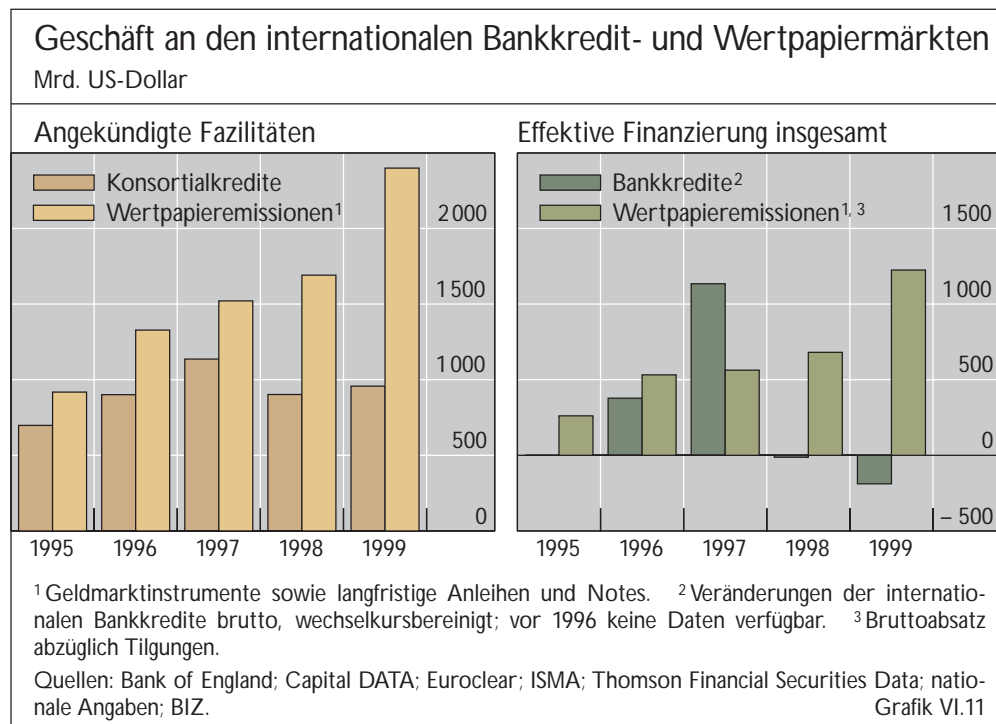
## Das internationale Bankgeschäft

Während die Finanzierungen an den internationalen Wertpapiermärkten 1999 rasant zunahm, hinkten die Finanzierungen durch Bankkredite erneut nach (Grafik VI.11). Weltweit schienen die Großbanken keine andere Wahl zu haben, als sich dieser Entwicklung anzupassen, indem sie kräftig in Schuldtitel investierten und ihrem traditionellen Kreditgeschäft eine untergeordnete Rolle zuwiesen. Dennoch erholte sich die Kreditvergabe an Nichtbanken aus entwickelten Ländern allmählich von den Tiefständen des Jahres 1998, insbesondere dank einiger großer Transaktionen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen. Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas gaben jedoch Wertpapierfinanzierungen eindeutig den Vorzug vor Bankkrediten, und asiatische Schuldner beschleunigten im zweiten Halbjahr die Tilgung ihrer Kredite. Nachdem der Interbankmarkt unter entwickelten Ländern im ersten Halbjahr 1999 geschrumpft war, wurde er plötzlich von Mitteln überschwemmt, und die Banken konnten offensichtlich nur wenige neue Kreditnehmer finden.

Traditionelles Kreditgeschäft von Großbanken weniger bedeutend

### *Kreditvergabe an Industrieländer*

Für die Großbanken weltweit war es leichter, sich am lebhaften Wertpapiermarkt zu beteiligen, als an ihren traditionellen internationalen Kreditmärkten



nach Geschäftsmöglichkeiten zu suchen. 1999 erwarben die Banken per saldo Schuldtitel im Wert von über \$ 300 Mrd., was mehr als dreimal so viel war wie ihre Nettokreditvergabe an Nichtbanken in entwickelten Ländern (Tabelle VI.3). Am stärksten engagierten sich die Banken im ersten Quartal an den Wertpapiermärkten, als sie rund ein Drittel ihrer Wertpapierkäufe des gesamten Jahres tätigten. Die Banken in Japan erwarben während des Jahres mit Hilfe hoher Tilgungen aus ihrer Auslandskreditvergabe Schuldtitel in Höhe von fast \$ 130 Mrd. Die Banken in Deutschland und Frankreich kauften ebenfalls Wertpapiere in beträchtlichem Umfang, vor allem Anleihen aus den USA, Deutschland und Italien.

Der Anstieg der Nettokreditvergabe der Banken an Nichtbanken in entwickelten Ländern im Jahr 1999 stellte lediglich die Erholung eines Geschäfts dar, das 1998 praktisch zum Erliegen gekommen war. Der Hauptanteil des neuen Kreditgeschäfts entfiel auf das zweite Quartal 1999; die Banken vergaben per saldo Kredite im Betrag von \$ 67 Mrd., was über 90% ihrer Wertpapierkäufe in dem Quartal entsprach. Die wichtigsten Kreditgeber waren Banken in Japan und im Vereinigten Königreich, und die größten Kredite waren tendenziell Fusions- und Übernahmefinanzierungen. Im dritten Quartal gingen die Kreditströme zurück, als Nichtbanken aus den USA Kredite im Umfang von \$ 25 Mrd. tilgten. Im vierten Quartal erholten sie sich jedoch wieder etwas.

#### *Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften*

Nachdem sich die internationalen Banken während der Asien-Krise 1997 und nach dem russischen Schuldenmoratorium 1998 von den Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften abgewandt hatten, revanchierten sich diese im Jahr 1999 gewissermaßen. Im zweiten Quartal 1999 schienen die Banken trotz der brasilianischen Währungskrise vom Januar wieder bereit, den aufstrebenden

Banken in Japan, Deutschland und Frankreich als bedeutende Wertpapieranleger

Volkswirtschaften in erheblichem Maße Kredit zu gewähren. Beispielsweise erhielten zwei brasilianische Elektrizitätsunternehmen Konsortialkredite, allerdings mit Zinsaufschlägen von über 800 Basispunkten. Sonst jedoch gab es nur wenige Kreditnehmer aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Im zweiten Quartal beschleunigten diese Schuldner plötzlich ihre Tilgungen, nachdem sie ihre Bankkredite jahrelang lediglich bedient hatten. Im dritten Quartal verzeichneten die Forderungen der Banken gegenüber Entwicklungsländern den stärksten Rückgang seit dem massiven Abbau im dritten Quartal 1998. Mit \$ 35 Mrd. entsprach die Abnahme fast dem Vierfachen des Rückgangs im ersten Quartal. Eine derart beschleunigte Tilgung von Bankkrediten, die mit klarem zeitlichem Abstand zur Kreditverknappung von 1998 erfolgte, deutet darauf hin, daß sich die Schuldner von Bankkrediten abwenden.

Der Großteil der Kredittilgungen kam zwar aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, doch die Verlagerung von Bankkrediten zu Wertpapierfinanzierungen war in Lateinamerika ausgeprägter (Grafik VI.12). In Asien wurden wegen Leistungsbilanzüberschüssen und Zuflüssen von Beteiligungskapital keine Auslandskredite benötigt. Diese Region tilgte im Jahr 1999 insgesamt Kredite in Höhe von \$ 56 Mrd., davon allein \$ 24 Mrd. im dritten Quartal und \$ 19 Mrd. im vierten. Die größten Tilgungen kamen aus China, Thailand und Indonesien. Die

Kredittilgungen  
größtenteils durch  
aufstrebende  
Volkswirtschaften  
Asiens

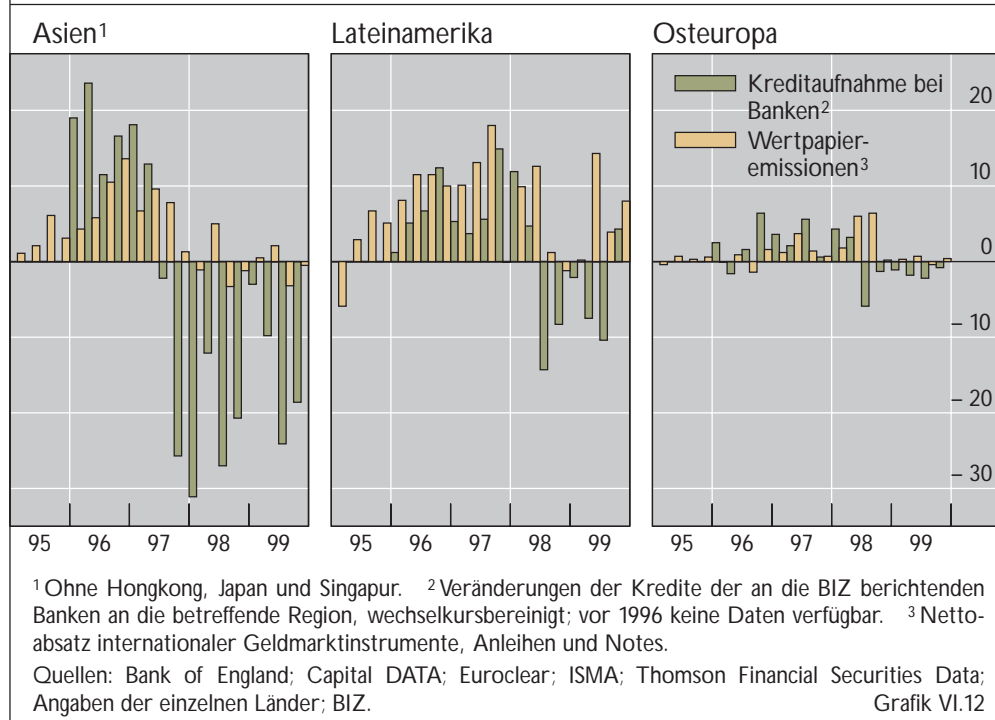
Zusammensetzung der internationalen Forderungen <sup>1</sup> der an die BIZ berichtenden Banken								
	1998	1999	1998	1999				Stand Ende Dez. 99
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Mrd. US-Dollar								
Forderungen an entwickelte Länder	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7562,9
Interbankkredite	288,7	29,9	-16,6	-15,4	-82,2	123,5	4,1	4416,7
Kredite an Nichtbanken	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1319,0
Schuldtitel <sup>2</sup>	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1827,3
Forderungen an Offshore-Finanzplätze	-178,0	-105,6	-72,5	-68,9	-45,0	-26,4	34,7	1207,9
Interbankkredite	-172,0	-139,3	-24,2	-77,0	-51,8	-47,7	37,2	858,4
Kredite an Nichtbanken	-27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Schuldtitel <sup>2</sup>	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Forderungen an Entwicklungsländer <sup>3</sup>	-83,0	-71,2	-25,6	-9,4	-20,7	-34,6	-6,5	857,1
Interbankkredite	-63,9	-61,6	-8,5	-11,3	-19,7	-22,3	-8,3	340,5
Kredite an Nichtbanken	-12,4	-14,6	-12,2	2,4	-3,6	-12,4	-1,0	389,9
Schuldtitel <sup>2</sup>	-6,8	4,9	-4,9	-0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Nicht aufgliederbar	-33,9	-20,0	-10,2	-3,0	-0,3	-13,4	-3,3	195,6
Insgesamt	272,4	253,1	-47,1	13,0	-9,2	119,5	129,9	9823,5
Interbankkredite	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5684,0
Kredite an Nichtbanken	-26,9	92,2	-58,8	-0,7	61,5	5,0	26,4	1966,8
Schuldtitel <sup>2</sup>	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2172,7
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Konsortialkredite<sup>4</sup></i>	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

<sup>1</sup> Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. In den Daten sind noch andere Aktiva enthalten, die aber weniger als 5% der gesamten Forderungen ausmachen. <sup>3</sup> Einschl. osteuropäische Länder. <sup>4</sup> Angekündigte neue Fazilitäten.  
Tabelle VI.3



## Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen nach Region

Nach Standort; Mrd. US-Dollar



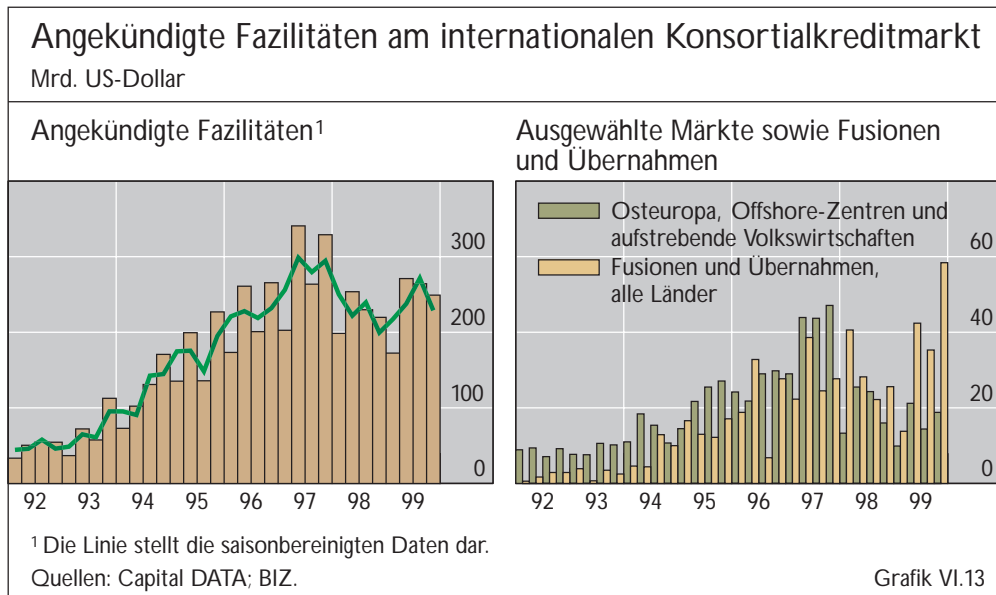
lateinamerikanischen Länder benötigten zwar Mittel zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite, nahmen dafür die Wertpapiermärkte jedoch stärker in Anspruch als Bankkredite. Lateinamerikanische Schuldner zahlten während des Jahres netto \$ 16 Mrd. zurück, wobei Tilgungszahlungen in Höhe von \$ 10 Mrd. im dritten Quartal die Nettokreditaufnahme im vierten Quartal mehr als wettmachten. Die größten Tilgungszahlungen kamen aus Brasilien und Mexiko.

### Interbankmarkt und Offshore-Finanzplätze

Rückzug aus Hongkong und Singapur durch Wegfall von Karussellgeschäften in Japan

Der Rückzug der großen Banken aus den Offshore-Finanzplätzen fiel mit ihrem massiven Wertpapierengagement zusammen. Die Forderungen der Banken an diese Finanzplätze sanken 1999 um \$ 106 Mrd. Der Rückgang entfiel hauptsächlich auf Hongkong und Singapur und fand überwiegend im ersten Halbjahr statt. Ein wichtiger Faktor war dabei der Wegfall der „Umleitung“ von Bankfinanzierungen in Japan an Banken in Hongkong und, in geringerem Maße, Singapur sowie zurück an Nichtbanken in Japan. Die Umkehr dieser „Karussellgeschäfte“ hatte Mitte 1997 begonnen und setzte sich bis ins dritte Quartal 1999 fort. In den ersten drei Quartalen 1999 zahlten Nichtbanken in Japan \$ 40 Mrd. an Banken in Hongkong und Singapur zurück. Diese Banken wiederum verwendeten die Mittel, um Einlagenabzüge durch Banken in Japan zu decken, womit sich der Kreis schloß. Aus Japan scheint ein Teil dieser Mittel in Wertpapierkäufe geflossen zu sein.

Im zweiten Halbjahr erholte sich der Interbankmarkt in den entwickelten Ländern kräftig. Solange die Banken ohne weiteres neue Kreditnehmer oder andere Anlagemöglichkeiten für die Mittel finden konnten, die sie von



Nichtbankkunden erhielten, bestand für sie kaum eine Notwendigkeit, einander Kredit zu gewähren. Dies war offenbar im ersten Halbjahr 1999 der Fall, als die Interbankkredite um \$ 98 Mrd. zurückgingen. Im dritten Quartal jedoch erhielten die Banken ungewöhnlich hohe Tilgungszahlungen, nämlich \$ 35 Mrd. aus aufstrebenden Volkswirtschaften und \$ 25 Mrd. von Nichtbanken aus den USA. Um diese Mittel zu absorbieren, leitete sie der Interbankmarkt in einem Portfolioumschichtungsprozeß durch eine Kette von Banken, so daß sich die Interbankbilanzen vorübergehend aufblähten. Infolgedessen schnellten die Kredite unter den Banken in entwickelten Ländern im dritten Quartal auf \$ 124 Mrd. hoch, nachdem sie zuvor mehrere Quartale lang zurückgegangen waren.

#### Internationale Konsortialkredite

Der Großteil neuer Kredite an Nichtbanken wurde 1999 am Konsortialkreditmarkt vergeben. Für das Jahr als Ganzes beliefen sich die für den gesamten Markt angekündigten Fazilitäten auf \$ 957 Mrd., was einen geringfügigen Zuwachs gegenüber 1998 darstellte, aber immer noch unter dem Rekordjahr 1997 lag (Grafik VI.13). Die Expansion des Marktes entfiel hauptsächlich auf Fusions- und Übernahmetransaktionen. Dabei dominierten einige große Geschäfte, u.a. eine Fazilität von \$ 12 Mrd. in drei Tranchen für die Finanzierung der Übernahme von Airtouch Communications in den USA durch Vodafone Plc im Vereinigten Königreich im dritten Quartal sowie eine Fazilität von £ 8 Mrd. in zwei Tranchen für den Kauf der Mannesmann AG in Deutschland durch Orange Plc im Vereinigten Königreich im vierten Quartal. Diese Transaktionen trugen dazu bei, daß sich das Jahr insgesamt im Bereich der Unternehmensfusionen mit angekündigten Fazilitäten in Höhe von \$ 150 Mrd. zu einem Rekordjahr entwickelte. Im Gegensatz zur regen Geschäftstätigkeit im Bereich der Übernahmefinanzierung entwickelten sich die Konsortialkredite für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften mit \$ 64 Mrd. für das Jahr (was einem Rückgang von 23 % gegenüber 1998 entsprach) eher gedämpft.

Expansion des Konsortialkreditmarktes aufgrund von Übernahmetransaktionen

## VII. Der Euro und die europäische Finanzarchitektur

### Schwerpunkte

Die Einführung der einheitlichen Währung stellt einen wichtigen Meilenstein in der Entwicklung der Finanzstruktur Europas dar. Die EWU hat nicht nur die geldpolitischen Rahmenbedingungen im gemeinsamen Währungsgebiet dauerhaft verändert, sondern auch bewirkt, daß jetzt ein umfassender Wirtschaftsraum, der sich in bezug auf die Größe mit den beiden anderen führenden Volkswirtschaften der Welt messen kann, durch eine einzige Währung vertreten ist. Gleichzeitig hat die EWU den Finanzmärkten in Kontinentaleuropa erhebliche neue Impulse gegeben; sie hat ihre Expansion gefördert und ihnen größere Tiefe verliehen. Die Einheitswährung wirkte sich darüber hinaus positiv auf das weitere Zusammenwachsen des Marktes für Finanzdienstleistungen in Europa aus und begünstigte den Trend zur Konsolidierung im Finanzwesen. Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Auswirkungen, die der Euro im ersten vollen Jahr seiner Existenz auf das europäische Finanzmarktgeschehen hatte, und erörtert die Herausforderungen, die sich durch diese neue Realität in Zukunft stellen.

Entwicklung und Fortschritt waren innerhalb des Spektrums der Finanzmärkte und Finanzdienstleistungen nicht einheitlich. Die Einführung des Euro hatte gewissermaßen dort die stärkste Wirkung, wo die Ausgangsbedingungen am günstigsten waren. Am meisten profitierten die Marktsegmente, in denen die grenzüberschreitenden Transaktionen schon eine kritische Masse erreicht hatten und die institutionellen Strukturen bereits stärker harmonisiert waren. Trotz des Impulses, der von der Beseitigung des Wechselkursrisikos ausging, vermochten die Marktkräfte nicht immer aus eigener Kraft die Hindernisse für eine weitergehende Integration zu überwinden, die sich aus nationalen Unterschieden der technischen und rechtlichen Infrastruktur sowie der Marktusancen ergeben, die in einigen Sektoren die Ursache der Segmentierung sind.

Die Einführung des Euro hat ein Schlaglicht auf die potentiellen Vorteile weiterer Fortschritte in Richtung eines echten einheitlichen Finanzmarktes in Europa geworfen und so dazu beigetragen, die Aufmerksamkeit auf die impliziten gesamtwirtschaftlichen Kosten einer unzulänglichen Harmonisierung der Finanzinfrastruktur im EWU-Raum zu lenken. Damit hat sie auch unterstrichen, daß die Beseitigung der wirtschaftlichen Handelshemmnisse nur dann ihren vollen Nutzen entfalten kann, wenn die Mitgliedsländer die feste politische Verpflichtung eingehen, die institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen, die den Wirtschaftsprozeß beeinflussen, weiter anzugleichen.

### Finanzmärkte

Nirgends war der positive Einfluß des Euro unmittelbarer und offensichtlicher als an den europäischen Finanzmärkten, insbesondere am Markt für

Interbankeinlagen und am Markt für internationale Unternehmensanleihen. Beide Märkte haben ein rasches Wachstum verzeichnet und sind zu effizienteren Vehikeln für die Allokation von Liquidität und Ersparnis geworden. Andere Marktsegmente dagegen, beispielsweise die besicherten Geldmärkte und die Aktienmärkte, haben ihren nationalen Charakter weitgehend bewahrt und vermochten bisher das erhöhte Effizienz- und Liquiditätspotential eines umfangreicheren grenzüberschreitenden Geschäfts noch nicht zu nutzen.

### Geldmärkte

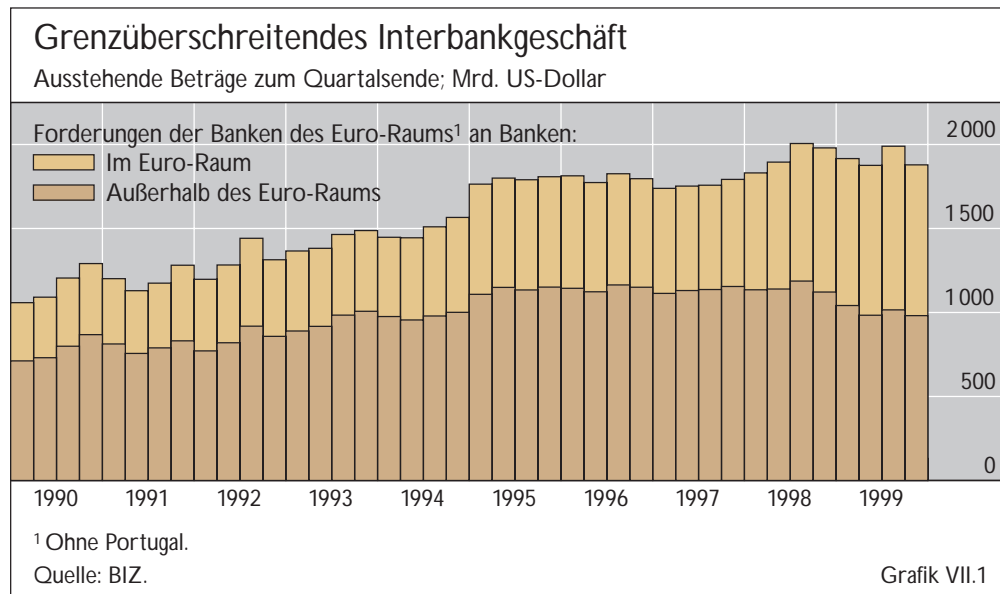
Die Durchführung der Geldpolitik im Rahmen der EWU erfordert einen effizienten Mechanismus für die Allokation von Zentralbankliquidität im gesamten Währungsraum. Der Interbankmarkt für unbesicherten Kredit bietet diesen Mechanismus, da er sich schnell an die neuen Rahmenbedingungen angepaßt hat. Unterstützt wird er durch TARGET, das Großbetragszahlungssystem für den Euro-Raum, das die leichten operationellen Anlaufschwierigkeiten rasch überwand und zum Rückgrat für das Zahlungsverkehrssystem des Euro-Raums wurde. Die frühzeitige Beseitigung jeglicher Unsicherheit hinsichtlich der Referenz-Renditenstrukturkurve für den Geldmarkt trug ebenfalls zu diesem erfolgreichen Übergang bei. In den ersten Wochen des Jahres 1999 erwies sich der EONIA-Satz (Euro OverNight Index Average), ergänzt durch die EURIBOR-Renditenstrukturkurve und unterstützt durch einen lebhaften Derivatmarkt, als die eindeutige Wahl der Marktteilnehmer. Das Zustandekommen eines einheitlichen Geldmarktes in Euro zeigt sich deutlich an der Konvergenz der Renditen im gesamten Euro-Raum, und die stetig rückläufigen Geld-Brief-Spannen (derzeit rund 40% kleiner als vor fünf Jahren) beweisen seine Effizienz (Tabelle VII.1).

Entstehen eines gesamt-europäischen Marktes für Interbankeinlagen ...

Das Entstehen eines leistungsfähigen Geldmarktes im Euro-Raum ermöglichte es den Verantwortlichen in den Finanzabteilungen zahlreicher Großunter-

3-Monats-Geldmarktsätze: Geld-Brief-Spannen <sup>1</sup>						
		1996	1997	1998	1999	2000 <sup>2</sup>
Euro-Raum <sup>3</sup>	Durchschnitt	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	<i>Standardabweichung</i>	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Deutschland	Durchschnitt	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	<i>Standardabweichung</i>	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
Frankreich	Durchschnitt	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	<i>Standardabweichung</i>	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italien	Durchschnitt	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	<i>Standardabweichung</i>	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
USA	Durchschnitt	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	<i>Standardabweichung</i>	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Japan	Durchschnitt	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	<i>Standardabweichung</i>	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

<sup>1</sup> Spannen in Basispunkten der Eurowährungs-Einlagensätze, Schlußnotierung London. <sup>2</sup> Bis Mitte April. <sup>3</sup> Vor 1999: gewogener Durchschnitt der Sätze für Deutschland, Frankreich und Italien; Gewichtung entsprechend dem Eigenkapitalschlüssel der EZB.  
Quelle: Standard & Poor's DRI. Tabelle VII.1



nehmen, durch Zentralisierung ihrer Cash-Management-Transaktionen die Kosten zu senken. Die Banken haben eine zweistufige Struktur gebildet, in deren Rahmen größere Institute mit einer gesamteuropäischen Präsenz die grenzüberschreitenden Liquiditätsströme bearbeiten, während die kleineren eine stärker beschränkte, regionale Rolle spielen. Die erhebliche Zunahme des grenzüberschreitenden Interbankgeschäfts zwischen Instituten im Euro-Raum nach dem vierten Quartal 1998 ist eine direkte Folge dieser Entwicklung (Grafik VII.1).

... aber weiterhin segmentierter Repo-Markt

Im Gegensatz zum Markt für unbesicherte Einlagen vermochte der Repo-Markt die Segmentierung, die ihn vor der Einführung des Euro prägte, nicht zu überwinden. Bestehende Marktregelungen und -strukturen, die den Bedürfnissen der Marktteilnehmer auf nationaler Ebene durchaus entgegengekommen sein mögen, sind der Entwicklung eines echten gesamteuropäischen allgemeinen Marktes für Sicherheiten nicht unbedingt förderlich. Das grenzüberschreitende Geschäft bleibt beschränkt, so daß der Markt sein Liquiditätspotential nicht voll ausschöpfen kann und unter den verschiedenen Segmenten nach wie vor Preisdifferenzen und unterschiedliche Markttiefen bestehen. Die nur langsam voranschreitende Harmonisierung der nationalen Marktusancen und -konventionen sowie das Fehlen einer einheitlichen Marktinfrastruktur behindern immer noch die Weiterentwicklung. Einige dieser Hindernisse, wie z.B. die komplizierte Schnittstelle zwischen Liefersystemen, Abwicklungsverfahren und Marktusancen, sind technischer Art und daher leichter zu überwinden. Andere jedoch, wie die Unterschiede bei der Dokumentation und der steuerlichen Behandlung oder die Unsicherheit hinsichtlich des Rechtsanspruchs auf die zugrundeliegenden Wertpapiere, stehen in unmittelbarem Zusammenhang mit tiefgreifenden strukturellen Unterschieden bei den Steuer- und Rechtssystemen der einzelnen Länder. Für eine stärkere Harmonisierung im gesamten Euro-Raum sind hier weiterreichende Eingriffe – und damit auch ein bedeutendes Engagement – der nationalen Behörden erforderlich.

## Anleihemärkte

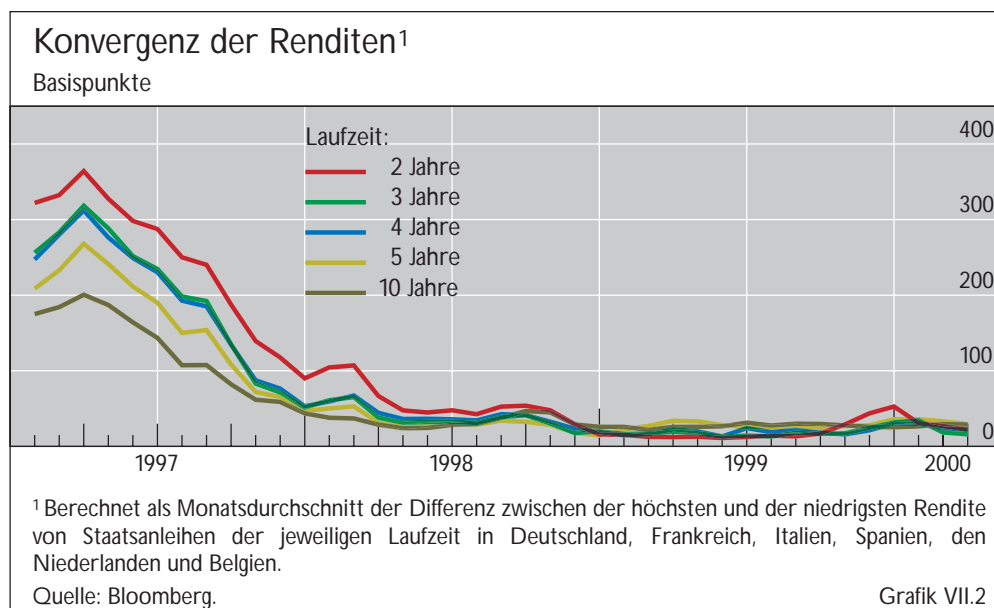
Der wohl eindrucklichste Effekt der EWU für die kontinentaleuropäische Finanzstruktur war der gewaltige Auftrieb, den die Einheitswährung den europäischen Märkten für festverzinsliche Titel verliehen hat. Der Absatz von Euro-Anleihen schnellte 1999 hoch, und der Gesamtbetrag der aufgenommenen Mittel stieg auf ein Vielfaches des Durchschnitts vor Beginn der EWU. Obwohl die neue Währung für Schuldner des öffentlichen wie des privaten Sektors attraktiv war, erwies sich die gesteigerte Emissionstätigkeit des privaten Sektors, insbesondere der europäischen Unternehmen, als herausragendste Entwicklung.

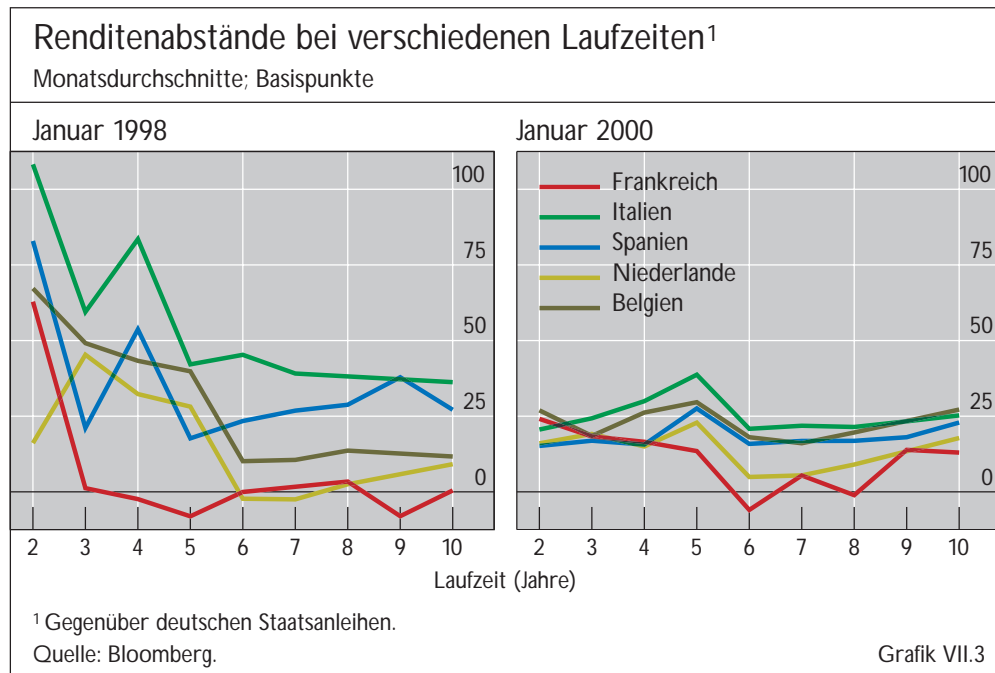
Als Staatsschuldtitel, die auf die im Euro aufgegangenen Währungen lauteten, in Euro umgewandelt wurden, entstand mit einem Schlag ein Markt, der derzeit größer ist als der entsprechende japanische Markt und nur noch vom US-Schatztitelmarkt übertroffen wird. Ende Dezember 1999 betrug der Umlauf langfristiger Euro-Schuldtitel der Staaten des Euro-Raums rund € 2,2 Bio., was zwei Dritteln des Umlaufs von US-Schatzanleihen entsprach. Auf mittlere Sicht dürfte der Markt wegen der Haushaltsdefizite der meisten Länder des Euro-Raums und der im Vertrag von Maastricht festgelegten Verschuldungsgrenzen seine derzeitige Größe beibehalten. Hingegen entwickeln sich der US-Markt und der japanische Markt im Zuge der aktuellen und der prognostizierten Haushaltstendenzen in entgegengesetzte Richtungen, d.h. der US-Markt wird voraussichtlich schrumpfen, und der japanische Markt dürfte sich erheblich ausweiten.

Der Prozeß der wirtschaftlichen Konvergenz im Vorfeld der EWU war von einer bemerkenswerten Verengung der Zinsabstände zwischen den elf beteiligten Volkswirtschaften begleitet. Derzeit betragen diese Abstände an allen Punkten der Renditenstrukturkurve in der Regel höchstens 40 Basispunkte (Grafik VII.2). Eine genauere Betrachtung legt den Schluß nahe, daß ein erheblicher Teil dieser Abstände nicht auf wirtschaftliche Risiken, sondern auf technische Umstände und Liquiditätserwägungen zurückzuführen ist. Renditedifferenzen von rund 20 Basispunkten für Schuldner mit ähnlichem Rating, wie z.B. für den

Zweitgrößter Markt für Staatsanleihen ...

... nicht vollständig harmonisiert





staatlichen Sektor Deutschlands, Frankreichs und der Niederlande, sind zu groß, als daß sie durch unterschiedliche Einschätzungen des Kreditrisikos durch den Markt gerechtfertigt wären, zumal der Abstand zwischen französischen und niederländischen Staatsanleihen und den bonitätsmäßig niedriger eingestuften italienischen und belgischen Staatsanleihen kleiner ist. Darüber hinaus ist es unwahrscheinlich, daß Unterschiede in der Bonität der Schuldner die erforderliche Fristenstruktur aufweisen, um zu erklären, warum sich die Renditenstrukturkurven der einzelnen Länder oft an verschiedenen Punkten des Fristigkeitenspektrums kreuzen (Grafik VII.3).

Liquidität, Sicherheitsmerkmale und Emissionspolitik dürften die Hauptgründe dafür sein, daß die Renditen der deutschen und der französischen Anleihen einander mehrmals, an verschiedenen Punkten des Fristigkeitenspektrums, in der Spitzenposition ablösen. Die deutschen Staatsanleihen haben am kurzen Ende der Renditenstrukturkurve sowie im 10-Jahres-Bereich, wo sie durch den weltweit umsatzstärksten Futures-Kontrakt ergänzt werden, Referenzstatus. Im dazwischenliegenden Fristigkeitsbereich konnte das französische Finanzministerium durch eine innovative, transparente und anlegerfreundliche Emissionspolitik eine Nische für seine Wertpapiere schaffen.

Wenn jedes Land eine eigene Schuldenverwaltungspolitik und eigene Marktkonventionen hat, ist dies mit Kosten verbunden. Kein einzelner Markt für Staatsanleihen ist groß und tief genug, um einen Referenzwert für den gesamten Euro-Raum zu liefern oder sogar die Führungsposition des US-Marktes in Frage zu stellen. Darüber hinaus haben unterschiedliche Strukturen und Konventionen bei der Anleiheemission in den einzelnen Ländern Effizienzverluste in anderen Marktsegmenten zur Folge. Ein Beispiel ist der Repo-Markt, dessen Entwicklung wie schon erwähnt durch ungenügende Harmonisierung der Konventionen behindert wird. Auch der Markt für Unternehmensanleihen würde profitieren, wenn eine klare Renditenstrukturkurve für Staatsanleihen als Referenz vorhanden wäre, auf

Durch bessere Koordination zwischen Emittenten wirtschaftliche Vorteile ...

deren Grundlage eine einheitliche Preisbildung für solche Anleihen erfolgen könnte. Eine bessere Abstimmung zwischen den Finanzministerien des Euro-Raums bezüglich Emissionskalender, Kupon, Laufzeit und sonstiger eher technischer Merkmale der begebenen Anleihen könnte zu erhöhter Fungibilität und größeren Anleihepools im gesamten Fristigkeitenspektrum führen, was vermutlich die Liquidität fördern würde. Die Staatsanleihen der kleineren Volkswirtschaften dürften von solchen Ankurbelungsmaßnahmen wohl am meisten profitieren.

Angesichts der möglichen Vorteile einer besseren Marktstruktur und geringerer Schuldendienstkosten sind Forderungen nach vermehrter Zusammenarbeit der EWU-Regierungen in diesem Bereich laut geworden. Das Problem geht jedoch weit über eine Harmonisierung von Marktstrukturen und -konventionen hinaus. Es steht in unmittelbarem Zusammenhang mit der Debatte darüber, in welchem Maße der nationale Ermessensspielraum aufgegeben werden könnte oder sollte, um Vorteile zu erzielen, die sich nicht gleichmäßig über den Euro-Raum verteilen. Bei einigen der formelleren Systeme, die vorgeschlagen wurden, stellt sich ferner die Frage, inwieweit die Zusammenarbeit – tatsächlich oder dem äußeren Eindruck nach – eine gemeinsame haushaltspolitische Verantwortlichkeit zur Folge hätte, die vom Maastricht-Vertrag ausdrücklich ausgeschlossen wird. Jegliches Argument, das auf die wirtschaftlichen Vorteile einer stärkeren Koordination abstellt, muß sorgfältig gegen die weitere Erosion der nationalen Autonomie abgewogen werden. Diese Debatte ist aus dem Prozeß vertraut, der in den Vertrag von Maastricht mündete, und sie zeigt, daß eine engere wirtschaftliche Integration auch weiterhin ähnliche Fragen aufwerfen dürfte.

... aber  
auch politisches  
Dilemma

#### *Unternehmensanleihen*

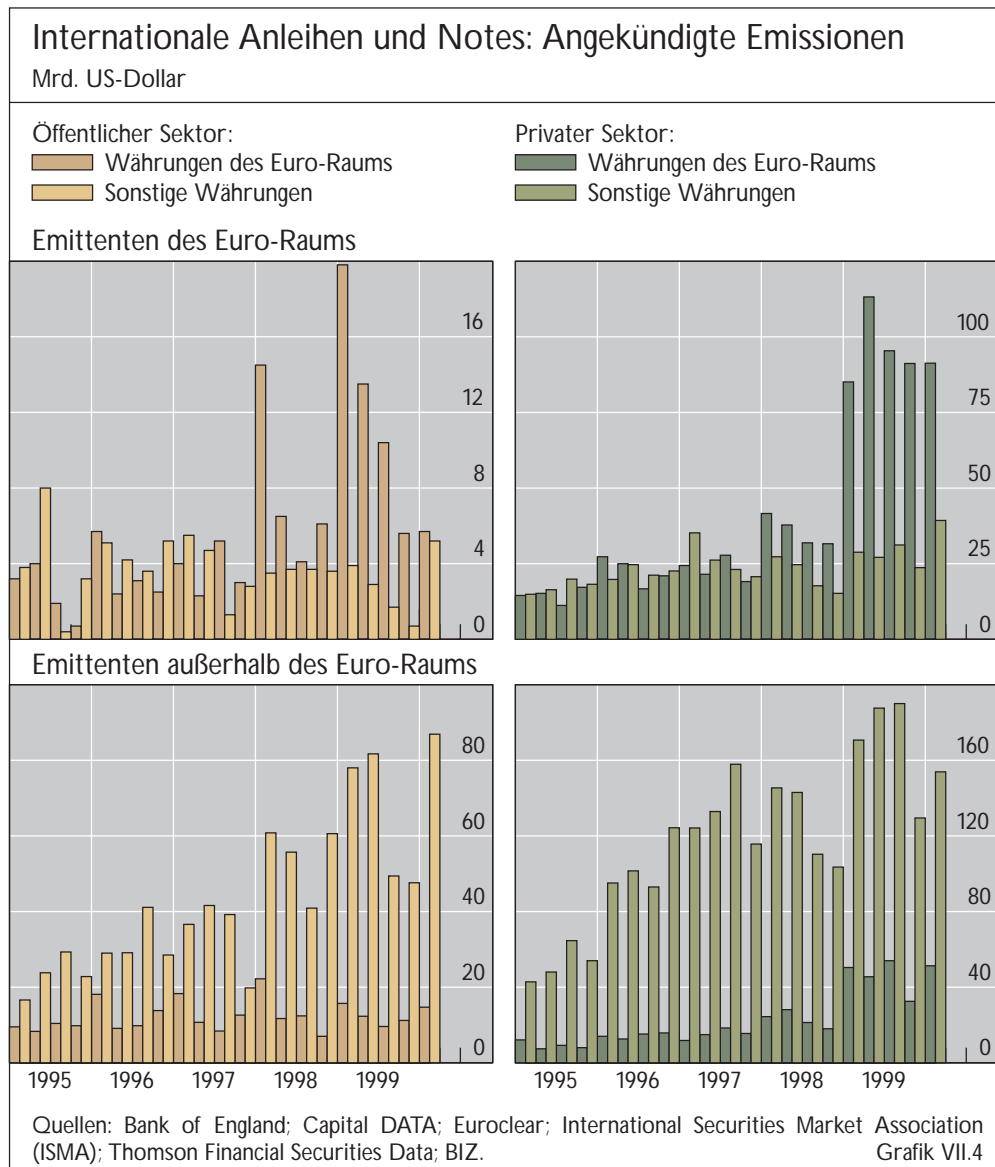
Besonders attraktiv war der Euro für Emittenten des privaten Sektors, und zwar innerhalb wie auch außerhalb des Euro-Raums. Von Juli 1998 bis Dezember 1999 begaben private Emittenten aus den elf Euro-Ländern 76% ihrer Schuldtitel in Euro, verglichen mit durchschnittlich 50% in den Vorgängerwährungen von Januar 1990 bis Juni 1998. In demselben Zeitraum legten private Schuldner mit Sitz außerhalb des Euro-Raums ein Fünftel ihrer internationalen Schuldverschreibungen in Euro auf. Dies ist fast das Doppelte des zusammengefaßten Anteils der im Euro aufgegangenen Währungen vor Juli 1998 (Grafik VII.4).

Deutlich gesteigener  
Absatz des privaten  
Sektors ...

Zwar ließe sich argumentieren, niedrige Zinssätze und eine sich abschwächende Währung hätten möglicherweise dazu beigetragen, das Interesse der Schuldner für den Euro zu stärken, doch spielten bei dem Anstieg des Absatzes auf jeden Fall auch strukturelle Faktoren eine Rolle. Der wichtigste dieser Faktoren war eine erhebliche Ausweitung des Anlegerkreises. Mit der Einheitswährung wurden die für viele institutionelle Anleger geltenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften zur Währungsabstimmung von Aktiva und Passiva, die eine starke Gewichtung inländischer Anlagen in der Portfolioallokation zur Folge gehabt hatten, effektiv gelockert. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds konnten sich somit das Wegfallen des Wechselkursrisikos zunutze machen und gleichzeitig ihre Portfolios stärker diversifizieren, indem sie im gesamten Euro-Raum investierten. Deutsche Anleger beispielsweise hatten ihre Käufe ausländischer Euro-Aktiva schon vor der Einführung der neuen Währung massiv gesteigert. Danach verstärkten sich diese Käufe sogar noch, so daß Aktiva aus

... u.a. wegen  
starker Nachfrage  
im Euro-Raum

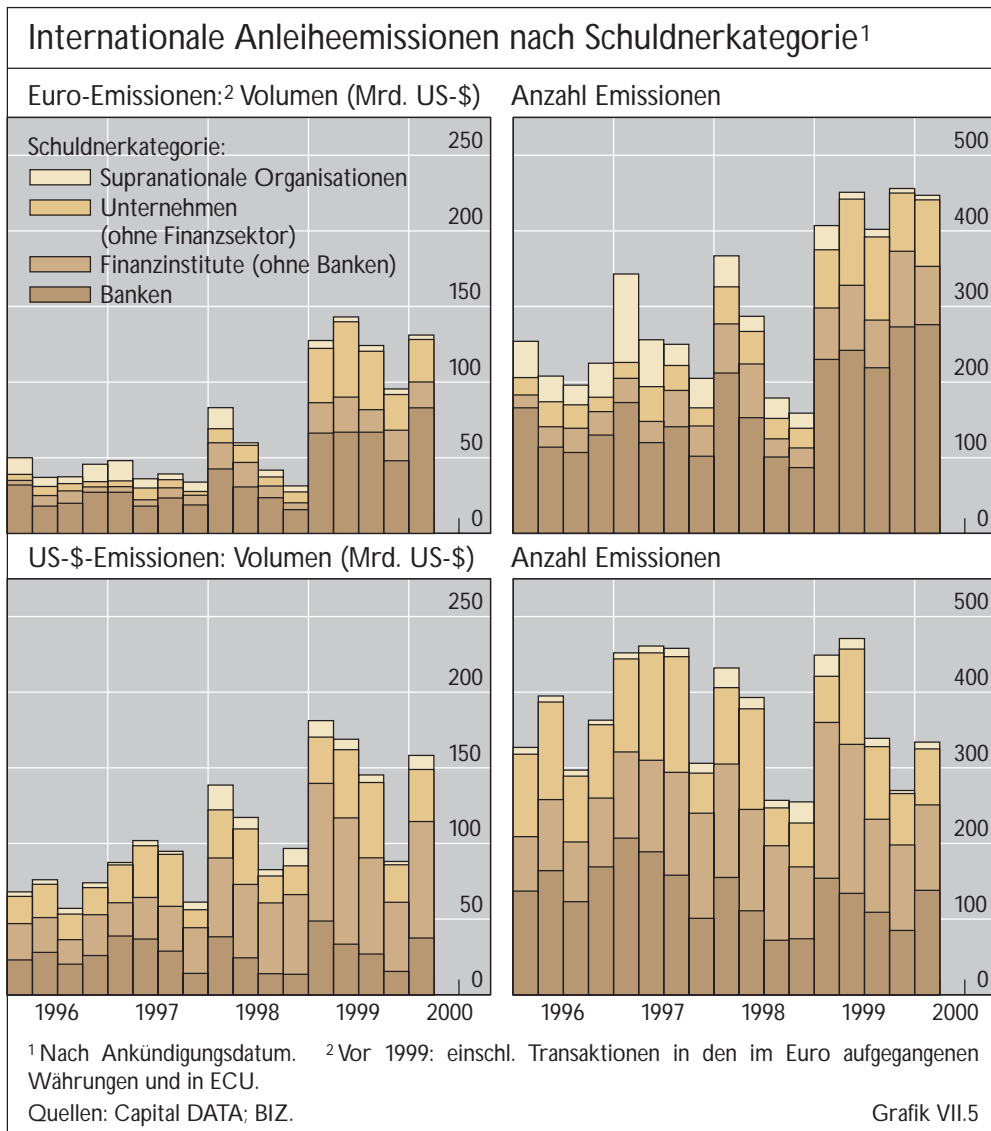




dem Euro-Raum 1999 schließlich rund zwei Drittel der gesamten deutschen Bruttoportfoliointerventionen im Ausland ausmachten.

Vor allem  
Emissionen durch  
Banken ...

Die Zusammensetzung der Schuldner, die den Markt für auf Euro lautende Anleihen in Anspruch nahmen, spiegelt teilweise die traditionelle Struktur des europäischen Finanzgeschäfts, teilweise aber auch sein sich wandelndes Profil wider. Die größten Emittenten, sowohl hinsichtlich der Anzahl der Begebungen als auch hinsichtlich des Volumens der aufgenommenen Mittel, waren europäische Banken (Grafik VII.5). Ein großer Teil dieses Segments entfällt auf die von deutschen Banken abgesetzten verbrieften Forderungen in Form von Pfandbriefen. Der Pfandbriefmarkt war so erfolgreich, daß mehrere europäische Länder sogar Gesetze erlassen haben, mit denen seine institutionellen Merkmale nachgebildet werden, um auf diese Weise die Verbriefung von Bankaktiva zu fördern. Diese in Frankreich, Spanien und Luxemburg in jüngster Zeit eingeführten Neuerungen müssen sich erst noch etablieren und die Liquidität und Anlegerakzeptanz des deutschen Instruments erreichen. Ein kleinerer, aber wachsender Teil von Anleihen wurde von nicht zum Finanzsektor gehörenden



Unternehmen begeben, die sich die zunehmende Kreditrisikobereitschaft der europäischen Anleger zunutze machten. Innerhalb dieser Gruppe sind Telekommunikationsgesellschaften stark vertreten, die die Anleihemärkte in erheblichem Umfang in Anspruch nahmen, um die Welle von Fusionen und Übernahmen in ihrer Branche zu finanzieren. Große Schuldner wie supranationale Organisationen sowie andere Körperschaften und Finanzgesellschaften aus dem US-Dollar-Raum sind am Euro-Anleihemarkt gemessen an ihrer Größe und weltweiten Präsenz weiterhin unterrepräsentiert. Als Erklärung dafür werden oft die ungünstigen Bedingungen am Swapmarkt genannt, die die effektiven US-Dollar-Finanzierungskosten dieser Schuldner – die an Zinssätze unter LIBOR gewöhnt sind – in die Höhe treiben.

Mit der Einführung des Euro sind Anlagestrategien, die auf Zinsarbitrage in verschiedenen Währungen oder Spekulationen auf die erwartete Entwicklung der Zinssätze eines Landes beruhten, obsolet geworden, und die Anleger sahen sich veranlaßt, dem Kreditrisiko mehr Beachtung zu schenken. Institutionelle Portfoliomanager in Europa haben begonnen, sich mit der Bewertung und Hand-

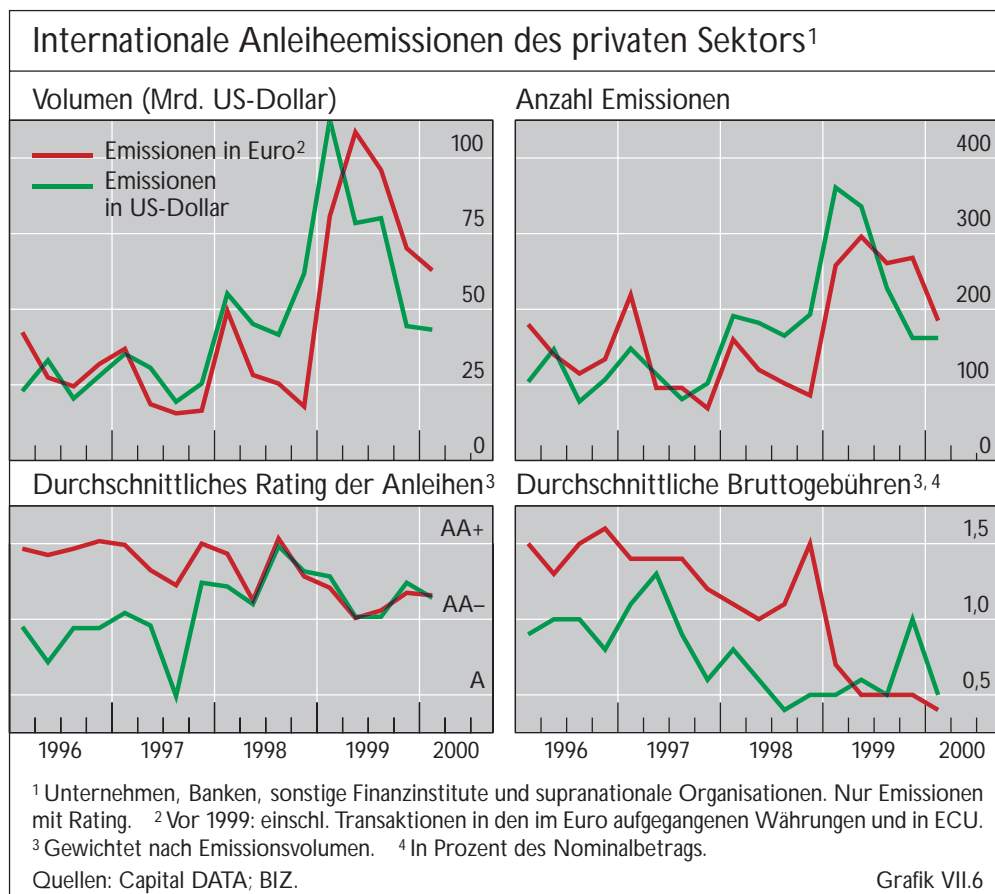
... und Telekommunikationsgesellschaften

Anleger aufmerksamer gegenüber Kreditrisiko

habung des Kreditrisikos vertraut zu machen, und ihre Risikobereitschaft steigt allmählich. Dies beweist die zunehmende Ausdehnung des Marktes auf Emittenten niedrigerer Bonität. Während der Markt früher nur Emittenten mit einem Rating von mindestens AA offenstand, ist das Schuldnerspektrum jetzt breiter geworden (Grafik VII.6). Das Rating-Segment unterhalb von „investment grade“ ist zwar immer noch viel kleiner und weniger diversifiziert als das entsprechende US-Dollar-Segment, hat aber nach einem schweren Rückschlag infolge der Finanzmarkturbulenzen von 1998 seine Dynamik wiedergefunden.

Stärkerer  
Wettbewerb der  
Emissionsinstitute

Die Einführung der einheitlichen Währung verbesserte auf entscheidende Weise die Zugangsmöglichkeiten der Anbieter zum Markt für Finanzdienstleistungen für Unternehmen. Tabelle VII.2 zeigt, daß die Nationalität des Emissionsinstituts einer internationalen Anleihe früher in einem engeren Zusammenhang mit der Emissionswährung der Anleihe stand als mit der Nationalität des Schuldners. Dies läßt darauf schließen, daß bei der Wahl eines Emissionsinstituts eine etablierte Geschäftsbeziehung zwischen einem Unternehmen und seiner Investmentbank eine geringere Rolle spielt als die Fähigkeit des Emissionsinstituts, die Emission zum richtigen Preis an einem Markt zu plazieren, an dem es sich gut auskennt. Mit der Einführung des Euro hat sich der „Heimvorteil“, den die europäischen Banken möglicherweise aus ihrer Vertrautheit mit stark auf die Landeswährung ausgerichteten Anlegern gezogen hatten, verringert. Dadurch wurde zwar die Gültigkeit der stilisierten Fakten nicht beeinflusst, doch deutet Grafik VII.6 (rechtes unteres Feld) darauf hin, daß



Rolle der Emissionswährung bzw. der Geschäftsbeziehung bei der Wahl eines Emissionsinstituts					
Nationalität des Schuldners		Emissionswährung			
		Im Euro aufgegangene Währungen	Euro	US-Dollar	Alle Währungen
Marktanteil der Emissionsinstitute, deren Nationalität der Emissionswährung entspricht (%) <sup>1</sup>					
Euro-Raum	1996 – 98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999 – 2000 <sup>2</sup>	56,3	60,0	39,6	55,1
USA	1996 – 98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999 – 2000 <sup>2</sup>	–	26,9	79,4	71,1
Alle	1996 – 98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999 – 2000 <sup>2</sup>	50,5	53,0	69,3	58,2
Marktanteil der Emissionsinstitute mit derselben Nationalität wie der Schuldner (%) <sup>3</sup>					
Euro-Raum	1996 – 98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999 – 2000 <sup>2</sup>	18,1	42,1	22,3	36,6
USA	1996 – 98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999 – 2000 <sup>2</sup>	–	53,5	79,4	75,2
Alle	1996 – 98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999 – 2000 <sup>2</sup>	19,2	36,3	51,2	41,5
<sup>1</sup> Anteil des Anleihevolumens von Schuldnern einer bestimmten Nationalität (Zeilen), der an Emissionsinstitute mit der Nationalität der Emissionswährung (Spalten) fiel; Prozent. Beispielsweise führten 1996–98 US-Banken 41,1% aller US-Dollar-Anleiheemissionen von Schuldnern aus dem Euro-Raum durch. <sup>2</sup> Bis Mitte März. <sup>3</sup> Anteil des Anleihevolumens von Schuldnern einer bestimmten Nationalität (Zeilen) in der angegebenen Währung (Spalten), der an Emissionsinstitute mit derselben Nationalität wie der Schuldner fiel; Prozent. Beispielsweise führten 1996–98 Banken aus demselben Land wie der Schuldner 19,2% aller US-Dollar-Anleiheemissionen von Schuldnern aus dem Euro-Raum durch. Quellen: Capital DATA; eigene Berechnungen. <span style="float: right;">Tabelle VII.2</span>					

sich die Gebühren für das Euro-Segment des Marktes in den letzten zwei Jahren rasch denen des entsprechenden US-Dollar-Segments annäherten. Diese Konvergenz der Gebühren sowie die zunehmende Ähnlichkeit der durchschnittlichen Bonität der Schuldner und das enge Verhältnis zwischen den Absatzniveaus der beiden Segmente sind ein klares Zeichen für die fortschreitende Integration des internationalen Anleihemarktes.

Die Expansion des Marktes für Euro-Unternehmensanleihen wird dauerhafte Auswirkungen auf die europäische Finanzstruktur haben, die lange durch die Dominanz der von Banken gewährten Finanzierungen geprägt war. Ein größerer und aufnahmefähigerer Anlegerkreis dürfte weiteren Kategorien privater Schuldner Anreiz bieten, Bankkredite durch Schuldverschreibungen abzulösen. Gleichzeitig dürften die Bankinstitute selbst den Markt als Refinanzierungsquelle im Hinblick auf ihre Bestände weniger liquider Mittel nutzen. Indem diese Entwicklungen die Palette der verfügbaren Refinanzierungskanäle erweitern, werden sie natürlich auch die Effizienz der Ersparnisallokation steigern, was der gesamten europäischen Wirtschaft zugute kommen wird. Da dieser Trend aber die Sensitivität der Unternehmens- und Bankbilanzen gegenüber den Kapitalmarktbedingungen erhöht, dürfte er zudem eine neue Herausforderung für die Finanzstabilität im Euro-Raum darstellen.

## Aktienmärkte

Reichhaltiges Angebot

Zwei der wichtigsten Entwicklungen an den europäischen Aktienmärkten im vergangenen Jahr hängen nur am Rande mit der Einführung der neuen Währung zusammen: eine lebhafte Emissionstätigkeit sowie weitere Fortschritte bei der Etablierung spezialisierter Börsen für die Aktien junger Firmen mit Wachstumspotential. Die Emissionstätigkeit wurde gefördert durch allgemein steigende Aktienkurse sowie durch die zunehmende Tendenz des Staates, sich aus kommerziellen Tätigkeiten zurückzuziehen. Der Bruttoabsatz internationaler Aktien von Gesellschaften des Euro-Raums wuchs 1999 um beinahe 70% gegenüber dem Durchschnitt der beiden Vorjahre. Rückläufige Anleiherenditen in weiten Teilen des Euro-Raums – eine Folge der wirtschaftlichen Konvergenz – haben zu dem erhöhten Interesse der privaten Anleger an den riskanteren, aber potentiell auch lukrativeren Aktienanlagen beigetragen. Rekordzuflüsse in Aktieninvestmentfonds stützten denn auch die Kurse an den meisten Aktienmärkten des Euro-Raums.

Neue Gruppen von Emittenten

Eine neue, dem Kapitalmarkt aufgeschlossener gegenüberstehende Generation europäischer Unternehmer hat eine wachsende Zahl von kleinen und mittleren Unternehmen an die Aktienbörsen gebracht. Verdeutlicht wird dieser Trend durch den Erfolg des Netzwerks „Neuer Märkte“; diese sind in vielen europäischen Ländern gegründet worden, um kleinen, dynamischen

Aktienmarktindikatoren										
	Börsenkapitalisierung <sup>1</sup>				Umsatz <sup>2</sup>			Anzahl notierter Aktien <sup>1</sup>		
	Mrd. US-Dollar			in % des BIP 1999	Mrd. US-Dollar			1990	1995	1999
	1990	1995	1999		1990	1995	1999			
Euro-Raum	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342	2 485	2 592	3 893
Deutschland	355	577	1 432	68	509	594	1 551	413	678	1 043
Frankreich	314	522	1 503	105	121	213	770	578	450	968
Italien	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
Spanien <sup>3</sup>	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Niederlande	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Belgien	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Österreich	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portugal	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finnland	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irland	...	26	69	75	...	...	48	...	80	84
Luxemburg	10	30	34	192	–	–	1	54	61	50
USA <sup>4</sup>	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412	6 599	7 671	7 297
Japan <sup>5</sup>	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676	2 071	2 263	1 889
Vereinigtes Königreich	849	1 408	2 955	206	543	1 153	3 399	1 701	2 078	2 292
Kanada <sup>6</sup>	242	366	789	124	71	185	389	1 144	1 196	1 406
Schweiz	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

<sup>1</sup> Notierte inländische Aktien. <sup>2</sup> Handelsumsatz aller in- und ausländischen börsennotierten Gesellschaften. Wegen unterschiedlicher Meldevorschriften und Berechnungsmethoden sind die Umsatzwerte nicht völlig vergleichbar. <sup>3</sup> Umsatz: nur Börse von Madrid; im übrigen einschl. Börsen von Barcelona, Bilbao und Valencia. <sup>4</sup> Umsatz: Börse von New York und Nasdaq; im übrigen einschl. AMEX. <sup>5</sup> Umsatz: nur Börse von Tokio; im übrigen einschl. Börse von Osaka. <sup>6</sup> Börsen von Toronto, Montreal und Vancouver.

Quellen: Internationaler Börsenverband (FIBV); International Finance Corporation; Schweizer Börse. Tabelle VII.3

Unternehmen mit hohem Wachstumspotential Zugang zur Aktienfinanzierung zu verschaffen. Nachdem der Markt Anfang 1999 kräftig zugelegt hatte, geriet er für einen großen Teil des Jahres wegen eines Überangebots neuer Aktien aus dem Gleichgewicht. Im November besserte sich die Lage unter dem Einfluß des weltweiten Ansturms auf Aktien der „New Economy“ (s. Kapitel VI). Diesmal trafen die zahlreichen neuen Börsengänge auf eine stärker diversifizierte Gruppe von Anlegern, die sich in diesem Bereich entschlossener engagierten.

Allgemein wurde damit gerechnet, daß die Einführung des Euro die Bewertung der Aktien von Unternehmen im EWU-Raum grundlegend verändern würde. Es wurde erwartet, daß die Aktienkurse in geringerem Maße durch divergierende makroökonomische Faktoren beeinflußt würden, da das Wechselkursrisiko wegfallen, der geldpolitische Kurs vollständig vereinheitlicht und die Haushaltspolitik der EWU-Volkswirtschaften untereinander kohärenter werden würde. Darüber hinaus wurde davon ausgegangen, daß mit der Ausweitung der grenzüberschreitenden Wirtschaftstätigkeit, begünstigt durch Fortschritte in Richtung eines großen Binnenmarktes in der Europäischen Union, branchenspezifische Faktoren gegenüber länderspezifischen Faktoren bei der Bewertung einzelner Unternehmen an Bedeutung gewinnen würden. Aus den Aktienkursen sind jedoch bislang keine nennenswerten Verschiebungen ersichtlich. Der Kurs der Aktien einzelner Gesellschaften entwickelt sich nach wie vor eher parallel zu den Aktienkursen anderer Gesellschaften desselben Landes als zu den Aktienkursen ähnlicher Gesellschaften in anderen Ländern des Euro-Raums. Dies deutet darauf hin, daß die Kurse weiterhin hauptsächlich von inländischen Anlegern mit einem stark inlandsorientierten Portfolio bestimmt werden.

Zu dieser Segmentierung der Aktienmärkte hat wahrscheinlich beigetragen, daß bisher keine integrierte Handelsinfrastruktur für den gesamten EWU-Raum besteht. Es gab viele Versuche, durch bilaterale oder multilaterale Abkommen unter den bestehenden nationalen Börsen eine einheitliche Plattform zu schaffen, die es Anlegern sowohl innerhalb als auch außerhalb des gemeinsamen Währungsraums ermöglichen würde, ohne Reibungsverluste mit Aktien europäischer Firmen zu handeln. Das ehrgeizigste dieser Projekte sieht eine Allianz von sechs der größten Börsen des Euro-Raums sowie der Börsen von London und Zürich vor, durch die ein gesamteuropäischer Markt für die wichtigsten und umsatzstärksten Aktien geschaffen werden soll. Geplant ist, mit einfachen Schritten zu beginnen, z.B. der Harmonisierung der Geschäftszeiten, und dann nach und nach eine gemeinsame Handelsinfrastruktur sowie einheitliche Abwicklungs- und Clearing-Einrichtungen aufzubauen. Durch die Verbesserung der Marktliquidität und die Senkung der Transaktionskosten würde eine solche Entwicklung dazu beitragen, daß die europäischen Aktienmärkte ihr Potential voll ausschöpfen und eine Größe erreichen können, die der Wirtschaft des Euro-Raums entspricht (Tabelle VII.3). Das Projekt kommt jedoch langsamer voran als erwartet. Die Einigung über eine gemeinsame Architektur wird durch den Ehrgeiz einzelner Mitglieder der Allianz und das Zögern, eingespielte Usancen und Vorschriften zu ändern, erschwert. Die Enttäuschung über die mangelnden Fortschritte sowie erhöhter Wettbewerbsdruck seitens einer Anzahl neu geschaffener elektronischer Handelssysteme veranlaßten einige Börsen, in einem kleineren Rahmen eine engere Zusammenarbeit zu suchen. Die bekanntesten Beispiele hierfür sind

Weiterhin  
herkömmliche  
Bewertungsmuster

Allmählicher  
Fortschritt auf dem  
Weg zur gesamt-  
europäischen Börse

die angekündigten Fusionen der London Stock Exchange und der Deutschen Börse sowie der Börsen von Paris, Amsterdam und Brüssel. Mit der ersten Fusion entsteht, gemessen an der Börsenkapitalisierung, die zweitgrößte Börse der Welt; die zweite wird in Europa einen wichtigen Konkurrenten darstellen. Es wird erwartet, daß sich diesen beiden Allianzen zu einem späteren Zeitpunkt weitere europäische Börsen anschließen.

## Konsolidierung im Finanzsektor

Konsolidierung durch den Euro begünstigt ...

Bei der Neugestaltung des Finanzgeschäfts im EWU-Raum und an dessen Peripherie spielte der Euro eine zentrale Rolle, indem er die Faktoren verstärkte, die schon seit einiger Zeit den Konsolidierungsprozeß bei Banken und Nichtbankfinanzinstituten vorantreiben. Durch den Euro wurden die wirtschaftlichen Hindernisse für das grenzüberschreitende Angebot von Finanzdienstleistungen im einheitlichen Währungsraum aufgehoben, so daß die Wachstums- und Diversifizierungsmöglichkeiten der Banken des EWU-Raums erweitert wurden. Unter seinem Einfluß verstärkte sich die Tendenz zu größeren Instituten, die die vermehrten Skaleneffekte des technologischen Fortschritts voll ausnützen können. Gleichzeitig wurde der Wettbewerb intensiviert, zumindest im Großkundengeschäft, und so der Anreiz erhöht, Institute zu schaffen, die auf gesamteuropäischer Ebene im Wettbewerb um das Firmenkundengeschäft mithalten können.

Die Konsolidierung im europäischen Finanzsektor beschleunigte sich im Vorfeld der Einführung der neuen Währung und hielt danach unvermindert an. Die Fusionswelle griff auch auf die Peripherie des Euro-Raums über, teils in Anlehnung an die Konsolidierung im Euro-Raum, teils in Erwartung eines

Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor des Euro-Raums <sup>1</sup>										
	Gleiches Land		Anderes Land im Euro-Raum		Land außerhalb des Euro-Raums		Insgesamt		In Prozent <sup>2</sup>	
	Anzahl	Wert <sup>3</sup>	Anzahl	Wert <sup>3</sup>	Anzahl	Wert <sup>3</sup>	Anzahl	Wert <sup>3</sup>	Anzahl	Wert <sup>3</sup>
<b>Bank – Bank</b>										
1998	7	8 445	1	147	12	13 787	20	22 379	12,7	13,0
1999	9	41 242	4	9 465	15	7 495	28	58 202	15,9	34,2
2000 <sup>4</sup>	3	4 528	0	0	5	11 654	8	16 182	26,7	62,0
<b>Bank – Nichtbankfinanzinstitut</b>										
1998	4	28 604	1	646	3	897	8	31 147	24,2	37,9
1999	3	20 816	1	800	12	4 130	16	25 746	20,8	56,4
2000 <sup>4</sup>	8	4 768	1	1 631	4	653	13	7 052	48,1	39,1
<b>Nichtbankfinanzinstitut – Nichtbankfinanzinstitut</b>										
1998	6	7 299	2	7 974	7	1 201	15	16 474	11,8	13,8
1999	11	15 508	4	378	19	21 888	34	37 774	15,7	40,7
2000 <sup>4</sup>	4	5 071	1	9	5	454	10	5 534	23,3	18,8

<sup>1</sup> Entweder das übernehmende oder das übernommene Institut hat seinen Sitz im Euro-Raum. Nur abgeschlossene oder laufende Transaktionen; Volumen am Ankündigungstag. <sup>2</sup> Der Fusionen und Übernahmen in allen Ländern. <sup>3</sup> In Mio. US-Dollar. <sup>4</sup> 1. Januar – 10. April.

Quelle: Bloomberg.

Tabelle VII.4

Kostenstruktur im Bankgewerbe						
	Anzahl Zweigstellen je 1000 Einwohner			Beschäftigung je \$ 1000 an Aktiva		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
USA	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Japan <sup>1</sup>	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Euro-Raum <sup>2</sup>	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Beschäftigungsquote: nur Geschäftsbanken. <sup>2</sup> Beschäftigungsquote: nur Deutschland, Frankreich, Italien, Belgien, Niederlande, Spanien. <sup>3</sup> 1997.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VII.5

zukünftigen Beitritts zur Währungsunion. Allerdings überschreiten die Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor zwar oft Branchengrenzen, nur selten jedoch Landesgrenzen. Das derzeitige grenzüberschreitende Geschäft erfolgt vorwiegend in Form von strategischen Allianzen, die häufig durch das Eingehen einer Minderheitsbeteiligung ohne beherrschenden Einfluß gestärkt werden.

... weitgehend auf nationaler Ebene

Diese Präferenz für Transaktionen innerhalb eines Landes könnte mehrere Gründe haben. Erstens bieten inländische Fusionen durch die Straffung einander überlappender Filialnetze und den Abbau von Überkapazitäten deutlichere Möglichkeiten zur Kostensenkung. Zweitens treten dabei grundsätzlich weniger Komplikationen im Zusammenhang mit einer unterschiedlichen Firmen- und Geschäftsführungskultur der beiden fusionierenden Institute auf, die eine der Hauptursachen für mangelnden Erfolg einer Fusion darstellen. Drittens gilt eine starke Präsenz im eigenen Land als Voraussetzung für erfolgreiche grenzüberschreitende Allianzen, da sie eine solidere Verhandlungsposition schafft. Viertens schließlich gibt es Hinweise darauf, daß Größenvorteile eher im wohl leichter zu zentralisierenden Großkundengeschäft entstehen als im Privatkundengeschäft, bei dem die Präsenz vor Ort eine wesentliche Rolle spielt. In dieser Hinsicht ist bisher vermutlich lediglich die erste Phase des Konsolidierungsprozesses erreicht; in den späteren Phasen dürfte die internationale Dimension an Bedeutung gewinnen.

## Aufsichtsstruktur und Regulierung

Das Ziel, einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen in der Europäischen Union zu schaffen, geht auf den Vertrag von Rom von 1957 zurück. Die Marktkräfte allein vermochten jedoch die rechtlichen, aufsichtsrechtlichen und praktischen Hindernisse für das grenzüberschreitende Dienstleistungsangebot nicht zu überwinden. Mit Rücksicht auf die Schwierigkeiten, die mit einer vollständigen Harmonisierung aller nationalen Standards verbunden sind, wählte die Europäische Union einen Ansatz, der auf dem Prinzip einer gegenseitigen Anerkennung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbestimmungen bei einem Minimum an notwendiger Harmonisierung sowie der Kontrolle durch das Herkunftsland beruht. Dieser Ansatz erleichterte die Einführung wesentlicher Rechtsgrundlagen. Gleichzeitig führte er zum Entstehen aufsichtsrechtlicher Rahmenbedingungen, die gemeinsame Elemente enthalten, aber auch Elemente, für die weiterhin die

Harmonisierung und Dezentralisierung bei den Rahmenbedingungen ...



einzelnen Länder zuständig sind und die daher von Land zu Land unterschiedlich sein können. Diese Mischung von Harmonisierung und Dezentralisierung wurde in der EWU noch ausgedehnt; die Durchführung der Geldpolitik ist nunmehr vollständig zentralisiert, während die Verantwortung für die Finanzstabilität nach wie vor weitgehend bei den nationalen Behörden liegt.

... mit Auswirkungen auf den Wettbewerb ...

An einem Markt ohne Wettbewerbsverzerrungen müssen vergleichbare Institute gleiche Zugangsmöglichkeiten haben und mit den gleichen Kosten in bezug auf die aufsichtsrechtlichen Anforderungen und finanzielle Notlagen konfrontiert sein. Werden wichtige Komponenten dieser Rahmenbedingungen weiterhin dezentral kontrolliert, stellt sich das Problem möglicher Konsequenzen für die einheitlichen Wettbewerbsvoraussetzungen in der Europäischen Union. Die Einführung des Euro hat eine stärkere Integration des wirtschaftlichen Umfelds mit sich gebracht, in dem die EU-Finanzinstitute operieren, und hat so die Wettbewerbsverzerrungen, die sich aus Unterschieden bei den weiterhin dezentralen Elementen ergeben können, besonders deutlich zutage treten lassen.

... und die Finanzstabilität

Die Entscheidung, die Verantwortlichkeit für die Stabilität des Finanzwesens weitgehend bei den nationalen Behörden zu belassen, wirft auch Fragen bezüglich der geeigneten Mechanismen auf, um dieses Ziel für den Euro-Raum als Ganzes zu erreichen. Vor allem geht es dabei um die Auswirkungen der Dezentralisierung auf die Ausgewogenheit zwischen den Anreizen, die die Entscheidungsfindung der zuständigen Behörden beeinflussen, und der Angemessenheit der ihnen zur Verfügung stehenden Mittel, um die Stabilität in einem zunehmend international geprägten Geschäftsumfeld sicherzustellen. Diese Fragen haben angesichts der Rolle des Euro bei der Förderung der wirtschaftlichen Integration noch an Bedeutung gewonnen.

Die Beziehung zwischen diesen beiden Zielen – einheitliche Wettbewerbsvoraussetzungen und Finanzstabilität – ist enger und komplexer, als sie auf den ersten Blick vielleicht scheint. Erfahrungsgemäß können Wettbewerbsverzerrungen die Stabilität aushöhlen, indem sie zum übermäßigen Eingehen von Risiken verleiten. Wird dagegen die Hilfeleistung für notleidende Institute mit der Begründung eingeschränkt, sie führe zu einer Ungleichbehandlung, kann dies unter Umständen ein wirksames Krisenmanagement erschweren.

#### *Derzeitige Regelungen*

Herkunftslandprinzip ...

Seit das Prinzip der Kontrolle durch das Herkunftsland in die Zweite Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie aufgenommen wurde, ist es integraler Bestandteil der wichtigsten gesetzgeberischen Initiativen zur Förderung eines einheitlichen Finanzmarktes. Dieses Prinzip ist außerdem ein wichtiges Gestaltungselement des EWU-Rahmens. Es weist die Verantwortung für die weltweit konsolidierte Aufsicht über ein EU-Kreditinstitut der „zuständigen Behörde“ des Mitgliedstaates zu, in dem das Institut seinen Hauptsitz hat, unter Vorbehalt der Harmonisierung aufsichtsrechtlicher Mindeststandards. Von den Aufsichtsbehörden der Aufnahmeländer wird erwartet, daß sie der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes alle nötigen Informationen zur Verfügung stellen. Dagegen fallen Vorschriften über die eigentliche Geschäftstätigkeit in die Zuständigkeit des Aufnahmelandes, in dem die Dienstleistungen tatsächlich erbracht werden.

Schon vor der Einführung des Euro bildete dieses Prinzip das Fundament für den Aufbau eines komplexen Netzes der Zusammenarbeit unter Aufsichtsorganen. Die grenzüberschreitende Zusammenarbeit und der Informationsaustausch wurden teils durch bilaterale Vereinbarungen, teils auf EU-Ebene über den Beratenden Bankenausschuß und die Groupe de Contact verwirklicht. Ähnliche Koordinationsstrukturen wurden für die Aufsicht im Versicherungs- und Wertpapierbereich in der EU geschaffen. Die Organisationsformen der Aufsicht über den Finanzsektor sind unter den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich und reichen von einer einzigen Aufsichtsinstanz bis zu mehreren Instanzen für die einzelnen Bereiche; auch die Einbeziehung der Zentralbank variiert von Land zu Land. Infolgedessen hatte jedes Koordinationsgremium, obwohl es jeweils für einen bestimmten Bereich zuständig war, auch mit Instanzen zu tun, die die Aufsichtsverantwortlichkeit für mehrere Geschäftsbereiche wahrnahmen. Die formellen Strukturen, die Aufsichtsvertreter aus allen drei Bereichen zusammenbringen, sind jedoch erst vor kurzem geschaffen worden; zudem handelt es sich eher um beratende als um normgebende Gremien, entsprechend der derzeitigen Praxis in vielen Mitgliedsländern.

... daher Koordination entsprechend wichtig

Die Schaffung des Euro hat, abgesehen von der damit verbundenen Zentralisierung der Durchführung der Geldpolitik, hier bisher keine grundlegenden Änderungen mit sich gebracht. Der Vertrag von Maastricht weist dem Eurosystem die Aufgabe zu, „zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen“ beizutragen. Die Aufsichtsbefugnisse verbleiben somit bei den einzelnen Ländern. Dabei wird der beträchtlichen Bandbreite von Praktiken und Befugnissen der verschiedenen Aufsichtsorgane in den nationalen Systemen Rechnung getragen und auf eine weitere Harmonisierung verzichtet. Der Wortlaut des Vertrags schließt zwar die Übertragung bestimmter Kompetenzen aus diesem Bereich an die EZB nicht aus, doch wurde beschlossen, vorerst keinen Gebrauch von dieser Möglichkeit zu machen. Der Vertrag überträgt dem Eurosystem außerdem die Verantwortung für die Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme und stärkt damit die Rechtsgrundlage der Politik einiger nationaler Zentralbanken in diesem Bereich. Entsprechend der Notwendigkeit vermehrter Koordinierung sind schließlich im Ausschuß für Bankenaufsicht des ESZB die Behörden, die für die Stabilität des Finanzsystems und die Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme im Euro-Raum zuständig sind, neben den nationalen Bankenaufsichtsbehörden vertreten.

EWU und die Rolle des Eurosystems

Im Bereich der Einlagensicherung hat die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme von 1994 die Vorkehrungen teilweise harmonisiert, indem sie solche Systeme für alle Mitgliedstaaten für obligatorisch erklärte und eine einheitliche *Mindestdeckung* von € 20 000 je Einleger einführte. Es steht den Systemen in den einzelnen Ländern jedoch frei, einen höheren Schutz zu gewähren, und die Richtlinie enthält für verschiedene andere Aspekte, z.B. Verwaltung und Finanzierung, keine Bestimmungen.

Mindestharmonisierung bei der Einlagensicherung

Was das Vorgehen im Falle von Problem-instituten betrifft, so ist die Harmonisierung der Verfahren und Vorschriften für eine Sanierung oder Liquidation noch nicht sehr weit fortgeschritten. Das Prinzip der Kontrolle durch das

Liquidationsverfahren ...

Herkunftsland sowie nationale Gesetze sind nach wie vor die Regel. Die Rechtsgrundlagen für Übernahmen sowie das Wertpapierrecht, die einen erheblichen Einfluß darauf haben können, wie wirksam im Falle von Probleminstitutionen eine Lösung über den privaten Markt gesucht werden kann, sind von Land zu Land sehr unterschiedlich. Die mit Aktien verbundenen Rechte und die Befugnisse des obersten Verwaltungsorgans und der Aktionäre sind somit nicht einheitlich geregelt. Die nationalen Behörden verfügen im Rahmen ihrer Verantwortung für die Sicherstellung der Finanzstabilität nach wie vor über einen Ermessensspielraum bei der Prüfung von Bankübernahmen, wenn dieser auch durch die EU-Vorschriften über den freien Kapitalverkehr begrenzt wird.

... und Liquiditätsbeistand ...

Der Einsatz öffentlicher Mittel zur Rettung einer Bank wird durch die EU-Vorschriften über staatliche Beihilfen geregelt. Die Europäische Kommission erkennt zwar den besonderen Charakter des Bankgewerbes an, sie vertritt jedoch die Auffassung, daß das Gemeinschaftsrecht eindeutig ein Kriterium der Wettbewerbsgleichheit festlegt und damit die finanzielle Unterstützung durch den Staat der Prüfung durch die Kommission unterstellt. Die Verwendung von Zentralbankmitteln im Krisenmanagement ist Bestandteil des Liquiditätsbeistands in Notfällen (Emergency Liquidity Assistance, ELA). Weder der Vertrag von Maastricht noch das Statut des ESZB weisen der EZB explizit die Aufgabe zu, einzelnen Finanzinstituten direkt Liquiditätshilfe zu gewähren. Indem der Vertrag allerdings die Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems den nationalen Behörden zuweist, überträgt er diese Aufgabe implizit den nationalen Zentralbanken. In späteren Vereinbarungen wurde dieses grundlegende Prinzip noch klarer herausgearbeitet (s. weiter unten).

... unter nationaler Verantwortung

#### *Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen*

Ähnlichkeiten zu USA ...

Um zu beurteilen, inwieweit die derzeitigen Vorkehrungen zur Sicherstellung eines stabilen Finanzsystems in der Europäischen Union zu Wettbewerbsverzerrungen führen könnten, ist ein Vergleich mit den entsprechenden Vorkehrungen in den USA nützlich, denn dort stehen ebenfalls zahlreiche Aufsichtsinstanzen im Finanzsystem nebeneinander. Aufgrund der historisch bedingten strikteren Trennung zwischen Wertpapier- und Bankgeschäft ist der Zuständigkeitsbereich der Bankenaufsicht in den USA enger gefaßt als in Europa, wo Wertpapierhäuser in der Regel mit einer Banklizenz tätig sind. Durch diese Besonderheit der USA treten die Unterschiede des Regulierungs- und Aufsichtsansatzes in den beiden Bereichen eher stärker hervor. Dennoch fördern zumindest im Bankenbereich einige ausgleichende Elemente eine einheitlichere Behandlung. Ein System frühzeitiger Korrekturmaßnahmen verpflichtet die Aufsichtsorgane praktisch, die Maßnahmen, die sie im Falle einer Verschlechterung der Finanzlage einer Bank ergreifen, aufeinander abzustimmen. Die Zentralisierung der Funktion des „lender of last resort“ bei der Federal Reserve gewährleistet eine Harmonisierung der Bedingungen, zu denen die Banken Liquiditätsbeistand in Anspruch nehmen können. Landesweit geltende Vorschriften verpflichten die Banken, die gleiche nominale Deckung in der Einlagensicherung anzubieten, und die Zentralisierung der Versicherung der Bankeinlagen bei der Federal Deposit Insurance Corporation stellt sicher, daß sie zu einheitlichen Konditionen erhältlich ist.

Deckungsbereich der Einlagensicherungssysteme <sup>1</sup>				
	Deckung je Einleger		Finanzierung	Verwaltung <sup>2</sup>
	in Euro	im Verhältnis zum BIP pro Kopf (%)		
Deutschland	20000 <sup>3</sup>	85,4	ja <sup>4</sup>	privat <sup>3</sup>
Frankreich	60980	276,6	nein	privat
Italien	103291 <sup>5</sup>	559,5	nein <sup>6</sup>	privat
Spanien	15000 <sup>7</sup>	113,5	ja	gemischt
Niederlande	20000	90,1	nein	gemischt
Belgien	15000 <sup>7</sup>	68,4	ja <sup>8</sup>	gemischt
Österreich	18895	80,6	nein <sup>9</sup>	privat
Portugal	15000 <sup>10</sup>	156,1	ja <sup>11</sup>	staatlich
Finnland	25228	113,4	ja	privat
Irland	15000 <sup>12</sup>	73,3	ja	staatlich
Luxemburg	15000 <sup>7</sup>	40,6	nein	privat
Vereinigtes Königreich	22222 <sup>13</sup>	105,0	ja <sup>14</sup>	staatlich
Schweden	26349	109,9	ja	staatlich
Dänemark	42000	143,5	ja	staatlich
Griechenland	20000	193,8	ja	gemischt
EU <sup>15</sup>	20000 <sup>16</sup>	99,1	. <sup>17</sup>	. <sup>18</sup>
USA	85708	296,6	ja	staatlich
Japan	60853 <sup>19</sup>	226,0	ja	gemischt
Kanada	33220	186,5	ja	staatlich
Schweiz	20000	56,8	nein	privat

<sup>1</sup> Stand Ende 1998. <sup>2</sup> Des Systems: Staat, Bankgewerbe (privat) oder beide gemeinsam (gemischt).  
<sup>3</sup> Für fast alle Banken 100% bis zu einer Obergrenze von 30% des haftenden Eigenkapitals der Bank. Staatliche Mitdeckung 90% bis zu € 20000. <sup>4</sup> Notfalls zusätzliche Einschätzung möglich, um die Verbindlichkeiten des Fonds zu begleichen. Diese Zusatzbeiträge sind auf das Doppelte des Jahresbeitrags begrenzt. <sup>5</sup> 100% der ersten Lit 200 Mio. (€ 103291). <sup>6</sup> Die Banken verpflichten sich ex ante, die Beiträge werden jedoch ex post entrichtet. <sup>7</sup> Bis Dezember 1999, danach € 20000. <sup>8</sup> Im Falle ungenügender Reserven können die Banken aufgefordert werden (wenn nötig jedes Jahr), einen außerordentlichen Zusatzbeitrag von bis zu 0,04% zu entrichten. <sup>9</sup> Das System ist als Garantiefazilität konzipiert, die bei Bedarf in Kraft tritt. <sup>10</sup> 100% bis € 15000; 75% von € 15000 bis € 30000; 50% von € 30000 bis € 40000. <sup>11</sup> Die Zahlung des Jahresbeitrags kann teilweise, mit einem gesetzlich vorgeschriebenen Maximum von 75%, durch die Verpflichtung ersetzt werden, den geschuldeten Betrag dem Fonds wenn notwendig sofort zu überweisen. <sup>12</sup> 90% bis € 15000. <sup>13</sup> 90% der geschützten Einlagen; der Höchstbetrag geschützter Einlagen beträgt £ 20 000 je Einleger (außer der in Pfund Sterling umgerechnete Betrag von € 22222 ist höher). <sup>14</sup> Eine Bank leistet bei ihrer Zulassung einen ersten Beitrag von £ 10 000; weitere Beiträge werden fällig, wenn der Fonds unter £ 3 Mio. fällt, sie betragen jedoch höchstens £ 300 000 je Bank auf der Basis der versicherten Einlagen der betreffenden Banken; ferner Sonderbeiträge, ebenfalls auf der Basis der versicherten Einlagen, jedoch ohne Obergrenze. <sup>15</sup> EG-Richtlinie über Einlagensicherungssysteme. <sup>16</sup> Die Mindestdeckung betrug ursprünglich ECU 20 000, der Umrechnungskurs wurde per Ende Dezember 1998 auf ECU 1 = € 1 festgelegt. <sup>17</sup> In jedem Mitgliedstaat einzeln festgelegt. <sup>18</sup> Die Richtlinie schreibt lediglich vor, daß jeder Mitgliedstaat dafür sorgen muß, daß auf seinem Territorium ein oder mehrere staatlich anerkannte Einlagensicherungssysteme geschaffen werden. <sup>19</sup> Volle Deckung bis März 2001.

Quellen: J. R. Barth, D. E. Nolle und T. N. Rice (1997) sowie IWF, zitiert in A. Prati und G. J. Schinasi, „Financial stability in European economic and monetary union“, *Princeton Studies in International Finance* Nr. 86, Princeton University, August 1999; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle VII.6

Solche Mechanismen fehlen in den EU-Rahmenbestimmungen derzeit weitgehend. Die Einlagensicherungsrichtlinie hat nur eine Mindestversicherungsdeckung institutionalisiert, so daß in der Höhe des Schutzes eine erhebliche Streuung besteht (Tabelle VII.6), ohne daß diese durch Vorschriften über andere

... aber auch wichtige Unterschiede ...

Elemente, z.B. Versicherungsprämien und Finanzierungsmechanismen, ausgeglichen würde. Es gibt keine formelle Entsprechung für das System der frühzeitigen Korrekturmaßnahmen, das das Eingreifen der Aufsichtsbehörden bei einem notleidenden Institut genau regelt, und auch die Zugangsbedingungen zum Liquiditätsbeistand der Zentralbanken sind nicht harmonisiert. Die Beschränkung staatlicher Beihilfen grenzt zwar den Ermessensspielraum der Behörden eines Landes bei der Prüfung von Fusionen und Übernahmen oder der Liquidierung insolventer Institute ein, aber dennoch besteht unter den geltenden Rahmenbedingungen ein beträchtlicher Handlungsspielraum entsprechend nationalen Erwägungen.

... mit eventuell  
verzerrender  
Wirkung

Es ist natürlich schwierig zu beurteilen, inwieweit diese Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern die Wettbewerbsbedingungen beeinflussen. Ein Grund dafür ist, daß die Aspekte dieses Einflusses nicht nur einzeln untersucht werden sollten, sondern mit Blick auf die Gesamtarchitektur und die tatsächliche Praxis. Jedoch zeigen die schon abgeschlossenen bzw. eingeleiteten Maßnahmen der Europäischen Kommission im Bereich der staatlichen Beihilfen für den Bankensektor eine erhöhte Sensibilität gegenüber einem solchen Einfluß an. Dieser Einfluß dürfte in Zukunft noch stärker werden. Zum Teil ist dies der Einführung des Euro zuzuschreiben, durch die die Transparenz verbessert wurde und die Integration der Märkte neue Impulse erhielt. Doch mit der Harmonisierung weiterer Elemente des regulatorischen Rahmenwerks der EU werden eventuelle Wettbewerbsvorteile infolge von Unterschieden bei den weiterhin unter nationaler Kontrolle stehenden Aspekten insgesamt unvermeidlich an Bedeutung gewinnen. Offensichtliche Beispiele hierfür sind die beträchtlichen Unterschiede bei den Befugnissen und der Praxis der nationalen Aufsichtsbehörden sowie bei den Strukturen der Sicherheitsnetze.

#### *Sicherung der Finanzstabilität*

Die Probleme, die bisher im Zusammenhang mit den bestehenden Vorkehrungen zur Sicherung der Finanzstabilität im Euro-Raum erörtert wurden, betreffen vor allem die Verteilung der Zuständigkeiten sowie den Informationsaustausch unter den zuständigen Behörden.

Verantwortung für  
Liquiditätsbeistand  
in Notfällen ...

Die anfängliche Kritik an der Regelung des Liquiditätsbeistands in Notfällen galt vor allem den Unklarheiten im Vertrag hinsichtlich der Mechanismen zur Bereitstellung der Liquidität im Bedarfsfall und der entsprechenden Verteilung der Zuständigkeiten. Durch Maßnahmen der Behörden im Berichtszeitraum wurde jedoch klargestellt, daß die Verantwortung für den Liquiditätsbeistand in Notfällen für einzelne Institute bei den nach Landesrecht zuständigen Behörden der einzelnen Länder liegt, während das Eurosystem für die Steuerung der Liquiditätsbedingungen insgesamt im Rahmen monetärer Operationen verantwortlich bleibt. Besondere technische Merkmale des Systems haben diese Differenzierung erleichtert. Erstens besteht im Rahmen der EWU eine klare Trennlinie zwischen dem Liquiditätsbeistand in Notfällen einerseits und monetären Operationen andererseits, da Dauerfazilitäten vorhanden sind, die bei Bedarf beansprucht werden können, und die Palette akzeptabler Sicherheiten genau definiert ist. Der Liquiditätsbeistand in Notfällen beginnt dort, wo die normalen Operationen aufhören. Hier besteht ein Unterschied zu den

... jetzt geregelt

Regelungen anderer Länder, z.B. der USA, wo Tagesendkredit nach dem Ermessen der Behörden über dieselbe Fazilität wie die Liquiditätshilfe im Notfall gewährt wird. Darüber hinaus haben das relativ große Angebot von Sicherheiten und der breite Zugang zu den Dauerfazilitäten im Eurosystem zur Folge, daß ein vergleichsweise größeres Polster zur Verfügung steht, bevor der Liquiditätsbeistand technisch aktiviert wird. Da zweitens die Zielvorgaben für die Geldpolitik faktisch anhand der kurzfristigen Zinssätze und nicht eines bestimmten Umfangs an Zentralbankguthaben festgelegt werden, verfügen die nationalen Zentralbanken über etwas mehr Spielraum. Insbesondere könnte das Eurosystem eine finanzielle Notlage, die mit Veränderungen der Nachfrage nach Zentralbankguthaben auf lokaler oder sogar aggregierter Ebene verbunden ist, verkraften, ohne den geldpolitischen Kurs ändern zu müssen, solange die Schlüsselzinssätze unter Kontrolle bleiben. Mechanismen für einen frühzeitigen Informationsaustausch mit dem EZB-Rat, der die letzte Verantwortung für die geldpolitischen Entscheidungen trägt, stellen sicher, daß die Folgen nationaler Maßnahmen für die Umsetzung der Geldpolitik angemessen berücksichtigt werden können.

Der Liquiditätsbeistand in Notfällen ist nur ein Teil eines ganzen Instrumentariums für den Umgang mit notleidenden Instituten, deren Spektrum von Instituten mit einem reinen Liquiditätsengpaß bis hin zu zahlungsunfähigen Instituten reicht. Die grundsätzliche Frage ist, ob es unter Umständen zu Problemen führen könnte, wenn diese weiter gefaßte Aufgabe hinsichtlich der „inländischen“ Institute an die nationalen Behörden übertragen wird. In bestimmten Situationen könnten durchaus Anreize entstehen, die mit den Stabilitätsbedürfnissen des gesamten Euro-Raums nicht ganz vereinbar sind. Dies könnte beispielsweise bei Instituten der Fall sein, die nur außerhalb ihres eigentlichen Heimatmarktes von systemrelevanter Bedeutung sind oder die angesichts der geographischen Ausdehnung ihrer Geschäfte und vielleicht auch ihrer Eigentümerstruktur in Wirklichkeit mehr als einen „Heimatmarkt“ haben. Wenn die Lastenverteilung nicht angemessen geregelt ist, kann es in einer solchen Situation schwierig sein, rasch einen Aktionsplan aufzustellen, und es könnte sogar eine gewisse Neigung zu Tatenlosigkeit entstehen. Allerdings gehen solche Szenarien von einem Grad der Finanzintegration aus, der bisher im Euro-Raum wohl noch nicht erreicht ist.

Fortschritte bei der Beseitigung von Unterschieden in wichtigen Aspekten der rechtlichen Rahmenbedingungen der einzelnen Länder dürften die Wirksamkeit von Marktmechanismen in Fällen von Finanzproblemen verstärken. Ein liquider Repo-Markt wäre womöglich eine sinnvolle Ergänzung des unbesicherten Interbankmarktes, vor allem in Zeiten finanzieller Anspannungen, wenn die Marktteilnehmer besonders stark auf das Kreditrisiko achten. Die Schaffung einer gemeinsamen Rechts- und Marktinfrastruktur, deren Fehlen bisher die Entwicklung des grenzüberschreitenden Repo-Marktes im Euro-Raum behindert hat, würde die Wahrscheinlichkeit, daß die Zentralbank Liquiditätsbeistand leisten muß, stark verringern. Ebenso könnte eine weitere Harmonisierung des Wertpapier- und Konkursrechts sowie der Regelung der Genehmigung von Fusionen und Übernahmen die Überwindung von finanziellen Krisensituationen durch grenzüberschreitendes „privates Geld“ erleichtern.

Dezentralisierung  
möglicherweise  
kompliziert ...

... bei intensiver  
internationaler  
Tätigkeit

Harmonisierung  
der rechtlichen  
Rahmenbedin-  
gungen ...

... und engere  
Zusammen-  
arbeit der  
Aufsichtsorgane  
entscheidend

Auf jeden Fall gewinnen infolge der verstärkten Integration des Finanzsektors, die durch die Einheitswährung gefördert wird, Mechanismen für den Informationsaustausch unter den für die Bewahrung der Finanzstabilität zuständigen Behörden zweifellos an Bedeutung. Der Zugang zu verlässlichen und aktuellen Informationen ist unabdingbar, sowohl für die frühzeitige Erkennung potentieller Schwachstellen, die Präventivmaßnahmen erlaubt, als auch für die Einschätzung des Ausmaßes und der Intensität tatsächlich auftretender Anspannungen. Die Gründung des Eurosystems hat die Gelegenheit geschaffen, die bestehenden Mechanismen zu straffen und zu stärken. Es besteht jedoch Spielraum für eine Verbesserung der praktischen Funktionsweise der derzeitigen Regelungen, insbesondere im Hinblick auf die Kommunikation und Zusammenarbeit unter den Aufsichtsorganen verschiedener Bereiche auf internationaler Ebene, die Zusammenarbeit zwischen diesen Organen und den Zentralbanken sowie die Konvergenz der Aufsichtspraxis.

Was die Zukunft betrifft, so läßt sich nur schwer vorhersagen, wie sich die Regelungen für die Bewahrung der Finanzstabilität weiter entwickeln werden. Vieles wird davon abhängen, wie rasch die weitere Integration des Finanzsektors voranschreitet, wie sich die Mechanismen im Ernstfall bewähren werden und wie sich das allgemeine politische Umfeld entwickelt. Die jetzige Balance zwischen Zentralisierung und Dezentralisierung ist einzigartig. Doch wenn das hochgesteckte Ziel eines echten Binnenmarktes seiner Verwirklichung näherrückt, dürften die zugrundeliegenden Einflußfaktoren dazu tendieren, die Gewichte mehr in Richtung Zentralisierung bzw. Harmonisierung zu verschieben. Die genauen Bedingungen und der Zeitpunkt dieser Verschiebung sind jedoch weiterhin schwer vorauszusagen.

## VIII. Schlußbemerkungen

Es scheint weitverbreitet der Eindruck zu bestehen, daß die Weltwirtschaft nunmehr an einer Schwelle steht, doch die Frage ist, wie der Weg dahinter weitergeht. In vielen Teilen der Welt hat sich die Wirtschaft zuletzt besser entwickelt als vorausgesehen, was, wie zu erwarten, sowohl den privaten als auch den öffentlichen Sektor veranlaßte, die Wachstumsprognosen nach oben zu korrigieren. Vielfach werden die Wirtschaftsaussichten derzeit so gut eingeschätzt wie zuletzt Anfang der achtziger Jahre. Dies beruht zum Teil auf reiner Extrapolation, aber der technologische Fortschritt und die anhaltende Deregulierung bieten ebenfalls Grund, ein lebhaftes Wachstum bei weiterhin niedriger Inflation zu erwarten. Tatsächlich dürfte sich mit der zunehmenden Verbreitung solcher strukturellen Entwicklungen in der Weltwirtschaft der bemerkenswerte Erfolg, wie ihn die USA in den letzten Jahren verzeichneten, auch andernorts einstellen. Ein länger anhaltender Aufschwung in einer stärker von den Märkten bestimmten Weltwirtschaft ist daher keineswegs auszuschließen.

Aber selbst wenn man sich dieser längerfristigen Einschätzung anschließt, müssen die Entscheidungsträger dennoch mit einigen Stolpersteinen auf dem Wege rechnen. Wie schon frühere Phasen struktureller Veränderungen und damit einhergehender vielversprechender neuer Perspektiven war das letzte Jahrzehnt durch eine rasche Kreditausweitung in vielen Volkswirtschaften und eine wachsende Risikobereitschaft bei den Kreditgebern gekennzeichnet. Das Konzentrationsmaß an den Finanzmärkten ist gestiegen, während die Liquidität bisweilen deutlich zurückging. Diese Entwicklungen bedeuten nicht nur, daß die Weltwirtschaft gegenüber makroökonomischen Schocks anfälliger geworden sein dürfte, sondern auch, daß die dynamische Reaktion der Märkte auf solche Schocks womöglich schwieriger vorauszusagen ist als in der durch größere Regulierung geprägten Vergangenheit. Schließlich ist außerdem die Frage zu stellen, ob den Entscheidungsträgern in einem stärker globalisierten Finanzsystem sämtliche erforderlichen Instrumente zur Verfügung stehen, um Probleme zu verhüten bzw., wenn sie auftreten, zu bewältigen. Dies ist niemals eine leichte Aufgabe, denn die Zuführung von Liquidität, die zur Bewältigung der einen Krise notwendig sein mag, kann gleichzeitig ein riskantes Verhalten fördern, das geradewegs in die nächste Krise führt.

Die wichtigsten makroökonomischen Schwachstellen sind wohlbekannt, darunter nicht zuletzt die Möglichkeit eines Inflationsanstiegs in den im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschrittenen Ländern. Größere Aufmerksamkeit erfordern aber vielleicht die potentiellen Wechselwirkungen zwischen diesen Schwachstellen. In vielen Ländern erscheinen die Aktienkurse im langfristigen Vergleich nach wie vor hoch, selbst wenn man die Aktien der „neuen



Ära“ unberücksichtigt läßt, für die durchaus andere Bewertungskriterien gelten mögen. Auch der US-Dollar scheint stärker zu sein, als es mit der Stabilisierung der längerfristigen Auslandsverschuldungsquoten vereinbar ist. Die Möglichkeit einer gleichzeitigen Korrektur an beiden Märkten dürfte größer sein, als es historische Korrelationen vermuten lassen würden, da die internationalen Kapitalströme in den letzten Jahren zunehmend durch die prognostizierten Eigenkapitalrenditen bestimmt wurden. Eine solche Korrektur würde wahrscheinlich eine durch Vermögenseffekte bedingte Abschwächung der Nachfrage bedeuten, während die Inflation aufgrund binnen- wie auch außenwirtschaftlichen Drucks steigt. Ob ein solcher Nachfrageeffekt als nützlich erachtet würde, da er zur Dämpfung des Inflationsdrucks beitragen würde, hinge natürlich sehr stark davon ab, wie groß die Vermögensanpassung ausfiele und wie geordnet sie sich vollzöge. Grundsätzlich könnten weder eine harte noch eine weiche Landung ausgeschlossen werden. Schließlich wäre in einem so unsicheren makroökonomischen Umfeld auch ein Kapitalabfluß aus den aufstrebenden Volkswirtschaften denkbar. Während die Länder, die derzeit einen Leistungsbilanzüberschuß und hohe Devisenreserven aufweisen, möglicherweise kaum davon betroffen wären, verzeichnen derzeit nicht alle aufstrebenden Volkswirtschaften eine so günstige Auslandsposition.

Aufmerksamkeit verdient auch die Marktdynamik, die dafür maßgeblich ist, wie das globale Finanzsystem auf eine anhaltende Straffung der Notenbankzinsen reagiert. Höhere Notenbankzinsen werden zumeist als nützlich zur Bewahrung des Wirtschaftswachstums bei gleichzeitiger Abwehr der Inflation angesehen. Die Aktienkurse und die Kreditzinsspannen sind gestiegen, und die niedrige Inflation hat möglicherweise die Aufwärtsentwicklung der Anleiherenditen gebremst. Aber wenn plötzlich der Eindruck entstünde, daß die Währungsbehörden „hinterherhinken“, könnte sich all dies umkehren, mit potentiell kontraktiven Auswirkungen. Darüber hinaus könnten der zunehmende Einsatz von Fremdfinanzierungs-, Beleihungs- und Portfolioabsicherungsstrategien sowie die wachsende Abhängigkeit der Gewinne etablierter Großunternehmen von Aktienkurszuwachsen im Hochtechnologiebereich zu einer Übersteigerung der Aktienkursentwicklung führen. All diese Elemente sind miteinander verflochten und könnten sich als unheilbringend erweisen. Auch die Märkte für festverzinsliche Instrumente könnten auf untypische Weise reagieren, berücksichtigt man den sich wandelnden Status der Referenzwerte an den Anleihemärkten in den USA und in Europa sowie das wachsende Zögern großer Institute, Eigenkapital in einer Marktmacherfunktion zu binden.

Welche Konsequenzen einige oder alle dieser Entwicklungen wiederum für die Solidität der einzelnen Finanzinstitute haben könnten, ist eine weitere offene Frage. Eine Kombination von anhaltender Deregulierung, verstärktem Wettbewerb, technologischem Wandel und zunehmender Beachtung des Shareholder Value dürfte Verhaltensweisen und bereichsübergreifende Beziehungen gefördert haben, die sich erst in der nächsten Abschwungphase als unvorsichtig erweisen werden. Festzuhalten ist aber auch, daß die Finanzmärkte in letzter Zeit extrem volatil waren, ohne daß es zu derartigen Folgewirkungen gekommen wäre, und sehr große Volumina von Finanztransaktionen wurden ohne irgendwelche Anzeichen von Anspannungen verarbeitet.

Was können die öffentlichen Entscheidungsträger tun, damit die Weltwirtschaft mit der Zeit die Früchte einer effizienteren Produktions- und Finanzstruktur ernten kann? Einige mögliche Antworten auf diese Frage werden weiter unten skizziert, aber in jedem Fall ist die Einsicht notwendig, daß Effizienz nicht alles ist. Fairneß und das, was darunter verstanden wird, muß ebenfalls berücksichtigt werden. Daher müssen Fragen der Einkommensverteilung, des Schuldennachlasses und der protektionistischen Maßnahmen der Industrieländer insbesondere gegenüber Importen von Agrarerzeugnissen und Textilien aus aufstrebenden Volkswirtschaften wirksamer angegangen werden, als dies bisher der Fall war. Auch Sicherheits- und Stabilitätserwägungen, vor allem bei der Entwicklung der Finanzsysteme, müssen vor das Streben nach Effizienz gestellt werden. Die potentiellen volkswirtschaftlichen Kosten sporadisch auftretender Finanzkrisen müssen stets gegen den andauernden Nutzen freierer Kapitalmärkte abgewogen werden. Wenn es den Entscheidungsträgern nicht gelingt, all diese konkurrierenden Ziele angemessen miteinander zu vereinbaren, kann eine abrupte und unwillkommene Abkehr von einem marktorientierten Ansatz hin zu weniger wünschenswerten Lösungen nicht ausgeschlossen werden.

### Ungleichgewichte und das Streben nach Preisstabilität

Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Zukunft ist eine unvermeidbare Komplikation bei der Formulierung der Geldpolitik. Sowohl die Struktur der Wirtschaft als auch die Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik die eigentlichen Ziele beeinflußt, sind nur in begrenztem Umfang bekannt. Statistische Daten werden häufig revidiert, und ebenso ändern sich die Stimmungen, die oftmals für Ausgabenentscheidungen maßgebend sind. Zwar legt die Theorie nahe, daß die Verantwortlichen einfach die aus ihrer Sicht jeweils optimale Entscheidung treffen und dann ihre Einschätzungen auf der Basis neuerer Daten systematisch revidieren sollten, doch weist diese Strategie auch Unzulänglichkeiten auf. Insbesondere dürfte eine verbreitete Unsicherheit dazu führen, daß mit übermäßiger Verzögerung auf neue Informationen reagiert wird, wodurch das Risiko wächst, daß zu einem späteren Zeitpunkt große, zu stark in das Geschehen eingreifende Änderungen vorgenommen werden. Solche Verzögerungen könnten sogar die Verpflichtung der Währungsbehörden auf ihre erklärten Ziele fraglich erscheinen lassen. Außerdem könnte eine geldpolitische Strategie, die sich lediglich auf durchschnittliche Erwartungen stützt, zur Folge haben, daß keine ausreichenden Vorbereitungen für den Fall etwaiger extremer Entwicklungen getroffen werden. In der jetzigen Situation, in der viele Ungleichgewichte festzustellen sind, könnte einem solchen Mangel besondere Bedeutung zukommen.

Ein Punkt, der praktisch überall Zustimmung fände, ist, daß die derzeitige Wachstumsrate der Inlandsnachfrage in den USA auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten ist und möglicherweise inflationäre Konsequenzen haben wird und daß in einigen der anderen englischsprachigen Länder eine ähnliche, wenn auch weniger extreme Situation herrscht. Angesichts der auf expansive Maßnahmen ausgerichteten Diskussion über die Finanzpolitik in den USA ist die jüngste Tendenz zur Straffung der Geldpolitik höchst willkommen, selbst wenn einige Preise von Vermögenswerten gegenwärtig recht anfällig zu sein scheinen. Würde die

Geldpolitik bei den ersten Anzeichen sinkender Aktienkurse einen Rückzieher machen, wäre die Gefahr eines „moral hazard“ groß. Und wenn tatsächlich eine „neue Ära“ angebrochen ist, wäre die Wahrscheinlichkeit einer abrupten und dauerhaften Reaktion der Aktienmärkte ohnehin wesentlich geringer. Andernfalls könnte man sagen: Je früher die Luft aus der Blase entweicht, desto besser.

Das soll nicht heißen, daß bei einer ausgeprägten Reaktion am Aktienmarkt oder an den Finanzmärkten allgemein nicht maßvolle geldpolitische Schritte angebracht wären. Eine Disinflation kann sowohl zu weit als auch zu schnell voranschreiten. Diese Gefahr ist in den USA, ebenso wie in einer Reihe anderer im Konjunkturzyklus bereits vorangeschrittener Länder, nicht unbedeutend. Angesichts der niedrigen Sparquoten und der massiven Investitionen in den Wohnbau und in langlebige Güter in jüngster Zeit wäre es nun sehr einfach, geplante Ausgaben zu verschieben. Wenn sich aber erst einmal gezeigt hat, daß bestimmte Investitionen niemals die erwartete Rendite erbringen werden, dann sollten die schlecht beratenen Investoren auch den Preis dafür zahlen müssen, und zwar rasch, damit die Kapazitäten verringert werden können und die längerfristige Rentabilität schnell wiederhergestellt werden kann. Dies könnte die wichtigste Lehre aus der Situation Japans in den neunziger Jahren sein.

Worüber ebenfalls weitgehend Einigkeit herrscht, ist, daß die Wachstumsrate der privaten Ausgaben in Japan zu niedrig ist. Die offene Frage lautet: Wie kann ihr Ansteigen bewirkt werden? Es verdient Anerkennung, daß man in Japan bereit war, die Fiskalpolitik antizyklisch einzusetzen, doch hätte dies auch auf wirksamere Weise geschehen können. Daß dieses Mittel zunächst nur sehr widerwillig verwendet wurde, von Zeit zu Zeit begleitet durch angedrohte und tatsächliche Schritte in die andere Richtung, untergrub das Vertrauen des privaten Sektors auf einen bevorstehenden endgültigen Aufschwung. Darüber hinaus nahm mit zunehmender Größenordnung der Ausgaben deren Effizienz stark ab, was bei den Steuerzahlern den Eindruck erweckte, daß die Belastungen stiegen, ohne daß ihnen ein entsprechender Nutzen gegenüberstand. Während die wachsende Staatsverschuldung in Japan bedeutet, daß die fiskalpolitischen Impulse künftig insgesamt eingeschränkt werden müssen, könnte eine Neuorientierung der Ausgaben dennoch sehr hilfreich sein. Eine Verringerung der überdimensionierten öffentlichen Investitionen (die dreimal so hoch sind wie der Durchschnitt der G10-Länder) und eine Erhöhung der Ausgaben für das unterentwickelte soziale Netz könnten dazu beitragen, das notwendige Vertrauen zu bewahren, und darüber hinaus die Mobilität der Arbeitskräfte zu einem Zeitpunkt erhöhen, da dies höchst wünschenswert wäre. Weil die alten Wirtschaftszweige weiterhin unter Überinvestitionen leiden, muß durch Deregulierung und entsprechende öffentliche Maßnahmen eine Expansion in anderen Bereichen gefördert werden.

Ob einer expansiven Geldpolitik noch eine Rolle zukommt, da die kurzfristigen Zinsen effektiv die nominale Nullzinsgrenze erreicht haben, bleibt sowohl in Japan als auch in anderen Ländern eine umstrittene Frage. Die Diskussion zu diesem Aspekt weist in zwei Richtungen: Auf der einen Seite wird die Ansicht vertreten, daß die Bank of Japan „unübliche“ Maßnahmen ergreifen sollte, um unmittelbar die Preise von Vermögenswerten anzuheben und die Reserven im Bankensystem deutlich zu erhöhen, z.B. durch nichtsterilisierte

Yen-Interventionen und massive Käufe von Staatsanleihen. Die Bank of Japan hat solche Maßnahmen energisch mit der Begründung abgelehnt, daß sie bestenfalls von begrenztem Nutzen wären und im Falle einer Wirtschaftserholung sogar einen notwendigen Zinsanstieg behindern könnten. Hinter dieser Weigerung steht auch die berechtigte Besorgnis hinsichtlich der längerfristigen Unabhängigkeit der Zentralbank. Auf der anderen Seite geht es um die Vor- und Nachteile der Einführung eines neuen geldpolitischen Regimes mit Inflations- oder Preisniveauziel. Dieser Vorschlag geht von dem Argument aus, daß wohl die Nominalzinssätze nicht unter null sinken können, negative Realzinssätze aber dennoch erreichbar sein dürften, wenn ein Weg gefunden werden könnte, die Erwartung eines Wiederanstiegs der Preise zu schüren. Die Verfechter eines neuen geldpolitischen Regimes meinen, daß dies die Inflationserwartungen tatsächlich nach oben lenken würde, wobei ein Preisniveauziel um so attraktiver wäre, je länger die Preise zurückgegangen seien. Seine Gegner, darunter die Bank of Japan, argumentieren, daß diese spontane Erwartungsänderung niemals eintreten werde, solange es kein glaubwürdiges Mittel gebe, um die zugrundeliegende Realität einer anhaltenden wirtschaftlichen Stagnation zu ändern.

Ein letzter Punkt, über den praktisch allgemein Einigkeit herrscht, ist, daß die vorrangige Herausforderung für Kontinentaleuropa ohne Zweifel in Struktur-reformen besteht. Größere makroökonomische Ungleichgewichte, wie sie in den USA und in Japan zunehmend eine Rolle spielen, sind weder sichtbar noch zu erwarten. Die Leistungsbilanzsalden der Region als Ganzes stellen kein Problem dar. Aktien, deren Kurse in vielen Ländern stark gestiegen sind, bilden noch immer nur einen geringen (wenn auch wachsenden) Anteil des Vermögens der privaten Haushalte. Die anhaltende Schwäche des Euro könnte sicherlich zu einem erhöhten Inflationsdruck führen, doch dürfte eine vorausschauende und wachsame Geldpolitik ausreichen, um die meisten Bedenken zu zerstreuen. Auch eine fiskalpolitische Zurückhaltung könnte ratsam sein, insbesondere in denjenigen kleineren europäischen Volkswirtschaften, die bereits an die Grenzen des Potentials stoßen, doch wird in den meisten Ländern bereits seit einiger Zeit eine Sparpolitik verfolgt. All diese makroökonomischen Argumente für die Beibehaltung eines stetigen Kurses setzen natürlich voraus, daß die derzeitige wirtschaftliche Expansion in Europa anhält und nicht von dramatischen Ereignissen andernorts unterbrochen wird.

Der Enthusiasmus für strukturelle Reformen in Europa erhielt durch die Einführung des Euro sicherlich Auftrieb, wobei sowohl Anreize als auch Zwänge mitspielten. Eine einheitliche Währung könnte durch ihren Katalysatoreffekt enorme Effizienzsteigerungen an den Gütermärkten bewirken, wenn andere Reformen dies nur zuließen. Umgekehrt könnte das Ausbleiben von Arbeitsmarktreformen, die ein rascheres Reagieren auf Marktsignale ermöglichen würden, bei asymmetrischen Schocks in einem einheitlichen Währungsraum zu höherer Arbeitslosigkeit führen. Es ist schon viel getan worden, wie der jüngste ungewöhnliche Rückgang der EU-Arbeitslosenquote in einer sehr frühen Phase der Erholung gezeigt hat, aber die Erfahrung der USA sowie die Vorbilder in Europa deuten darauf hin, daß noch weitere Fortschritte möglich sind. Die Staats- und Regierungschefs versprachen bei ihrem jüngsten Treffen in Lissabon, Struktur-reformen aktiv zu verfolgen, aber die schwierige Aufgabe wird wie

immer darin bestehen, im eigenen Land für die Erfüllung dieser Zusage zu sorgen.

Die Wechselkursentwicklung der wichtigsten Währungen unterstützte in den letzten Jahren im allgemeinen die konjunkturelle Stabilisierung. In jüngster Zeit standen die Stärke des Yen und die anhaltende Schwäche des Euro jedoch in geringerem Maße mit den binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen im Einklang, und es stellte sich die Frage, was – außer einer Veränderung der Notenbankzinsätze – dagegen getan werden könnte. Derzeit scheint die Antwort zu lauten: nicht viel. Doch die Umstände könnten sich natürlich ändern. Unilaterale Interventionen von Seiten Japans haben den Nachteil, daß ihre Signalwirkung nur begrenzt glaubwürdig ist, da die bereits bei null liegenden Zinsen nicht weiter gesenkt werden können (wenngleich die Möglichkeit „unüblicher“ Maßnahmen offenbleibt). Bilaterale Interventionen mit europäischer Beteiligung wurden bisher ebenfalls gescheut, obwohl sie bei den richtigen Marktbedingungen auf den ersten Blick potentiell hilfreich erscheinen könnten. Unter anderem wird jedoch in Europa möglicherweise befürchtet, daß Interventionen als Aufweichung der von der neu geschaffenen Zentralbank eingegangenen Verpflichtung auf interne Preisstabilität mißverstanden werden könnten. Im Hinblick auf multilaterale Interventionen unter Einbeziehung der USA wiederum wurden Bedenken geäußert, daß diese als Vorboten eines regulierten weltweiten Wechselkurs-systems interpretiert werden könnten, das bei den Verantwortlichen gegenwärtig auf keine große Begeisterung zu stoßen scheint.

Blickt man weiter voraus in die Zukunft, so könnte die größte Herausforderung für die Verantwortlichen darin bestehen, eine plötzliche Umkehr in der Wechselkursentwicklung des Dollars zu bewältigen. Der zusätzliche disinflationäre Effekt wäre in Japan eindeutig unerwünscht, weit weniger dagegen in Europa, wo die Besorgnis wegen der Inflation zugenommen hat. Selbst hier könnte es allerdings Probleme geben, wenn sich der Euro zu stark und zu schnell festigen würde. Bedenkt man, wie wenig mit dem jüngsten Kursrückgang des Euro gerechnet wurde, sowie die Tatsache, daß sich die treibenden Kräfte umkehren könnten, darf diese Möglichkeit nicht einfach außer acht gelassen werden. Wäre allerdings ein wiedererwachter Optimismus hinsichtlich der strukturellen Reformen in Europa, begleitet von höheren Verbraucher- wie auch Investitionsausgaben, der Grund für einen steilen Wiederanstieg des Euro, dann wären die Gefahren für die derzeitige Expansion erheblich geringer. Dies dürfte ein weiterer sehr guter Grund sein, die strukturellen Reformen fortzusetzen.

Von noch größerer Bedeutung sind Wechselkursfragen für die aufstrebenden Volkswirtschaften, da diese vergleichsweise offener und noch anfälliger gegenüber stimmungsbedingtem Umschwüngen der Kapitalströme sind. Vorläufig hat die Aussicht auf eine verbesserte Wirtschaftsentwicklung in Asien, Lateinamerika und Osteuropa Kapitalzuflüsse, insbesondere in Form von Direktinvestitionen, begünstigt. Dennoch bleibt die Befürchtung bestehen, daß externe Schocks oder wirtschaftspolitische Fehler im Inland zu einer plötzlichen Umkehr dieser Kapitalströme führen könnten. In Lateinamerika geben Leistungsbilanzdefizite und finanzpolitische Strukturprobleme potentiell Anlaß zur Besorgnis, während in Asien die starke Abhängigkeit vom Technologiebereich sowie der schleppende Fortgang der Sanierung von Unternehmen und Banken ein Risiko darstellen könnten. Obwohl die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften

nominell frei schwankende Wechselkurse haben, nahmen viele von ihnen, insbesondere in Asien, massive Interventionen vor, um aufwertungsbedingte Verluste an Wettbewerbsfähigkeit zu begrenzen. Zwar wurde argumentiert, daß dies mit der Notwendigkeit der Aufstockung der Devisenreserven vereinbar und besser sei als Kapitalverkehrskontrollen, die bisher auf überraschend wenig Interesse gestoßen sind, doch könnten solche Maßnahmen letztlich zu übermäßiger Kredit-schöpfung führen, was ebenfalls einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit bewirken würde. Tückischer ist möglicherweise die Gefahr, daß die Schuldner zu einer Mentalität fester Wechselkurse zurückkehren und wieder den Anreiz haben, sich zu geringeren Kosten in Fremdwährung zu verschulden. Angesichts der jüngsten Krisen mag dies schwer vorstellbar erscheinen, aber es ist erstaunlich, wie rasch selbst schmerzliche Erfahrungen in Vergessenheit geraten.

Einige aufstrebende Volkswirtschaften sind mit größerer Deutlichkeit für neue geld- und währungspolitische Regime eingetreten. Allein im letzten Jahr haben beispielsweise Südafrika, Brasilien, Polen und die Tschechische Republik alle den Übergang zu einer Strategie mit Inflationsziel bekanntgegeben. Damit haben sie sich einer Gruppe von Industrieländern angeschlossen, die ihre Geldpolitik im Hinblick auf vorangekündigte Inflationsziele vor dem Hintergrund eines frei schwankenden Wechselkurses formulieren. Unabhängig von den Vorzügen eines solchen Ansatzes in den Industrieländern dürfte das Verhältnis von Vor- und Nachteilen in anderen Ländern etwas anders aussehen.

Zu den Vorteilen dieses Ansatzes für aufstrebende Volkswirtschaften gehört seine potentielle Transparenz. So dürften die Verantwortlichen in einem Regime mit Inflationsziel weniger dem Vorwurf ausgesetzt sein, daß sie bei der Festlegung der Zinssätze wie auch der Wechselkurse persönliche Interessen verfolgen. Ein weiterer Vorteil wäre die mögliche Ankerfunktion für die Inflationserwartungen in Ländern, beispielsweise vielen in Lateinamerika, die in der Vergangenheit besonders große Probleme hatten, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen. Die Verwendung eines Inflationsziels hat in aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch in der Regel auch einige Nachteile. So ist die Fähigkeit zu hochentwickelten Wirtschaftsprognosen, einschließlich Vorausschätzungen der Inflation, vergleichsweise gering, die vorhandenen Daten sind unzuverlässig, und es stellt sich das Problem des anhaltenden strukturellen Wandels. Darüber hinaus haben sich viele aufstrebende Volkswirtschaften, wie zuletzt in Asien, als anfällig gegenüber Preisblasen bei Vermögenswerten erwiesen, die im Rahmen einer Strategie mit Inflationsziel nicht leicht zu bewältigen sind. Ein weiterer Faktor ist die Tatsache, daß Nahrungsmittel und Importe einen so großen Teil des Warenkorbs ausmachen und sich die noch nicht abgeschlossene Preiseregulierung oftmals durch die gesamte Wirtschaft zieht; die Folge ist möglicherweise eine erhebliche Diskrepanz zwischen der unbereinigten Inflationsrate und dem Index, über den die Zentralbank eine gewisse Kontrolle zu haben glaubt.

All dies bedeutet, daß die aufstrebenden Volkswirtschaften mit dem Trade-off, den die Industrieländer bei der Verfolgung von Inflationszielen in Kauf nehmen müssen, in vielfach verschärfter Weise konfrontiert sind. Setzen sie ihre Ziele zu ehrgeizig, verlieren sie an Glaubwürdigkeit, wenn sie sie verfehlen. Setzen sie dagegen realistischere Ziele, werden diese möglicherweise als nicht genügend ehrgeizig beurteilt, und das Regime hat von vornherein keine Glaub-

würdigkeit. Wie bei der Wahl eines jeden Regimes gibt es keine Patentlösung, die für alle gleichermaßen richtig wäre. Jedes Land muß seine eigene Situation und seine eigene Geschichte berücksichtigen und ein Urteil über den angemessenen Weg treffen. Die Notwendigkeit einer soliden Finanzpolitik steht dagegen außer Frage. Die Vergangenheit hat uns gelehrt, daß ohne eine solche Politik jedes Regime, das darauf zielt, die Inflation unter Kontrolle zu halten, zum Scheitern verurteilt ist.

## Strukturwandel und die Verhütung globaler Finanzinstabilität

In den dreißiger Jahren verschlimmerten Zusammenbrüche im Finanzsektor den Wirtschaftsabschwung in vielen Industrieländern auf schwerwiegende Weise und führten dazu, daß die Regulierung im Finanzgeschäft drastisch verschärft wurde. In der Nachkriegszeit kam es zu einer zunehmenden Liberalisierung, als die Erinnerung an frühere Schwierigkeiten verblaßte und die potentiellen Vorteile freierer Finanzmärkte größere Anerkennung fanden. Wiederkehrende Finanzkrisen in den letzten drei Jahrzehnten, sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften, haben jedoch drei wichtige Fragen wieder ins Zentrum gerückt: Wie können künftige Krisen vermieden werden? Wie können sie leichter bewältigt werden, wenn sie auftreten? Und wie können sie – u.a. durch Schuldenreduzierung – letztlich überwunden werden? Hinsichtlich jeder dieser Fragen sind beträchtliche Fortschritte erzielt worden, die jedoch in keinem Verhältnis zu dem stehen, was noch zu tun ist. In einigen Bereichen gibt es immer noch keinen internationalen Konsens über ein vernünftiges Vorgehen, und in nahezu allen Fällen bringt die tatsächliche Umsetzung akzeptierter Vorschläge nach wie vor enorme praktische Herausforderungen mit sich.

Bei Maßnahmen zur Verhütung von Krisen im Finanzsektor wird zunehmend berücksichtigt, wie mikroökonomische Mängel auf tückische Weise mit makroökonomischen Faktoren interagieren können. Solche Probleme können sich an den Märkten auf drei Arten manifestieren: extreme kurzfristige Preisvolatilität an einigen Märkten, mittelfristige Preisverzerrungen, die u.a. Preisblasen bei Vermögenswerten und übermäßige Kapitalströme zur Folge haben können, sowie Ansteckungseffekte zwischen verschiedenen Märkten und Ländern, die durch die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht gerechtfertigt sind. Zur Krisenprävention muß die Aufmerksamkeit dann auf jede der drei Säulen gerichtet werden, auf denen sowohl das inländische als auch das internationale Finanzsystem ruht: die gute Verfassung der Finanzinstitute, das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte und die Errichtung einer soliden Infrastruktur, bestehend aus Gesetzgebung und Rechtsprechung, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen sowie Rechnungslegungsstandards. Für jede dieser Säulen wiederum lassen sich drei Anreizsysteme aufzeigen, die zur Förderung eines umsichtigen Verhaltens beitragen. Der Ausgangspunkt muß die interne Unternehmensführung sein, grundlegend abgestützt auf das Eigeninteresse und die Wahrung des privaten Kapitals. Hinzu kommt eine angemessene Aufsicht und Überwachung. Und schließlich muß in einer stärker vom Markt geprägten Welt auch die Marktdisziplin – trotz ihrer bisweilen eingeschränkten Funktionstüchtigkeit – eine zunehmende Rolle erhalten. Angesichts von drei Problemen,

drei Säulen und jeweils drei Ansätzen dürfte es kaum überraschen, daß noch so viel zu tun bleibt.

Die Förderung von gesunden Finanzinstituten, insbesondere Banken, ist eine entscheidende Voraussetzung für die Finanzstabilität. Die meisten Krisen, ob in den aufstrebenden Volkswirtschaften oder in den Industrieländern, entstehen nach wie vor dadurch, daß sich Finanzinstitute in guten Zeiten übernehmen und später dann einen massiven Rückzieher machen. Die Unternehmensführung würde zunächst einmal davon profitieren, wenn intern, insbesondere in den Anreizstrukturen für Händler und Kreditsachbearbeiter, größeres Gewicht auf die risikobereinigte Rentabilität gelegt würde. Ohne diese entscheidende Anpassung könnte sich das unermüdliche Streben nach Shareholder Value als sehr gefährliche Strategie erweisen. Größere Beachtung sollte auch die Art und Weise finden, wie öffentliche Sicherheitsnetze ein unvorsichtiges Verhalten fördern können, nicht zuletzt durch Institute, bei denen eine staatliche Garantie vermutet wird. Das jüngste explosionsartige Wachstum solcher Institute in den USA verstärkt die seit langem bestehenden Bedenken hinsichtlich einer ähnlichen Beteiligung des Staates im Bankgeschäft sowohl in Japan als auch in Kontinentaleuropa.

Die Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Verbesserung der Eigenkapitalvereinbarung von 1988, die im Lichte der vor kurzem abgeschlossenen Konsultationsphase noch modifiziert werden sollen, verknüpfen die Mindestkapitalanforderungen bei Banken mit gut ausgebauten Rating-Systemen enger mit deren interner Kreditrisikobeurteilung. Eine solche Verknüpfung ist auf jeden Fall zu begrüßen, vorausgesetzt natürlich, daß diese Beurteilungen nicht selbst in irgendeiner Weise verzerrt sind. Für diesen Ansatz kommen daher nur Banken in Frage, die bestimmte Standards für eine sachgerechte Geschäftspraxis erfüllen und Richtlinien einhalten, mit denen die Verlässlichkeit der Verfahren und der Ergebnisse von Rating-Systemen sichergestellt wird. Das Standardverfahren, das für weniger hochentwickelte Banken vorgeschlagen wird, verspricht vielleicht geringere Vorteile, birgt aber möglicherweise auch geringere Risiken. Es versteht sich von selbst, daß es gut durchdacht sein muß, denn es dürfte für die große Mehrheit der Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften gelten.

In der vorgeschlagenen neuen Eigenkapitalvereinbarung wird auch berücksichtigt, daß den Aufsichtsbehörden eine bedeutende Rolle dabei zukommt, dafür zu sorgen, daß der Eigenkapitalbedarf angemessen beurteilt wird und daß die Eigenkapitalanforderungen konsistent und von Institut zu Institut vergleichbar sind. Was letzteres betrifft, so könnten einfache Vorschriften zur Gewährleistung einer vorausschauenden Risikovorsorge größere Bedeutung erhalten, als es gegenwärtig der Fall ist. Der Basler Ausschuss hat darauf hingewiesen, daß auch die Marktdisziplin zu einem umsichtigen Verhalten der Finanzinstitute beitragen könnte. Traditionell geschieht dies über Kreditzinsspannen und Aktienkurse, aber auch nachrangige Verbindlichkeiten könnten in Betracht kommen. Eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für das Wirken der Marktdisziplin besteht darin, daß der Markt über genügend zuverlässige Informationen verfügt, um zu einem soliden Urteil gelangen zu können. Dafür zu sorgen, daß solche Informationen bereitgestellt und die ihnen zugrunde liegenden Rechnungslegungsgrundsätze klar erläutert werden, muß weiterhin höchste Priorität haben.



Ein Problem im Zusammenhang mit der Marktdisziplin besteht natürlich darin, daß sie denselben Stimmungsschwankungen zwischen Optimismus und Pessimismus unterworfen sein könnte wie die internen Ratings. Da dies Auswirkungen auf das Finanzsystem als Ganzes haben kann, sollte der öffentliche Sektor der Überwachung des Geschehens und der Entwicklung von Analyseverfahren zur Beurteilung des Risikos von Systemproblemen weit größere Aufmerksamkeit widmen. Vieles spricht sogar dafür, zusätzlich zu den Prognosen Streßtests einzusetzen. Damit die wichtige Aufgabe, die diese Analysen erfüllen, nicht einfach aus den Augen verloren wird, muß geklärt werden, ob sie vorrangig den Aufsichtsbehörden zufallen sollte, anderen Stellen (zumeist den Zentralbanken), in deren Händen die oberste Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems liegt, oder beiden. Ein Argument für eine Beteiligung der Zentralbanken besteht darin, daß sich deren Ansatz „von oben“ und der im Aufsichtsbereich stärker verbreitete Ansatz „von unten“ auf sinnvolle Weise ergänzen könnten. Eine einfache, aber wichtige Erkenntnis ist, daß viele Empfehlungen, die auf der Ebene eines einzelnen Finanzinstituts ein umsichtiges Verhalten fördern, unerwünschte Effekte haben können, wenn viele Institute zur selben Zeit ihr Verhalten auf die gleiche Weise ändern müssen. Solche Fehlschlüsse der Verallgemeinerung sind aus der makroökonomischen Literatur wohlbekannt.

Während solide Finanzinstitute für die Finanzstabilität nach wie vor von zentraler Bedeutung sind, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften, haben die Ereignisse vom Herbst 1998 auch die zunehmende Wichtigkeit gut funktionierender Finanzmärkte unterstrichen. Insbesondere können die Märkte alternative Finanzquellen zur Verfügung stellen, wenn der Bankensektor keinen Kredit mehr vergibt, und umgekehrt. Dies ist eine maßgebliche Erklärung für das jüngste Interesse an der Entwicklung liquider Märkte für Staatsanleihen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften. Mit der Zeit könnten solche Märkte für Staatsanleihen Referenzwerte bereitstellen, die auch die Ausgabe von Anleihen des privaten Sektors stützen. In vielen Industrieländern sieht sich der Staat ebenfalls mit solchen Fragen hinsichtlich des Funktionierens der Märkte konfrontiert, denn mit steigenden Haushaltsüberschüssen sinkt das Volumen verfügbarer Anleihen, was das Problem des Risikomanagements in Krisensituationen potentiell verschärft.

Auch wenn besser ausgebaute Finanzmärkte ein öffentliches Gut sind, muß berücksichtigt werden, daß diese Märkte nicht immer so effizient funktionieren, wie zu hoffen wäre. Ein Mittel zur Abhilfe, das dem Eigeninteresse der einzelnen Marktteilnehmer Rechnung trägt, ist eine größere Transparenz. Wenn die Marktteilnehmer mehr über die Finanzlage und das Risikoengagement ihrer Geschäftspartner wüßten, wäre es weniger wahrscheinlich, daß sie sich bei auftretenden Unsicherheiten zurückziehen. Desgleichen dürften Kreditgeber, die besser über das Schuldenprofil staatlicher Schuldner informiert sind, nicht so rasch in Panik geraten und den Rückzug antreten. Eine Reihe laufender Initiativen zielen darauf ab, die Transparenz in beiderlei Hinsicht zu fördern (s. das Kapitel „Die Tätigkeit der Bank“), und sie sollten entschlossen weiterverfolgt werden.

Was die Überwachungsinstanzen am Markt und ihren Beitrag zu einem besseren Funktionieren der Märkte betrifft, so gibt es Hinweise darauf, daß die Märkte weniger atomistisch werden und insbesondere in Streßzeiten eher zum

Herdenverhalten tendieren könnten. Die zunehmende Konzentration unter den Marktteilnehmern, gemeinsame Risikomanagement- und Aufsichtssysteme, die wachsende Verwendung von Referenzwerten und Index-Tracking sowie die Nutzung allgemein und unmittelbar verfügbarer Informationen dürften allesamt dazu beitragen. Wesentlich weniger klar ist jedoch, was die Aufsichtsbehörden angesichts dieser grundlegenden strukturellen Trends tun könnten. Und schließlich stellt sich die zentrale Frage: Weshalb kommt es zu einem Überschießen der Märkte, das praktisch einem Versagen der Marktdisziplin entspricht? In einer vollkommenen Welt müßten eigentlich diejenigen, die die Preise vom „Gleichgewichtsniveau“ wegbewegt haben, rasch Verluste erleiden, wenn die Preise zum Gleichgewicht zurückkehren. In Wirklichkeit geschieht das jedoch oftmals nicht. Da es solche Fälle von Marktversagen immer schon gegeben hat, kann es sein, daß sie schlicht ein Preis sind, der gezahlt werden muß, wenn insgesamt von den Vorteilen eines marktwirtschaftlichen Systems profitiert werden soll.

Die dritte Säule eines gut funktionierenden Finanzsystems ist die zugrundeliegende Infrastruktur; sie besteht insbesondere aus den Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen, den rechtlichen Rahmenbedingungen und einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung. Im Bereich der Zahlungsverkehrssysteme ist seit Ende der achtziger Jahre viel geschehen. Im vergangenen Jahr veröffentlichte der in Basel ansässige Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme ein Konsultationspapier mit dem Titel *Grundprinzipien für wichtige Zahlungsverkehrssysteme*. Die Hauptaufgabe besteht nun darin, diesen Grundsätzen im Lichte der eingegangenen Stellungnahmen ihren Feinschliff zu geben und dafür zu sorgen, daß sie an allen wichtigen Finanzmärkten erfolgreich umgesetzt werden. Da allein in den Industrieländern mittlerweile täglich Transaktionen in Höhe von rund \$ 6 Bio. über solche Systeme verarbeitet werden, ist es natürlich unabdingbar, daß sie reibungslos funktionieren. Die entscheidende Bedeutung der rechtlichen Infrastruktur ist durch die praktischen Konsequenzen der Mängel im Eigentumsrecht in Rußland und einigen anderen Volkswirtschaften im Übergang ins Bewußtsein gerückt. Auch die Krise in Ostasien brachte bestimmte rechtliche Schwachstellen ans Tageslicht, die nur zum Teil behoben sind. In vielen Ländern muß das geltende Recht außerdem rascher und weit weniger willkürlich angewandt werden, als dies gegenwärtig der Fall ist. Bei der Vereinbarung gemeinsamer weltweiter Rechnungslegungsstandards schließlich sind erhebliche Fortschritte erzielt worden. Diese sehr wichtige Arbeit muß weitergeführt, zu Ende gebracht und in die Praxis umgesetzt werden.

## Bewältigung und Überwindung von Finanzkrisen

Durch vorbeugende Maßnahmen läßt sich die Häufigkeit von Finanzkrisen vielleicht verringern, ganz ausbleiben werden sie aber nie. Die beste Art, eine akute Krise zu bewältigen, um ihre makroökonomischen und sozialen Kosten zu senken, hängt sehr stark davon ab, wie sie sich in den Marktprozessen manifestiert. Typisch für praktisch alle Krisen im Finanzsektor sind jedoch ein plötzlicher Vertrauensverlust der Märkte und die Notwendigkeit, rasch zu beurteilen, wie hoch der Liquiditätsbedarf im System ist und wie er am besten gedeckt werden kann. Die endgültige Überwindung einer Krise ist dagegen ein

längerfristiges Unterfangen, das oft ein gewisses Maß an Schuldennachlässen erfordert. Die Bewältigung und Überwindung von Finanzkrisen kann sowohl eine inländische als auch eine internationale Komponente haben, und normalerweise sind sowohl private Gläubiger als auch der öffentliche Sektor daran beteiligt. Um „moral hazard“ zu vermeiden, sollte der öffentliche Sektor jedoch nur als letzter Ausweg in Anspruch genommen werden, wenn es eindeutige Anzeichen für Marktversagen oder externe Effekte gibt.

Auch darf nicht automatisch angenommen werden, daß ein solches Marktversagen wahrscheinlich ist. Die immer stärker miteinander verflochtenen privaten Finanzmärkte können Krisen nicht nur weiterverbreiten, sondern sie auch entschärfen. Im Herbst 1998 beispielsweise war es für viele Schuldner schwierig, sich über die Märkte für kurzfristige Titel oder derivative Instrumente Kredit zu beschaffen. Doch die Interbankmärkte expandierten massiv und spielten eine entscheidende Rolle bei der Umverteilung von Kreditmitteln dorthin, wo Bedarf bestand. Die Marktteilnehmer aus dem privaten Sektor – vor allem die großen, deren Verhalten das gesamte System beeinflussen kann – tendieren dazu, solche externen Effekte zu internalisieren (sie könnten sogar dazu angehalten werden, wie im Falle von LTCM), und dies dürfte stabilisierend wirken. Das heißt natürlich nicht, daß niemals ein explizites Eingreifen des öffentlichen Sektors erforderlich sein wird, aber das Urteil hierüber muß dem öffentlichen Sektor selbst vorbehalten bleiben. Dies muß nicht nur für eventuelle Stützungskredite für Banken gelten, sondern auch und erst recht für die Möglichkeit, Märkten zu helfen, die aus irgendeinem unvorhergesehenen Grund plötzlich illiquide geworden sind.

Bei einer jeglichen Beteiligung des öffentlichen Sektors müssen außerdem zwei Merkmale der modernen Finanzmärkte berücksichtigt werden: die Geschwindigkeit, mit der sich Änderungen inzwischen vollziehen können, und ihre internationale Dimension. Hinsichtlich der Geschwindigkeit wird es künftig besonders wichtig sein, daß die verschiedenen Beteiligten über offene Kommunikationswege verfügen und Verfahren für deren Nutzung vereinbart haben. Zumindest untereinander sollten die staatlichen Stellen auch die jeweiligen Verantwortungsbereiche eindeutig festlegen. Dies gilt natürlich auf inländischer Ebene (und für den Euro-Raum), dürfte aber auch international von Bedeutung sein. Die einzelnen Finanzinstitute, die in einem bestimmten Land tätig sind, können sehr wohl ihre Wurzeln im Ausland haben, und die Verantwortung für ihr Verhalten würde dann bei der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes liegen. Außerdem könnte der jeweilige Liquiditätsbedarf durchaus in Fremdwährung anfallen, was dem Problem eine völlig neue Dimension verleihen würde. Selbst wenn die Zentralbank eines Landes bereit wäre, die Liquidität für das System als Ganzes zu erhöhen und daher die Zinsen zu senken, würde dies nicht viel nützen, wenn das Problem in einem Mangel an Devisen bestünde. Eine solche Politik könnte sich sogar leicht als kontraproduktiv erweisen, wenn sich die Inlandswährung in der Folge abwerten würde und die Schuldendienstanforderungen auf Fremdwährungsschulden deutlich stiegen.

In den letzten Jahren ist viel darüber diskutiert worden, wie aufstrebenden Volkswirtschaften, die unter solchen Problemen leiden, internationale Liquidität zur Verfügung gestellt werden könnte. Hinsichtlich der beiden zentralen Aspekte

sind jedoch nicht unbedingt bedeutende konkrete Fortschritte erzielt worden. Der erste Aspekt bezieht sich auf die Frage, wie der private Sektor veranlaßt werden könnte, sowohl durch die Verlängerung fällig werdender als auch durch die Gewährung neuer Kredite die nötige Liquidität zur Verfügung zu stellen, um beispielsweise zur Finanzierung eines anhaltenden Leistungsbilanzdefizits beizutragen. Die Verlängerung fällig werdender Kredite kann durch eine vorübergehende Aussetzung von Zahlungen erreicht werden; dies hat den Vorteil, daß alle Gläubiger gleich behandelt werden, es dürfte jedoch kaum die Vergabe neuer Kredite fördern. Eine andere Möglichkeit besteht in „moral suasion“, wie sie kürzlich im Falle Koreas ausgeübt wurde, doch eine solche Einflußnahme läuft letzten Endes beinahe auf Zwang hinaus. Ein wachsendes Problem ist außerdem die Koordinierung solcher Finanzierungen. Die Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften und die Gläubiger in entwickelten Ländern werden immer heterogener, und es wird immer schwieriger, festzustellen, wer – wenn überhaupt – ermächtigt ist, Zusagen abzugeben und dann für ihre Einhaltung zu sorgen. Die Wahrscheinlichkeit, daß geordnete Umschuldungen möglich sind, ist im übrigen um so größer, je mehr Anleiheemittenten davon überzeugt werden können, bei ihren Emissionen Sammelklageklauseln vorzusehen.

Der zweite Aspekt betrifft die angemessenen Modalitäten für die Beteiligung des öffentlichen Sektors. Es muß ein Gleichgewicht gefunden werden zwischen der Liquiditätsbereitstellung durch den IWF und dem „moral hazard“, der dadurch gefördert wird. Auf der einen Seite wird die Auffassung vertreten, daß der IWF normalerweise für weit niedrigere Beträge in Anspruch genommen werden sollte, als dies in letzter Zeit der Fall war, und mittels einer geringeren Zahl von Fazilitäten. Nach diesem im wesentlichen auf festen Regeln beruhenden Ansatz ist nur ein begrenzter Zugang zu öffentlichen Mitteln mit dem Prinzip der Lastenteilung vereinbar, und die Bedingungen für diesen Zugang sollten allen Beteiligten im voraus bekannt sein. Dabei wird nicht geleugnet, daß es der öffentliche Sektor in bestimmten Situationen – vermutlich solchen von systemischer Bedeutung – als angemessen erachten könnte, weit höhere Kredite zu vergeben. Hier würde allerdings der Standpunkt vertreten, daß das Genehmigungsverfahren in solchen Fällen sowohl größeren formalen Anforderungen genügen als auch härter sein müsse. Auf der anderen Seite wird dieser Auffassung vor allem mit dem Argument widersprochen, daß jede Krise anders sei und Wege zu ihrer Bewältigung sehr schnell gefunden werden müßten, was eher für einen größeren Ermessensspielraum auf seiten des IWF spräche. Ungeachtet dieser gegensätzlichen Standpunkte scheint sich zunehmend ein Konsens herauszubilden, daß die Gewährung öffentlicher Finanzmittel enger an Bemühungen zur Verhütung von Krisen geknüpft sein sollte und daß längerfristigen und wiederholten Kreditaufnahmen beim IWF in irgendeiner Weise entgegengesteuert werden sollte.

Nicht weniger kontrovers diskutiert werden Wege, Krisen durch einen expliziten Schuldennachlaß zu überwinden. Dabei stehen gegenwärtig zwei Problemkreise im Mittelpunkt: die Sanierung der Banken in einer großen Zahl aufstrebender Volkswirtschaften und der Schuldennachlaß für eine noch größere Zahl sehr armer und hochverschuldeter Staaten. In beiden Fällen sollten zwei Grundsätze gelten. Erstens: Wenn die grundlegende Frage darin besteht, wer für

bereits entstandene Verluste zahlen soll, so müßten das diejenigen sein, die zu diesen Verlusten beigetragen haben. Die Steuerzahler sollten nicht die Verluste anderer tragen, es sei denn, der öffentliche Sektor ihres Landes hat gleichzeitig Gläubigerstatus. Im Falle der ärmsten Länder sind natürlich Staaten sowie die internationalen Finanzorganisationen die größten Gläubiger, und ihnen kommt daher eine spezielle Verantwortung bei der Erleichterung der Schuldenlast dieser Länder zu. Und zweitens: Maßnahmen zur Krisenüberwindung müssen mit Anstrengungen zur Vermeidung künftiger Krisen einhergehen. Somit müssen die Banken nicht nur saniert werden, sondern es muß auch dafür gesorgt werden, daß sie effizient und rentabel arbeiten. Was den Schuldennachlaß für Staaten betrifft, so sind Schritte zur Sicherstellung einer seriösen Kontrolle sowie Investitionen in Gesundheit und Bildung der breiten Bevölkerung von entscheidender Bedeutung. Ein Schuldennachlaß dürfte in manchen Fällen eine notwendige Voraussetzung für die Überwindung einer Krise sein, er reicht aber keineswegs aus, um künftigen Wohlstand zu sichern.

Die Erfahrung erscheint inzwischen groß genug, um vielleicht einigen weiteren Gedanken hinsichtlich der Umstrukturierung der Banken nachzugehen. Am wichtigsten ist vielleicht, daß stets zuerst der Weg über den Privatsektor gesucht werden sollte. Selbst technisch zahlungsunfähige Banken verfügen möglicherweise über einen immateriellen Wert, der ein Übernahmeinteresse wecken könnte, und manchmal kann schon eine geringe Kapitalzufuhr viel bewirken. Übernahmen und Fusionen müssen jedoch finanziell sinnvoll sein; Größe allein ist keine Überlebensgarantie. Ausländische Banken sollten in den Prozeß einbezogen werden, denn sie bringen nicht nur Kapital, sondern auch Know-how und Technologie ein. Außerdem scheint zunehmend Einigkeit darüber zu bestehen, daß eindeutige Kriterien für ein Eingreifen des öffentlichen Sektors dazu beitragen können, eine allzu nachsichtige Haltung zu vermeiden, und daß ein solches Eingreifen bestimmten Grundsätzen unterliegen sollte, d.h. es sollte rechtzeitig, umfassend, unpolitisch, transparent und vor allem eindeutig sein.

Ob bei der Förderung der Finanzstabilität oder bei der Bewältigung und Überwindung von Krisen, das Aussprechen von Empfehlungen und das Festlegen von Standards für eine empfehlenswerte Praxis ist der leichteste Teil. Die tatsächliche Umsetzung geeigneter Maßnahmen ist weit schwieriger. Viele Hindernisse stehen im Weg: Trägheit, politische und oligopolistische Interessen, eine oftmals unzulängliche Gesetzgebung und Rechtsprechung sowie unterqualifizierte (und manchmal unterbezahlte) Beschäftigte im öffentlichen Sektor. Diese Einflüsse sind in allen Ländern vorhanden, am sichtbarsten jedoch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Um ihnen entgegenzuwirken, braucht es Anreize für ein richtiges Handeln: Marktdisziplin, Überwachung, technische und finanzielle Hilfe aus dem Ausland sowie vor allem ein erhöhtes Bewußtsein für die Eigeninteressen. Die Vorteile, die ein effizienter und trotzdem sicherer Finanzsektor bietet, sind kaum zu überschätzen. Sie rechtfertigen voll und ganz die erheblichen Bemühungen, die zu ihrer Realisierung nötig sein mögen.



# Die Tätigkeit der Bank

Die jüngste Serie von Finanzkrisen, die unerwartet tief und ansteckend waren, hat dem Streben nach Finanzstabilität und besserem Risikomanagement auf Instituts- wie auf Marktebene zusätzliche Impulse verliehen. Bei den Bemühungen und Initiativen in diesem Bereich standen die Zentralbanken an vorderster Front. Die BIZ ist angesichts ihres grundsätzlichen Auftrags, die Zusammenarbeit unter Zentralbanken zu fördern, und ihrer langjährigen entsprechenden Erfahrung ein besonders geeignetes Forum für die Bereitstellung von Hintergrundanalysen und die logistische Unterstützung der Diskussionen unter Vertretern von Zentralbanken und sonstigen Aufsichtsorganen. Im Zentrum vieler dieser Diskussionen stand die Stabilität des Finanzsystems. Trotz der größeren Aufmerksamkeit, die den Fragen der Systemstabilität gewidmet wurde, haben die Zentralbanken aber auch ihre andere Kernaufgabe – die Formulierung und Umsetzung der Geldpolitik – nicht vernachlässigt. Angesichts der zahlreichen Verknüpfungen zwischen Finanz- und Währungsstabilität standen diese Themen nach wie vor weit oben auf der Tagesordnung der regelmäßigen Treffen und der Ad-hoc-Sitzungen, die von der BIZ organisiert und koordiniert wurden.

Im Berichtszeitraum beteiligte sich die Bank außerdem aktiv an der Arbeit zahlreicher Gruppen, die sich mit der Förderung eines soliden Finanzgeschäfts befassen. Insbesondere stellte sie Sekretariatsleistungen für die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten bzw. -gouverneure (sowie deren Stellvertreter) der Länder der Zehnergruppe und wirkte auf umfassende Weise im Forum für Finanzstabilität mit.

Die Attraktivität der BIZ als Gegenpartei bei Finanzgeschäften der Zentralbanken war im vergangenen Geschäftsjahr ebenfalls offenkundig. Mit der Einführung neuer Finanzinstrumente und einer wettbewerbsorientierten Preisgestaltung reagierte die Bank auf die immer anspruchsvolleren Anlagebedürfnisse ihrer Kunden. Vor allem während des Übergangs zum neuen Jahrtausend schätzten die Zentralbankkunden die Sicherheit und Liquidität der Einlagen bei der BIZ. Die Bank nahm außerdem weiterhin ihre traditionellen Aufgaben als Agent und Treuhänder bei einer Vielzahl von Finanztransaktionen wahr.

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Tätigkeiten der Bank im vergangenen Geschäftsjahr. Die weiter unten erwähnten Berichte sowie die Forschungspapiere und Policy Papers der Bank sind auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)) oder auf Anfrage in Papierform erhältlich.

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

Wie bisher trug die Bank zur Zusammenarbeit unter den Zentralbanken bei, indem sie regelmäßige Sitzungen der Präsidenten sowie hochrangiger Mitarbeiter

von Zentralbanken organisierte und das Sekretariat für mehrere Ausschüsse stellte, die den Zentralbankpräsidenten der G10-Länder unterstehen. Ein besonderes Merkmal der Sitzungen des vergangenen Jahres war die zunehmende Beteiligung von Zentralbanken aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die für das internationale Finanzsystem von Bedeutung sind. Die BIZ-Repräsentanz für Asien und den Pazifik spielte hier eine wichtige Katalysatorrolle. Das Institut für Finanzstabilität (FSI), das ebenfalls auf eine Initiative aus jüngster Zeit zurückgeht, verließ der weltweiten Verbreitung der Standards und Richtlinien für eine empfehlenswerte Praxis in bezug auf solide Finanzgeschäfte neue Dynamik.

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

Im Zusammenhang mit den alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen des Verwaltungsrats der BIZ trafen sich Zentralbankpräsidenten in drei Gruppen: der Gruppe der G10-Industrieländer, einer größeren Gruppe, in der die G10-Zentralbankpräsidenten mit den Präsidenten der Zentralbanken von für das Finanzsystem bedeutsamen aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenkamen, und der noch umfassenderen Gruppe, der die Gouverneure aller BIZ-Aktionärszentralbanken angehören.

Schwerpunkte der *Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften* sind der Gedanken- und Informationsaustausch über die aktuelle Lage der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte sowie das Erkennen potentieller mittelfristiger Schwachstellen. Im Berichtszeitraum wurde in den Diskussionen das stärkere und ausgewogenere Wachstum der Weltwirtschaft bei einer allgemein unproblematischen Preisentwicklung hervorgehoben und begrüßt. Die Zentralbankpräsidenten äußerten aber auch Besorgnis über das Entstehen großer Ungleichgewichte in und zwischen zahlreichen Volkswirtschaften und untersuchten, welche Konsequenzen möglicherweise abrupte Veränderungen der Wechselkursbeziehungen zwischen den wichtigsten Währungen und/oder eine drastische Korrektur der Preise bestimmter Vermögenswerte haben könnten und wie darauf reagiert werden könnte.

Die wirtschaftliche und finanzielle Lage stand auch in den *Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der G10-Länder* erneut im Vordergrund. Darüber hinaus erörterten die G10-Zentralbankpräsidenten eine Reihe von Berichten der verschiedenen ständigen Ausschüsse (s. unten). Mehrere dieser Berichte wurden zur Veröffentlichung freigegeben. Weitere Diskussionsschwerpunkte waren Fragen von aktuellem Interesse für die Zentralbanken, z.B. die geplante Überarbeitung der Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988, Liquiditätserwägungen im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Datumswechsel sowie die Bewältigung und Verhütung von Finanzkrisen.

In den *Sitzungen der Präsidenten aller Aktionärszentralbanken der BIZ* im vergangenen Geschäftsjahr kam das breite Spektrum der Themen zum Ausdruck, die die Währungsbehörden derzeit beschäftigen. Da geprüft wird, ob bei der Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung öffentliche Ratings eine unterstützende Rolle erhalten sollen, loteten die Zentralbankpräsidenten die umfassenderen Konsequenzen einer solchen Entwicklung für die Tätigkeit von Rating-Agenturen aus. Weitere Beispiele aus dem Themenkreis der Finanz-



Stabilität waren das Potential der Hedge Funds, erhebliche Störungen an den Finanzmärkten zu verursachen, sowie die Gestaltung und Handhabung von Sicherheitsnetzen für den Finanzsektor. Ferner erörterte dieser größere Kreis von Zentralbankpräsidenten die Durchführung der Geldpolitik bei kontrolliertem Floaten, die Stärkung der Finanzsysteme in Asien, die Auswirkungen des Euro auf die Finanzmärkte und auf Portfolioentscheidungen sowie die Bedeutung der Unabhängigkeit, der Rechenschaftspflicht und der Transparenz von Zentralbanken für eine solide Entscheidungsfindung.

Unter den übrigen regelmäßigen Treffen, die von der Bank im vergangenen Jahr organisiert wurden, sind die Sitzungen des Gold- und Devisenausschusses der G10-Zentralbanken zu nennen. Das erste Jahr des Euro war dabei ein wiederkehrendes Thema. Außerdem kamen Volkswirte der Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer im Herbst 1999 zusammen, um über das Wachstum der internationalen Finanzmärkte und dessen Folgen für die Währungs- und Finanzstabilität zu diskutieren. Bei einem ähnlichen Treffen im Frühjahr 2000, bei dem auch Zentralbanken aufstrebender Länder vertreten waren, wurde die aktuelle Lage der Weltwirtschaft erörtert.

Die Bank sammelte, analysierte und verbreitete weiterhin Informationen über die Tätigkeit der Zentralbanken und die Art und Weise, wie sie ausgeübt wird. Verantwortlich hierfür ist die Central Bank Governance Steering Group, die sich aus Zentralbankpräsidenten einer Reihe von Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften zusammensetzt. Es geht dabei um die Bereitstellung vergleichender Sachinformationen, die den Zentralbanken bei ihren Bemühungen um eine Verbesserung ihrer Arbeitsweise von Nutzen sind. Schwerpunktthemen im vergangenen Jahr waren Umfang und Art des Auftrags einer Zentralbank sowie die Zusammenhänge zwischen Autonomie, Transparenz und Rechenschaftspflicht.

Der zunehmend globale Charakter der Kooperationsbemühungen der Bank schlug sich in einer wachsenden Zahl von Sitzungen nieder, an denen hauptsächlich hochrangige Mitarbeiter von Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften teilnahmen. Im Berichtszeitraum wurden zwei regionale Arbeitssitzungen vor Ort organisiert, um Fragen der geldpolitischen Strategie zu erörtern. Eine davon wurde gemeinsam mit dem Banco Central de la República Argentina veranstaltet und befaßte sich vor allem mit den Herausforderungen für die Geldpolitik in Lateinamerika. Ein regionales Treffen in Asien wurde gemeinsam mit der Bank of Korea organisiert. Darüber hinaus trafen sich die stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in Basel für eine vertiefte Diskussion über Schuldenpolitik und Liquiditätssteuerung. Eine wichtige neue Initiative war schließlich die Organisation einer Sitzung für die stellvertretenden Gouverneure afrikanischer Zentralbanken. Anlässlich der Eröffnungssitzung wurde die Entwicklung des Finanzsektors in Afrika behandelt.

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

Drei von den G10-Zentralbanken geschaffene und von der BIZ unterstützte Ausschüsse haben in den letzten 25 Jahren einen bedeutenden Beitrag zur Förderung der Finanzstabilität geleistet. Sie beleuchteten drei verschiedene Aspekte,

nämlich die Solidität der Finanzinstitute (Basler Ausschuß für Bankenaufsicht), leistungsfähige Märkte (Ausschuß für das weltweite Finanzsystem) und ein zentrales Element der Infrastruktur des Finanzsystems (Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme).

Angesichts ihrer unterschiedlichen Perspektiven haben die Ausschüsse in den letzten Jahren auf dem Gebiet der Finanzstabilität verschiedentlich zusammengearbeitet, zuletzt mit Blick auf das Forum für Finanzstabilität, in dem alle drei Ausschüsse vertreten sind. Ebenso beteiligten sich der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, zusammen mit der BIZ selbst, am Konsultationsverfahren für die Erarbeitung des *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* des IWF, einschließlich des Begleitpapiers dieses Kodex.

#### *Basler Ausschuß für Bankenaufsicht*

Im Verlauf des vergangenen Jahres lancierte der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision) mehrere neue Initiativen, die zu zentralen Fragen der Bankenaufsicht Richtlinien geben und die Rolle beleuchten, die eine wirksame Bankenaufsicht im weltweiten Finanzsystem spielt. Die Arbeit an der Neufassung der Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988 mündete im Juni 1999 in der Veröffentlichung eines Konsultationspapiers, in dem der Vorschlag für eine neue Eigenkapitalregelung dargelegt wurde. Dies erweist sich als die bisher größte und aufwendigste Initiative des Basler Ausschusses. Die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 ist seit ihrer Einführung weltweit von über 130 Ländern übernommen worden. Die vorgeschlagene neue Eigenkapitalvereinbarung soll dazu führen, daß die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen die zugrundeliegenden Risiken besser widerspiegeln, und sie soll den Finanzinnovationen der letzten Jahre stärker Rechnung tragen. Mit der Überarbeitung sollen auch die Fortschritte, die bei der Risikobewertung und -kontrolle erzielt wurden, berücksichtigt und Anreize für weitere Verbesserungen geschaffen werden. Zwar liegt der Schwerpunkt nach wie vor auf international aktiven Banken, doch sollen sich die Grundsätze zur Anwendung auf Banken von unterschiedlicher Komplexität und unterschiedlichem Entwicklungsstand in allen Ländern eignen.

Die vorgeschlagene Eigenkapitalregelung umfaßt drei zentrale und einander ergänzende tragende Elemente: Mindestkapitalanforderungen, mit denen die Standardregelung der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 weiterentwickelt und ausgebaut werden soll, eine Überprüfung der Eigenkapitalausstattung eines Kreditinstituts und seiner internen Bewertungsverfahren durch die Aufsichtsbehörde sowie den wirksamen Einsatz der Marktdisziplin zur Stärkung der Offenlegung und zur Förderung einer sicheren und soliden Bankpraxis. Hinsichtlich des ersten Elements schlägt der Ausschuß zwei grundlegende Ansätze vor: eine verbesserte Standardmethode, die auf der bisherigen Eigenkapitalvereinbarung aufbaut, und einen auf internen Ratings beruhenden Ansatz, der sich auf die Beurteilung des Kreditrisikos durch die Banken selbst stützt. Der Ausschuß ist überzeugt, daß dies einen wichtigen Beitrag zu den Bemühungen darstellt, die Eigenkapitalunterlegung stärker auf die zugrundeliegenden Risiken abzustimmen.

Die Veröffentlichung dieser und weiterer Vorschläge im Konsultationspapier vom Juni 1999 löste in Aufsichts- und Finanzkreisen weltweit einen intensiven

Dialog aus. Die Konsultationsphase endete am 31. März 2000, und es gingen über 200 schriftliche Stellungnahmen ein. Diese Stellungnahmen werden dem Ausschuß bei seinen weiteren Überlegungen und beim Erstellen einer umfassenden Reihe von Vorschlägen von großem Nutzen sein.

Der Basler Ausschuß spielt bei der Erarbeitung weltweit akzeptierter Standards der Bankenaufsicht eine entscheidende Rolle. Zahlreiche Länder haben ihre Absicht erklärt, diese Standards – die *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* – umzusetzen. Die Standards dienen überdies dem IWF und der Weltbank als Grundlage für die Beurteilung der Wirksamkeit der Bankenaufsicht in den verschiedenen Ländern. Ein wichtiger Kanal zur Verbreitung der Standards ist die Core Principles Liaison Group des Basler Ausschusses, in der Aufsichtsorgane aus zahlreichen Ländern außerhalb der Zehnergruppe sowie der IWF und die Weltbank vertreten sind. Im Oktober 1999 veröffentlichte der Ausschuß die *Methodik der Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*. Darin werden für jeden einzelnen Grundsatz zentrale und zusätzliche Kriterien festgelegt, die als Hilfestellung bei der Überprüfung der Einhaltung der Grundsätze dienen sollen.

Weitere Grundsatz- und Konsultationspapiere, die vom Basler Ausschuß in jüngster Zeit veröffentlicht wurden, deckten ein breites Themenspektrum ab, u.a. Unternehmensführung in Banken (September 1999), Kreditrisiko (Juli 1999), Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (Januar 1999 und Januar 2000), Bilanzierung von Krediten (Juli 1999), Transparenz und Offenlegung (Juli 1999 und Januar 2000) sowie das Jahr 2000 (September 1999 und März 2000). Diese Papiere werden jeweils bei ihrer Veröffentlichung versandt, die Grundsatzpapiere werden aber außerdem in das Kompendium des Basler Ausschusses aufgenommen, das am Anfang jedes Jahres neu aufgelegt wird.

In den letzten Jahren hat der Ausschuß seine Verbindungen zu Aufsichtsbehörden in Nichtmitgliedsländern zunehmend ausgebaut, um die aufsichtsrechtlichen Standards an allen wichtigen Märkten zu stärken. Mit der Entwicklung dieser Kontakte sind die Empfehlungen des Ausschusses immer mehr zu Standards geworden, um deren Einhaltung sich die Aufsichtsbehörden sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften bemühen. Durch seine Zusammenarbeit mit Aufsichtsbehörden aus Ländern außerhalb der Zehnergruppe und die Verbreitung von aktuellen Informationen und Richtlinien zu wichtigen Fragen im Bankwesen trägt der Basler Ausschuß zur Stärkung der Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften bei. Darüber hinaus spielt er eine aktive Rolle bei der Bereitstellung technischer Hilfe und Schulung, in jüngster Zeit über das Institut für Finanzstabilität (s. unten). Er sorgt ferner für leistungsfähige Kommunikationskanäle durch die regelmäßige Aktualisierung und Verteilung der „Bank Supervisors' Contact List“ sowie durch Übernahme des Patronats und Organisation der alle zwei Jahre stattfindenden Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden (ICBS), die 1979 von ihm selbst initiiert wurde. Die 11. ICBS wird im September 2000 in Basel stattfinden; Gastgeber werden die Schweizerische Nationalbank, die Eidgenössische Bankenkommission und die BIZ sein. Die diesjährigen Themen sind i) die Überarbeitung der Eigenkapitalvereinbarung und ii) das Finanzwesen im 21. Jahrhundert. Die Zahl der Teilnehmer an dieser Konferenz hat sich seit ihren Anfängen verdoppelt; im September 2000 werden 300 Delegierte aus 120 Ländern erwartet.

## *Ausschuß für das weltweite Finanzsystem*

Der Ausschuß für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) setzte im Berichtszeitraum seine Beobachtung der internationalen Finanzmärkte und seine Analyse spezieller Fragen im Zusammenhang mit der Funktionsweise des weltweiten Finanzsystems fort. Besondere Aufmerksamkeit widmet der Ausschuß den Schwachstellen der globalen Finanzmärkte sowie der für das Finanzsystem wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften.

Zu den speziellen Themen des CGFS gehörten die Gestaltung liquider Märkte für Schuldtitel, die Marktdynamik in Krisensituationen, die Transparenz der Informationen für die Marktteilnehmer und Verbesserungen der BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft.

Im Mai 1999 veröffentlichte der Ausschuß einen Bericht über die Marktliquidität, in dem Forschungsergebnisse vorgestellt wurden und auf ausgewählte Liquiditätspolitische Konsequenzen eingegangen wurde. Im Oktober 1999 folgte ein Bericht mit speziellen Empfehlungen für die Entwicklung tiefer und liquider Märkte für Staatsanleihen. Die Empfehlungen betrafen fünf Bereiche: Strategien der Schuldenverwaltung, Besteuerung, Transparenz, Handelsvorschriften und -infrastruktur sowie die Entwicklung der Repo-, Futures- und Optionenmärkte.

Besondere Aufmerksamkeit widmete der CGFS dem Problem der Finanzmarktdynamik in Krisensituationen. In einer im Oktober 1999 veröffentlichten Untersuchung der Ereignisse an den Finanzmärkten im zweiten Halbjahr 1998 analysierte er die Ursachen des plötzlichen Anstiegs der Risiko- und Liquiditätsprämien und der Schnelligkeit, mit der sich die Märkte danach beruhigten. Im Mittelpunkt standen dabei die Mechanismen, die zum raschen Versiegen der Marktliquidität in den verschiedensten Segmenten führten und die Veränderungen der relativen Preise von Vermögenswerten verstärkten. Hierzu gehörten die unzulängliche Einschätzung der Gegenparteirisiken, die bei einigen Instituten zu einem übermäßigen Einsatz von Fremdfinanzierung führte, die verbreitete Nachahmung bestimmter Finanzierungs-, Handels- und Risikomanagement-Strategien, die Tatsache, daß potentielle Rückkopplungseffekte der Marktliquidität auf die Preisgestaltung nicht in den Risikomanagement-Systemen berücksichtigt wurden, Vergütungssysteme, die eine kurzfristige Perspektive bei der Entscheidungsfindung honorieren, sowie das Fehlen von Marktinformationen über aggregierte Positionen.

Der CGFS setzte ferner eine Arbeitsgruppe ein, die die derzeitige Verwendung von Streßtests in großen Finanzinstituten untersuchen und prüfen sollte, ob eine Zusammenfassung der Ergebnisse der Streßtests von Finanzinstituten nützliche Informationen für Aufsichtsinstanzen und Marktteilnehmer liefern könnte. In ihrem Bericht faßte die Arbeitsgruppe die derzeitige Praxis bei Streßtests zusammen, erörterte einige ihrer Einschränkungen und räumte praktische Schwierigkeiten bei einer Zusammenfassung der Ergebnisse ein. Im Anschluß an diese Initiative beschloß der Ausschuß, eine Erhebung über die im Risikomanagement verwendeten Szenarien durchzuführen. Weitere Beiträge befanden sich Anfang 2000 in Bearbeitung, u.a. eine Untersuchung über die möglichen Auswirkungen der zunehmenden Verwendung von Sicherheiten auf die

Dynamik der Finanzmärkte sowie eine Untersuchung über die Konsequenzen elektronischer Handelssysteme für das Funktionieren der Finanzmärkte.

Im vergangenen Jahr setzte der CGFS seine Zusammenarbeit mit dem IWF bei der Erarbeitung von Offenlegungsstandards für nationale Behörden fort. Nachdem der CGFS und der IWF 1998 gemeinsam ein Modell für die Offenlegung von Währungsreserven herausgegeben hatten, arbeiteten sie an einem ausführlicheren Dokument zusammen, das Richtlinien für die Umsetzung dieses Modells im Rahmen des Special Data Dissemination Standard des IWF enthielt. Im Laufe des Jahres erörterte der Ausschuß überdies Fragen im Zusammenhang mit der Transparenz der Informationen, die von privaten Marktteilnehmern abgegeben werden. Eine Arbeitsgruppe, in der verschiedene internationale Aufsichtsgremien vertreten sind, analysiert derzeit, wie die Offenlegung des Risikoprofils eines breiten Spektrums von Finanzinstituten verbessert werden könnte.

Darüber hinaus nahm der CGFS erneut seine traditionelle Aufgabe wahr, die BIZ-Bankenstatistik zu überwachen und mögliche Verbesserungen zu prüfen. Hier wurde eine Neugestaltung der konsolidierten Bankenstatistik vorgeschlagen, in der das Konzept des letzten Risikoträgers („ultimate risk“) größeres Gewicht erhalten soll. Ebenfalls ausgebaut werden soll die Erfassung der Derivatengagements und der Eventualverbindlichkeiten.

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

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) setzte im Berichtszeitraum seine Bemühungen um die Förderung solider Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme und damit um die Stärkung der Finanzmarktinfrastruktur und die Verringerung des Systemrisikos fort. Dabei intensivierte er seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Gremien, insbesondere der International Organization of Securities Commissions (IOSCO), und bezog eine wachsende Gruppe von Nicht-G10-Zentralbanken in seine Arbeit ein.

Im Dezember 1999 veröffentlichte die vom Ausschuß eingesetzte Task Force für Grundsätze und Praktiken in Zahlungsverkehrssystemen, die sich aus Vertretern der G10-Zentralbanken und ebenso vieler Nicht-G10-Zentralbanken sowie der EZB, des IWF und der Weltbank zusammensetzt, einen Konsultationsbericht über *Grundprinzipien für wichtige Zahlungsverkehrssysteme*. Eine endgültige Fassung des Berichts, in der Stellungnahmen interessierter Kreise berücksichtigt werden, soll im Verlauf des Jahres 2000 erstellt werden.

Ein weiteres bedeutendes Gemeinschaftswerk war die Einsetzung einer gemeinsamen Task Force des CPSS und der IOSCO Ende 1999. Diese Task Force soll Empfehlungen in bezug auf Abwicklungssysteme für Wertpapiergeschäfte erarbeiten und ermitteln, welche Mindestanforderungen solche Systeme erfüllen sollten, um das Systemrisiko auf nationaler und internationaler Ebene möglichst gering zu halten. Die Empfehlungen werden auch Fragen der grenzüberschreitenden Abwicklung Rechnung tragen, z.B. grenzüberschreitenden Verknüpfungen von Abwicklungssystemen.

Die zuvor von IOSCO und CPSS gemeinsam eingesetzte Arbeitsgruppe für die Wertpapierleihe veröffentlichte im Juli 1999 ihren Bericht *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*. Der Bericht bietet einen

Überblick über die Dynamik des Wertpapierleihemarktes und die Motive, die der Wertpapierleihe zugrunde liegen; ferner befaßt er sich mit Fragen zu Gesetzen, Aufsichtsregelungen, Besteuerung und Rechnungslegung. Er behandelt auch die mit diesen Transaktionen nach wie vor verbundenen Risiken sowie Praktiken und Verfahren, mit denen die Marktteilnehmer diese Risiken handhaben und reduzieren könnten.

Der CPSS überwacht und unterstützt weiterhin Projekte des privaten Sektors zur Verminderung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel; er hält außerdem weltweit die Zentralbanken dazu an, Strategien zur Bekämpfung dieses Risikos einzuführen. Um ihnen bei der Erarbeitung und Umsetzung solcher Strategien zu helfen, wurden einschlägige Materialien zusammengestellt, die bisher bereits an die Währungsbehörden von über 50 Ländern versandt wurden. Darüber hinaus arbeitet der CPSS eng mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht zusammen, um für die Aufsichtsbehörden Richtlinien zum Erfüllungsrisiko im Devisenhandel zu entwickeln.

Damit die Herausforderungen der jüngsten und noch zu erwartenden Innovationen im Massenzahlungsverkehr angemessen beurteilt werden können, untersucht die vom Ausschuß eingesetzte Arbeitsgruppe für den Massenzahlungsverkehr derzeit Massenzahlungsinstrumente und -systeme sowie damit verbundene Grundsatzfragen. In einem Bericht, der im September 1999 veröffentlicht wurde, identifizierte und analysierte die Arbeitsgruppe jüngste und zu erwartende Trends bei der Verwendung von Massenzahlungsinstrumenten. In einem zweiten Bericht, dessen Veröffentlichung für Mitte 2000 vorgesehen ist, sollen Clearing- und Abwicklungssysteme des Massenzahlungsverkehrs analysiert werden. Beim elektronischen Geld verfolgt der CPSS durch sein Sekretariat in der BIZ weiterhin die weltweite Entwicklung bei karten- und netzwerkgestützten Produkten.

Der CPSS hat seine Zusammenarbeit mit Zentralbanken aus Ländern außerhalb der Zehnergruppe weiter ausgebaut, insbesondere mit denjenigen aufstrebender Volkswirtschaften. Mit Unterstützung des Ausschußsekretariats in der BIZ arbeiten einzelne Zentralbanken oder regionale Gruppierungen von Zentralbanken an Veröffentlichungen über die Zahlungsverkehrssysteme in ihrem Land bzw. ihrer Region. Der Ausschuß unterstützt weiterhin Workshops und Seminare über den Zahlungsverkehr, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert werden. Nach seiner ersten nicht in Basel stattfindenden Sitzung im Mai 1999 organisierte der Ausschuß in Hongkong einen Workshop für Zentralbanken und Währungsbehörden des asiatisch-pazifischen Raums, an dem über 25 Institutionen teilnahmen. Der daraus hervorgegangene Bericht wurde im Dezember 1999 veröffentlicht.

Im Rahmen seiner Zusammenarbeit mit anderen Institutionen leistete der CPSS über sein Sekretariat ferner aktive Unterstützung und Hilfestellung für die Initiative der Weltbank zu den Clearing- und Abwicklungssystemen für Zahlungsverkehrs- und Wertpapiertransaktionen in der westlichen Hemisphäre. Darüber hinaus arbeitete der CPSS mit dem Ausschuß der EDV-Fachleute hinsichtlich des Betriebsrisikos und der elektronischen Authentifizierung zusammen und nahm an der Arbeit der G10-Arbeitsgruppe über die Konsolidierung des Finanzsektors teil.

## *Repräsentanz für Asien und den Pazifik*

Seit ihrer Eröffnung im Juli 1998 trägt die in der Sonderverwaltungsregion Hongkong errichtete Repräsentanz für Asien und den Pazifik zur Verbesserung des Informationsaustauschs und der Zusammenarbeit unter Zentralbanken der Region sowie zwischen diesen und den Zentralbanken in der übrigen Welt bei. Unter anderem ist sie i) Gastgeber für Treffen der Vertreter von Zentralbanken innerhalb und außerhalb der Region, trägt ii) zu den Forschungsarbeiten und den Analysen der Bank über Finanz- und Wirtschaftsentwicklungen im asiatisch-pazifischen Raum bei und fördert iii) die Geschäftsbeziehungen der BIZ mit regionalen Zentralbankkunden.

Im Berichtszeitraum leistete die Repräsentanz aktive Unterstützung für mehr als ein Dutzend Treffen in der Region. Unter anderem wurde bei einem Treffen von Zentralbankvertretern im Juni 1999 das Risikomanagement bei der Anlage von Währungsreserven diskutiert. Im Januar 2000 hatten Zentralbankpräsidenten bei einer speziellen Sitzung in Singapur Gelegenheit, die weltweite Finanzlage sowie die Verwaltung der Staatsschulden und die Liquiditätssteuerung zu erörtern. Im März fand bei einer Sitzung interner Revisoren ein Erfahrungsaustausch über die jüngsten Veränderungen und laufenden Entwicklungen in diesem Fachgebiet statt.

Die Repräsentanz organisierte ferner eine Reihe von Sitzungen in der Region, mit denen die Arbeit der in Basel ansässigen Ausschüsse unterstützt wurde, und sie arbeitete eng mit regionalen Gruppierungen von Zentralbanken zusammen. Im Mai 1999 war sie Mitorganisator eines Treffens des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) und eines regionalen Workshops (s. oben). Im September 1999 war sie Gastgeber eines regionalen Treffens des Gemeinsamen Jahr-2000-Rates, bei dem die Vorbereitungen für den Datumswechsel überprüft wurden. Ferner war sie an der Organisation eines Seminars von Finanzmarktbehörden über das Kreditrisiko beteiligt. Eine Reihe von Unterausschüssen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht trat im vergangenen Jahr ebenfalls in Hongkong zusammen. Im November 1999 traf sich eine vom Forum für Finanzstabilität eingesetzte Task Force für die Umsetzung von Standards unter der Ägide der Repräsentanz. Im März 2000 nahm die Repräsentanz an einem EMEAP-Forum (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks) über Entwicklungen am Devisenmarkt und an mit ihm verbundenen Märkten teil, für das sie auch analytische Unterstützung leistete. Die Volkswirte der Repräsentanz verfaßten nicht nur Hintergrundpapiere für solche Treffen, sondern forschten auch über Themen, die für die Zentralbanken dieser Region und anderer Regionen von Interesse sind. Die Repräsentanz wirkte ferner an der Studie des Forums für Finanzstabilität über den Einfluß von Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation auf die Marktdynamik mit.

Im Bereich der Bankgeschäfte hat die BIZ beschlossen, in der Repräsentanz einen Handelsraum einzurichten, um die Zentralbanken der Region besser bedienen zu können. Der Handel in der Repräsentanz Hongkong soll gegen Ende 2000 aufgenommen werden.

## *Institut für Finanzstabilität*

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) ist eine Gemeinschaftsgründung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht mit dem Mandat, zur Verbesserung der Finanzsysteme weltweit beizutragen, und zwar zunächst durch eine Stärkung der vorbeugenden Aufsicht. Seit Beginn seines Programms Mitte 1999 hat sich das FSI auf das Bankwesen konzentriert, da das Bankgeschäft in vielen Teilen der Welt die wichtigste Form der Finanzintermediation ist. Schrittweise sollen auch die Wertpapier- und die Versicherungsaufsicht einbezogen werden.

In seinem ersten Jahr bot das FSI hochrangigen Vertretern von Aufsichtsbehörden Schwerpunktseminare über Risikomanagement, Informationstechnologie, Betriebsrisiko, Betrug, konsolidierte Aufsicht und Unternehmensführung an; außerdem organisierte es Spezialseminare über die angemessene Eigenkapitalausstattung und die Einlagensicherung. Ferner hielt das Institut eine Reihe regionaler Seminare und Workshops zu allgemeinen Aufsichtsproblemen und deren Lösung ab. Das Programm stützt sich auf die Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht und die dazugehörige Methodik, wobei den zugrundeliegenden Konzepten und Umsetzungsverfahren besonderes Gewicht zukommt. Um die Bemühungen für eine bessere Aufsicht des Finanzsektors zu unterstützen, lieferte das FSI darüber hinaus hochrangigen Aufsichtsvertretern wichtige Informationen aus amtlichen Quellen und Marktquellen über die jüngsten Entwicklungen im Aufsichtsbereich und über zentrale Fragen der Bankenaufsicht.

Das Programm wurde auf die Bedürfnisse der Bankenaufsichtsbehörden abgestimmt, wie sie in einer Erhebung, die das Institut im Frühjahr 1999 durchgeführt hatte, von 120 Ländern geäußert worden waren. Seither hat das FSI 19 Veranstaltungen organisiert, an denen 121 Länder teilnahmen, was einer ausgewogenen Vertretung der weltweiten Regionen entsprach. Mehrere dieser Veranstaltungen wurden gemeinsam mit regionalen Gruppierungen von Aufsichtsbehörden organisiert. Das FSI stellte ferner seine Tätigkeit bei Konferenzen der regionalen Entwicklungsbanken sowie den Jahresversammlungen regionaler Aufsichtsgruppierungen vor, um einschlägige Fragenkomplexe möglichst weit bekanntzumachen und in ständigem Kontakt mit seinem weltweiten Publikum zu bleiben.

Das FSI koordiniert seine Tätigkeit mit anderen Organisationen, die Programme zur Unterstützung von Aufsichtsorganen des Finanzsektors anbieten, und arbeitet mit ihnen zusammen. Eine enge Kooperation wird mit dem Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision gepflegt. Gemeinsame Seminare mit diesem Zentrum sowie mit der IOSCO und der International Association of Insurance Supervisors (IAIS) sind geplant.

Mit dem Programm des Instituts sollen vielfältige Seminare und Methoden angeboten werden, um zu ermitteln, was für die Zielländer am wichtigsten ist. Die Artikel-IV-Konsultationen des IWF sowie die Workshops des FSI über die erzielten Fortschritte geben deutliche Hinweise darauf, daß zahlreiche aufsichtsrechtliche Fragen noch ausführlicher behandelt werden müssen. Es sind schon große Fortschritte erzielt worden, aber es bleibt noch vieles zu tun, um der Herausforderung, in vielen Ländern wirksame Aufsichtssysteme zu schaffen, gerecht zu werden.



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

### *Zehnergruppe*

Durch ihr Mitwirken als Beobachter und durch die Bereitstellung von Sekretariatsleistungen war die BIZ seit jeher an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, ihrer Stellvertreter und der unter ihrer Schirmherrschaft geschaffenen Arbeitsgruppen beteiligt. Im Berichtszeitraum lag der Schwerpunkt der Arbeit der Zehnergruppe auf Verbesserungen der Funktionsweise der Märkte für Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften und auf dem Beitrag, den Änderungen der Anleihebegebungspraxis leisten könnten. Um ein besseres Verstehen der Auswirkungen von Sammelklageklauseln bei der Ausgabe von Staatsanleihen zu fördern, nahm die Zehnergruppe Gespräche mit dem privaten Sektor auf, und die G10-Länder prüften auch die Möglichkeit, solche Klauseln bei ihren eigenen Anleiheemissionen zu verwenden.

Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen im Finanzsektor zahlreicher Industrieländer war in den letzten Jahren die Beschleunigung des Konsolidierungsprozesses. Im Berichtszeitraum setzte die G10 eine Arbeitsgruppe ein, die die Kräfte, die hinter diesem Wandel stehen, analysieren und ihre weiteren Auswirkungen beurteilen soll. Die Arbeitsgruppe wird sechs Fragenkomplexe untersuchen: Muster der Konsolidierung im Finanzsektor, Gründe der Konsolidierung, Auswirkungen der Konsolidierung auf die Finanzrisiken, Durchführung der Geldpolitik, Wettbewerb und Kreditgeschäft sowie Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme. Die Arbeitsgruppe soll den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten bis Ende 2000 Bericht erstatten.

### *Forum für Finanzstabilität*

Das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) wurde von den Ministern und Zentralbankpräsidenten der Siebenergruppe im Februar 1999 geschaffen, um durch einen verbesserten Informationsaustausch und eine bessere Zusammenarbeit bei der Aufsicht und Überwachung im Finanzsektor die internationale Finanzstabilität zu fördern. Es besteht aus nationalen Behörden, die an bedeutenden internationalen Finanzplätzen für die Stabilität des Finanzsystems verantwortlich sind, internationalen Finanzorganisationen, internationalen Aufsichts- und Regulierungsinstanzen sowie Expertengruppen von Zentralbanken. Vorsitzender in persönlicher Eigenschaft ist Andrew Crockett, Generaldirektor der BIZ. Ausführliche Informationen über das Forum, einschließlich der von ihm gebilligten Berichte, sind auf seiner Website ([www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)) verfügbar. Die FSF-Website enthält überdies ein Verzeichnis der weltweiten Schulungsangebote im Bereich der Aufsicht im Finanzsektor; es handelt sich dabei um ein gemeinsames Projekt des IVF, der Weltbank und der BIZ.

Anlässlich seiner Sitzung vom 25./26. März 2000 in Singapur billigte das Forum die Empfehlungen von drei Arbeitsgruppen, die es im April 1999 eingesetzt hatte und die sich mit Bedenken hinsichtlich Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation („highly leveraged institutions“, HLI), Kapitalströmen sowie Offshore-Finanzplätzen befassen sollten.

Die Arbeitsgruppe für HLI empfahl ein Paket von Maßnahmen in bezug auf das Systemrisiko und die Marktdynamik im Zusammenhang mit der Tätigkeit von HLI (insbesondere Hedge Funds). Zu den wichtigsten Maßnahmen gehören eine Verbesserung der Risikomanagement-Praxis von HLI und ihren Geschäftspartnern, eine strengere Überwachung der Kreditgeber von HLI sowie eine vermehrte Offenlegung durch HLI und andere Parteien. Die Gruppe erwog ferner eine direkte Regulierung von HLI, die derzeit keiner Aufsicht unterstehen, sah aber vorläufig von einer Empfehlung ab. Das Forum betonte, daß die direkte Regulierung nochmals in Betracht gezogen würde, falls sich bei einer Nachprüfung – die spätestens 2001 durchgeführt werden soll – ergäbe, daß die Umsetzung der Empfehlungen des Berichts den angesprochenen Bedenken nicht angemessen Rechnung trägt.

Die Arbeitsgruppe für Kapitalströme empfahl, daß die nationalen Behörden ein Risikomanagement-Rahmenkonzept für die Überwachung und Einschätzung der Risiken schaffen sollten, die umfangreiche und unbeständige Kapitalströme für ihre Wirtschaft darstellen. IWF und Weltbank arbeiten mit Unterstützung des Forums an Richtlinien für sachgerechte Methoden bei der Verwaltung staatlicher Schulden und der Steuerung der Liquidität. In ihrem Bericht zeigte die Gruppe wichtige Wege auf, wie nationale Behörden und internationale Gremien die Verbesserung der Risikomanagement-Verfahren in anderen Wirtschaftsbereichen unterstützen können, z.B. durch Schließen von Lücken in vorhandenen Statistiken, Förderung einer größeren Transparenz sowie Aufhebung von Gesetzen und Vorschriften, die unbeabsichtigt Anreize für ein riskantes Verhalten liefern.

Die Arbeitsgruppe für Offshore-Finanzplätze kam zu dem Schluß, daß eine bessere Umsetzung internationaler Standards durch die Offshore-Finanzplätze, insbesondere bei Aufsicht, Offenlegung und Informationsaustausch, die Bedenken hinsichtlich einiger dieser Finanzplätze vermindern würde. In ihren Empfehlungen beschreibt die Gruppe ein Verfahren zur Beurteilung der Einhaltung internationaler Aufsichtsstandards durch Offshore-Finanzplätze, legt Standards fest, die vorrangig umgesetzt und beurteilt werden sollten, und schlägt eine Reihe von Anreizen für eine striktere Einhaltung internationaler Aufsichtsstandards durch diese Finanzplätze vor. Das Forum betonte die Dringlichkeit der Umsetzung dieser Empfehlungen. Auf der Grundlage einer von ihr durchgeführten Erhebung über Onshore- und Offshore-Aufsichtsbehörden ordnete die Arbeitsgruppe außerdem die Offshore-Finanzplätze in Gruppen ein, um bei dem von ihr empfohlenen Beurteilungsverfahren das Setzen von Prioritäten zu erleichtern.

Gestützt auf den Bericht einer im September letzten Jahres geschaffenen Task Force diskutierte das Forum, wie die Umsetzung internationaler Standards für die Stärkung der Finanzsysteme gefördert werden könnte. Es billigte 12 zentrale internationale Standards, die für ein solides Finanzsystem von besonderer Bedeutung sind und die von den einzelnen Ländern, entsprechend den jeweiligen Umständen, nach Möglichkeit vorrangig umgesetzt werden sollten. Diese zentralen Standards werden im *Compendium of Standards* des Forums besonders hervorgehoben; dieses Kompendium, das international anerkannte Standards für solide Finanzsysteme zusammenfaßt, ist auf der Website des Forums verfügbar.

Das Forum setzte ferner eine Arbeitsgruppe ein, die den Auftrag erhielt, internationale Richtlinien für Einlagensicherungssysteme zu erarbeiten, und untersuchte die Entwicklungen im Versicherungsgewerbe. Seine Debatten gaben der Arbeit anderer Gremien neue Impulse, u.a. einer Untersuchung des Gemeinsamen Forums des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, der IOSCO und der IAIS über die Frage, inwieweit die Eigenkapitalrichtlinien im Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor übereinstimmen.

### *International Association of Insurance Supervisors*

Seit seiner Schaffung im Januar 1998 ist das Sekretariat der IAIS (Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden) bei der BIZ angesiedelt. Ähnlich wie der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, aber im Bereich der Versicherungsaufsicht tätig, will die IAIS durch eine Verbesserung der Aufsicht über das Versicherungswesen zur weltweiten Finanzstabilität beitragen. Hierzu zählen die Erarbeitung zweckmäßiger Standards für die Versicherungsaufsicht, Vorkehrungen für einen gegenseitigen Beistand und der Erfahrungsaustausch unter den Mitgliedern.

Bisher hat die IAIS mehrere Papiere über Grundsätze, Standards und Richtlinien für die internationale Versicherungsaufsicht herausgegeben, u.a. Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht, ein „Konkordat“ für den Versicherungssektor, Grundsätze für die Durchführung des Versicherungsgeschäfts, Richtlinien zur Versicherungsaufsicht in aufstrebenden Volkswirtschaften, ein Muster für eine Vereinbarung (Memorandum of Understanding) sowie Aufsichtsstandards über Zulassung, Prüfungen vor Ort, Derivate und Portfoliomanagement. Zusammen mit anderen internationalen Aufsichtsgremien (im Gemeinsamen Forum) hat die IAIS ferner Grundsätze für die Aufsicht über Finanzkonglomerate entwickelt. Darüber hinaus wirkt die IAIS aktiv im Forum für Finanzstabilität mit.

Derzeit arbeitet die IAIS an der Formulierung von Standards in den Bereichen Solvenzanforderungen (angemessene Eigenkapitalausstattung), Rechnungslegung im Versicherungswesen, Rückversicherung, Marktrisiko, elektronischer Handel, Transparenz, Koordinierung der Aufsicht über internationale Versicherungskonzerne sowie Verhütung der Finanzkriminalität und des Mißbrauchs bzw. der Umgehung von Aufsichtsregeln.

Die IAIS organisierte mehrere Schulungsprogramme und stellte Schulungsmaterial für Versicherungsaufsichtsbehörden bereit, um ihre Mitglieder bei der Einhaltung der IAIS-Aufsichtsstandards zu unterstützen. 1999 organisierte sie regionale Schulungsseminare für Mitarbeiter der Versicherungsaufsicht in Asien (Singapur, Februar), in Lateinamerika (Argentinien, April), in Mittel- und Osteuropa (Polen, Mai), in Afrika (Südafrika, Juli) sowie in allen aufstrebenden Volkswirtschaften (Tokio, September) und an Offshore-Finanzplätzen (Aruba, November).

### *Gemeinsamer Jahr-2000-Rat*

Der Gemeinsame Jahr-2000-Rat, den der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS), die IOSCO und die IAIS im April 1998 errichtet hatten, war auch im vergangenen Jahr tätig, um eine angemessene Koordinierung der Bemühungen um die Behebung des Jahr-2000-Problems unter Aufsichtsgremien sowie zwischen

Finanzmarktorganisationen des öffentlichen und des privaten Sektors sicherzustellen. Anfang 1999 waren bei der Vorbereitung der weltweiten Finanzmarktinfrastruktur auf den Jahr-2000-Datumswechsel deutliche Fortschritte festzustellen. Dennoch galten die Risiken für die Marktstabilität nach wie vor als erheblich, z.B. die Unklarheit über den Stand der Vorbereitungen einzelner Institute oder Märkte, Störungen der wichtigsten Versorgungseinrichtungen wie Elektrizität, Telekommunikation und Wasser sowie eine potentielle Überreaktion der breiten Öffentlichkeit. Die Aufmerksamkeit des Rates verlagerte sich daher nach und nach auf risikomindernde Maßnahmen, Strategien für die Öffentlichkeitsarbeit und Krisenmanagementverfahren.

Der Rat intensivierte seine Kommunikation mit Aufsichtsbehörden weltweit über verschiedene Grundsatzpapiere, Bulletins, Beratungskontrakte und Treffen. Eine zweite großangelegte Diskussion am runden Tisch bot im Juli 1999 wichtigen politischen Entscheidungsträgern und Führungskräften des privaten Sektors eine einmalige Gelegenheit, Strategien zur Minimierung der Unsicherheit und der Marktstörungen beim Übergang ins Jahr 2000 zu erörtern.

Um die Marktbehörden bei der Vorbereitung des Übergangs und beim Verständnis der Erwartungen und der Strategie des privaten Sektors zu unterstützen, erarbeitete der Rat eine Beobachtungsstrategie, die seinen Trägerorganisationen und den Zentralbanken an wichtigen Finanzplätzen bei der Erkennung kritischer Fragen und neu auftretender Entwicklungen behilflich sein sollte.

In der Erkenntnis, daß ein leistungsfähiges grenzüberschreitendes Kommunikationssystem der Finanzmarktbehörden für einen reibungslosen Übergang der Finanzmärkte ins Jahr 2000 wesentlich sein würde, errichtete der Rat im zweiten Halbjahr 1999 eine entsprechende Informationsaustauschplattform (Market Authorities Communication Services, MACS). Zu den von MACS angebotenen Dienstleistungen gehörte das Führen aktueller Kontaktlisten von Aufsichtsbehörden an den wichtigsten Märkten, das Sammeln und Weitergeben von Informationen über den Betriebsstand der wichtigsten Komponenten dieser Märkte sowie die Unterstützung beim Organisieren von Telefonkonferenzen. Vom Sekretariat des Rates bei der BIZ betrieben und mit einer speziellen Website sowie Telekonferenzeinrichtungen ausgestattet, erleichterte MACS während der kritischen Übergangsphase die Kommunikation unter Finanzmarktbehörden weltweit. Insgesamt trug die Tätigkeit des Rates wirksam dazu bei, die Finanzmarktbehörden auf den Datumswechsel vorzubereiten und sie während des Übergangs zu unterstützen.

### 3. Weitere Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken

#### *Zusammenarbeit mit regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken*

In der Arbeit der BIZ und der bei ihr angesiedelten Ausschüsse schlugen sich sowohl die immer raschere Globalisierung als auch die Tendenz zu verstärkter regionaler Zusammenarbeit unter Zentralbanken in verschiedenen Teilen der Welt nieder. Um einen vermehrten Austausch unter Zentralbanken, die sich ähnlichen wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Herausforderungen

gegenübersehen, zu fördern, verstärkten die BIZ und die in Basel ansässigen Ausschüsse im Berichtszeitraum ihre Kontakte mit verschiedenen regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken. Zu nennen sind insbesondere AMF (Arab Monetary Fund), CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latino-americanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), GCC (Gulf Cooperation Council), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), SADC (Southern African Development Community) und SEACEN (South-East Asian Central Banks).

Wie schon in früheren Jahren wurden Vertreter der BIZ eingeladen, vor regionalen Treffen von Zentralbankpräsidenten zu sprechen sowie an regionalen Workshops und Seminaren von Zentralbanken zu bestimmten Themen im Bereich Währungs- und Finanzstabilität teilzunehmen. Die verschiedenen regionalen Gruppierungen halfen überdies der BIZ und den Ausschüssen, den Zentralbanken ihrer jeweiligen Region Standards und empfehlenswerte Praktiken nahezubringen, indem sie eine wachsende Zahl gemeinsamer Sitzungen mit den in Basel ansässigen Gremien durchführten. Wie schon weiter oben erwähnt, wurden außerdem unter dem Patronat der BIZ mehrere Treffen in den einzelnen Regionen organisiert, bei denen hochrangige Mitglieder der verschiedenen Basler Ausschüsse mit den entsprechenden Vertretern aus unterschiedlichen Teilen der Welt zusammenkamen.

Im Hinblick auf den Schulungsbedarf der Zentralbanken aus Volkswirtschaften im Übergang beteiligte sich die BIZ weiterhin aktiv an der Arbeit des Joint Vienna Institute (dessen Trägerorganisationen BIZ, EBRD, Weltbank, IWF, OECD und WTO sind). In enger Zusammenarbeit mit dem FSI und verschiedenen in Basel ansässigen Ausschüssen organisierte die BIZ ferner mehrere Seminare für Zentralbanken und andere Finanzmarktbehörden.

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

Im vergangenen Jahr erhöhte sich die Zahl der Teilnehmer an der BIZ-Datenbank, die von der Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken betreut wird, auf 23 Institutionen, darunter die Zentralbanken der Zehnergruppe und der EU, einschließlich der EZB, sowie Australiens, Neuseelands und Norwegens. Neben den laufenden Bemühungen, die Zahl der Wirtschafts- und Finanzstatistiken zu erhöhen, die der Datenbank gemeldet und von ihr betreut werden, galt die Aufmerksamkeit der Expertengruppe im vergangenen Jahr hauptsächlich den Herausforderungen und Chancen im Zusammenhang mit dem Jahr 2000. Darüber hinaus wurde mit der Hilfe eines Lenkungsausschusses von Spezialisten für das Zentralbankgeschäft sowie IT-Fachleuten eine modernere und sehr sichere webgestützte Technologie für den elektronischen Datenaustausch mit der BIZ eingeführt (Central Bank Information Services, CBIS). Gemeinsam mit Zentralbanken und anderen internationalen Organisationen wurde schließlich ein neues internationales Nachrichtenformat für den Austausch statistischer Daten unter Zentralbanken eingeführt (GESMES/CB). Diese verschiedenen Innovationen ermöglichen es den Zentralbanken, für den Datenaustausch mit der BIZ auf eine Großrechnerverbindung zu verzichten, bessere Kommunikationskanäle für die Übermittlung großer Datenmengen nach Basel zu schaffen und einen interaktiven Web-Zugang

zur BIZ-Datenbank aufzubauen. Darüber hinaus dürfte dadurch auch den Zentralbanken von wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften die Teilnahme an der Datenbank ermöglicht werden.

### *Ausschuß der EDV-Fachleute*

Die Diskussionen des Ausschusses der EDV-Fachleute bezogen sich vor allem auf die Vorbereitungsarbeiten der IT-Abteilungen der Zentralbanken für den Jahr-2000-Datumswechsel, und zwar sowohl hinsichtlich technischer Probleme als auch hinsichtlich organisatorischer Fragen einer wirksamen System- und Notfallunterstützung. Der Übergang verlief erfolgreich, und einige Erfahrungen, beispielsweise im Bereich der Notfallplanung, dürften sich für die Zukunft als besonders wertvoll erweisen.

Im Berichtszeitraum arbeiteten der Ausschuß und seine Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen intensiv an sachgerechten Methoden für die Zentralbanken und prüften Maßnahmen gegen die immer wieder auftretende Bedrohung durch Computerviren. Ferner untersuchte der Ausschuß geeignete Maßnahmen zur Bekämpfung der Risiken im Zusammenhang mit schädlichem mobilem Code und potentiellen Sicherheitsschwachstellen in weitverbreiteten Softwarekomponenten. Besondere Aufmerksamkeit wurde der Bedeutung leistungsfähiger elektronischer Kommunikationssysteme gewidmet und in diesem Zusammenhang auch dem Bedarf der Zentralbanken an einem Informationsaustausch über Extranet-Systeme. Von speziellem Interesse in diesem Bereich waren die Erfahrungen der Zentralbanken mit dem zunehmenden Einsatz von Internettechnologien, deren Integration in ältere EDV-Umgebungen und der Sicherung öffentlicher Netzwerke durch die Schaffung virtueller privater Netzwerke, die auf einer Public-Key-Infrastrukturtechnologie beruhen.

## 4. Die Bank als Agent und Treuhänder

### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Die Bank nahm im Berichtszeitraum weiterhin ihre Funktion als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe wahr (Einzelheiten zu den diesbezüglichen Aufgaben der Bank finden sich im 63. Jahresbericht vom Juni 1993). Im Zusammenhang mit diesen Fundierungsschuldverschreibungen teilte die Deutsche Bundesbank als Zahlungsentwickler der Bank mit, daß sie 1999 rund DM 7,2 Mio. an Tilgungszahlungen und DM 7,1 Mio. an Zinsen ausbezahlt hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden von der Bundesschuldenverwaltung im Bundesanzeiger veröffentlicht.

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

## *Pfandhalter*

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

## 5. Finanzhilfe für Zentralbanken

Im Rahmen eines internationalen Finanzhilfeprogramms, das gegen Ende 1998 für Brasilien zusammengestellt wurde, koordinierte die BIZ eine Kreditfazilität von bis zu \$ 13,28 Mrd. zugunsten des Banco Central do Brasil. Der überwiegende Teil der Mittel, die die BIZ unter dieser Fazilität bereitstellte, wurde von 19 Mitgliedszentralbanken gedeckt oder garantiert. Eine parallele Fazilität von bis zu \$ 1,25 Mrd. wurde darüber hinaus von den japanischen Währungsbehörden gewährt. Die Inanspruchnahme beider Fazilitäten erfolgte im Zusammenhang mit brasilianischen Käufen im Rahmen einer IWF-Fazilität zur Stärkung von Währungsreserven.

Die BIZ-Fazilität wurde erstmals am 18. Dezember 1998 in Höhe von \$ 4,15 Mrd. in Anspruch genommen. Diese Inanspruchnahme wurde am 18. Juni 1999 teilweise, in Höhe von \$ 2,9 Mrd., verlängert und am 20. Dezember 1999 vollständig zurückgezahlt. Ein zweites Mal wurde die Fazilität am 9. April 1999 im Betrag von \$ 4,5 Mrd. in Anspruch genommen, am 12. Oktober 1999 wurde ein Teilbetrag von \$ 3,15 Mrd. verlängert, und am 12. April 2000 erfolgte eine vollständige Tilgung. Jedesmal wurde auch die japanische Fazilität in einem entsprechenden Verhältnis beansprucht. Beide Fazilitäten sind jetzt geschlossen.

Im Rahmen ihrer normalen Geschäftstätigkeit gewährte die BIZ im Verlauf des Jahres verschiedenen Zentralbanken kurzfristige Kredite, die teils besichert, teils unbesichert waren.

## 6. Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 2000 betrug die Bilanzsumme GFr. 74 836 Mio., was einen Rekordbetrag für das Ende eines Geschäftsjahres darstellt und gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 66 237 Mio. einem Anstieg um 13% entspricht. Der geringe Kursanstieg des US-Dollars über das ganze Geschäftsjahr betrachtet wirkte sich leicht negativ auf die Bilanzsumme aus (rund GFr. 180 Mio.).

Teilweise wegen Bedenken der Kunden über die Liquidität der Finanzmärkte vor dem Jahr-2000-Datumswechsel weitete sich die Bilanz der BIZ im vergangenen Herbst stetig aus, und die Bilanzsumme erreichte am 31. Dezember 1999 einen Höchststand von GFr. 87 049 Mio. (womit sie etwas hinter dem absoluten Höchststand von GFr. 89 466 Mio. vom Dezember 1998 zurückblieb). Als die Bedenken wegen der Liquidität abnahmen, kehrte sich dieser Trend im ersten Quartal 2000 weitgehend wieder um.

## *Passiva*

Im vergangenen Geschäftsjahr ergriff die BIZ Maßnahmen, um die Qualität der Finanzdienstleistungen, die sie ausschließlich Zentralbanken und internationalen Organisationen anbietet, weiter zu verbessern. In einigen Bereichen wurde die Preisgestaltung erheblich wettbewerbsorientierter, und den Kunden wurde eine neue Kollektivanlagemöglichkeit zur Verfügung gestellt. Die Zeichnungen des mittelfristigen Anlageinstruments (Medium-Term Instrument, MTI) in US-Dollar nahmen erneut zu, was die BIZ veranlaßte, MTI auch in Pfund Sterling und Euro aufzulegen.

Am 31. März 2000 betragen die Gold- und Währungseinlagen (ohne Pensionsgeschäfte) insgesamt GFr. 68 724 Mio. (Vorjahr: GFr. 60 898 Mio.). Die Goldeinlagen gingen um GFr. 373 Mio. auf insgesamt GFr. 2 820 Mio. zurück und machten 4,1% der gesamten Fremdmittel aus (Vorjahr: 5,2%). Die Währungseinlagen dagegen erhöhten sich während des Geschäftsjahres um beträchtliche GFr. 8 198 Mio. Die Höhe der Währungseinlagen kann im Jahresverlauf stark schwanken, was zum einen auf die Rolle der Bank als sicherer Hafen bei unsicheren Marktverhältnissen zurückzuführen ist und zum anderen darauf, daß die Zentralbanken die Bankdienstleistungen der BIZ aktiv für die Verwaltung ihrer liquiden Mittel nutzen. Dennoch war der Tagesdurchschnitt der Währungseinlagen um 3,3% höher als im vorherigen Geschäftsjahr; diese Entwicklung wurde durch das allgemeine Wachstum der Devisenreserven weltweit sowie durch eine intensivere Vermarktung einer breiteren Palette von Finanzprodukten der BIZ begünstigt.

Die US-Dollar-Einlagen erhöhten sich gegenüber dem Ende des Geschäftsjahres 1998/99 um GFr. 5 Mrd. (13,1%), was dem größten Teil des Anstiegs der Währungseinlagen um GFr. 8,2 Mrd. entsprach. Der Anteil des US-Dollars an den Fremdmitteln in Währungen betrug 65,3% am 31. März 2000, kaum verändert gegenüber dem Vorjahresanteil von 65,9%. Der Anteil des Euro verringerte sich in derselben Zeit geringfügig von 20,2% auf 19,4% der Fremdmittel in Währungen.

Die Einlagen von Zentralbanken erhöhten sich von GFr. 54 016 Mio. auf GFr. 60 667 Mio. am 31. März 2000, was einem Anteil von 92,1% (Vorjahr: 93,6%) der gesamten Fremdmittel in Währungen entspricht. Die von anderen Einlegern (vorwiegend internationalen Organisationen) angelegten Mittel betragen GFr. 5 236 Mio. (Vorjahr: GFr. 3 690 Mio.).

## *Aktiva*

Die BIZ führt ihre Geschäfte in sehr vorsichtiger Weise, um die Sicherheit der ihr anvertrauten Einlagen zu gewährleisten; Kreditrisiko, Fristentransformation und Wechselkursrisiko werden streng überwacht. Bei der Verwaltung ihrer Aktiva achtet die Bank vorrangig auf einen hohen Grad an Liquidität, um einem unvorhergesehenen Barmittelbedarf ihrer Kunden jederzeit entsprechen zu können.

Die Anlagen in Währungen betragen am 31. März 2000 GFr. 71 127 Mio., verglichen mit GFr. 62 189 Mio. ein Jahr zuvor. Diese Aktiva sind in Form von Einlagen bei erstklassigen Finanzinstituten von internationalem Ruf sowie in kurzfristigen handelsfähigen Wertpapieren, einschließlich Schatzwechseln, angelegt.



Die Bank gewährt außerdem Zentralbanken Kredit. Ende März 2000 standen Kredite im Gesamtbetrag von GFr. 1 941 Mio. aus; davon entfiel der überwiegende Teil auf Mittel, die im Rahmen der von der BIZ koordinierten multilateralen Kreditfazilität zugunsten des Banco Central do Brasil vergeben und von den beteiligten Zentralbanken garantiert wurden (s. oben, Abschnitt 5).

Die Goldaktiva der Bank gingen im Geschäftsjahr von GFr. 3 879 Mio. auf GFr. 3 506 Mio. zurück, da die Goldeinlagen abnahmen.

Abgesehen von einem Bestand von 192 Tonnen Gold werden die eigenen Mittel der Bank hauptsächlich in liquiden Wertpapieren angelegt, die von den staatlichen Behörden der wichtigsten Industrieländer oder von erstklassigen supranationalen Institutionen begeben bzw. garantiert werden.

Die Bank verwendet ferner bestimmte Derivate, und zwar im wesentlichen, um ihre eigenen Mittel effizienter zu verwalten und Risiken bei den Fremdmitteln abzusichern (s. Anmerkung 8a zur Bilanz).

## 7. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 2000 abgelaufene 70. Geschäftsjahr schloß mit einem Reingewinn von GFr. 307 824 257 (Vorjahr: GFr. 303 618 800). Obwohl sich die Eigenmittel der Bank erhöhten, sanken die Zinserträge aus der Anlage der eigenen Mittel geringfügig, da die Zinssätze zwar stiegen, aber im Durchschnitt niedriger waren als im Vorjahr. Die Erträge aus den Geschäften mit Fremdmitteln gingen ebenfalls leicht zurück, da die Margen im Einlagengeschäft enger wurden, was die erhöhten Erträge aus der während des Jahres im Durchschnitt höheren Bilanzsumme mehr als aufzehrte. Diese Abnahmen wurden durch erhebliche Buchgewinne wettgemacht, die realisiert wurden, als eine Reihe von Zentralbanken in einem Umfeld steigender Zinssätze aktiver mit ihrem Portfolio an BIZ-Instrumenten handelten. Der Zinsanstieg führte jedoch auch zu realisierten Kapitalverlusten bei den Anlagebeständen der Bank und einem geringeren Ertrag aus dem Wertpapierhandel. Der Verwaltungsrat senkte erneut den Betrag, der vom Gewinn einbehalten und der Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle zugewiesen wird.

Der Jahresgewinn ergibt sich nach Abzug von GFr. 68 731 981 für Verwaltungskosten, was einem Anstieg von 3% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der Anstieg spiegelte vorwiegend höhere Abschreibungen wider, die auf die gestiegenen Investitionen der Bank in IT und sonstige Ausstattung, insbesondere für ihr neues Gebäude in Basel, zurückzuführen waren. Die Verwaltungskosten vor Abschreibungen erhöhten sich in Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – um 10%; dies war den zunehmenden Aktivitäten der Bank zuzuschreiben. Da der Schweizer Franken an Wert verlor, nahmen die Verwaltungskosten vor Abschreibungen in Goldfranken gerechnet um lediglich 1% zu.

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 307 824 257 wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 54 658 243 zur Zahlung einer Dividende von SFr. 340 je Aktie (die Dividende für die 12 000 neuen Aktien, die in der zweiten Hälfte des

Geschäftsjahres 1999/2000 begeben wurden, wird anteilig ab Zeichnungsdatum gezahlt);

- ii) GFr. 50 633 203 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 199 532 811, den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Der Verwaltungsrat schlägt vor, die obengenannte Dividende am 1. Juli 2000 an die Aktionäre zu zahlen, die am 20. Juni 2000 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Der Rechnungsabschluß wurde von der PricewaterhouseCoopers AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die dazugehörigen Anmerkungen für das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermitteln. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluß.

## 8. Erweiterung des Kreises der Aktionärszentralbanken

Um die Zusammenarbeit der Zentralbanken weiter zu stärken, beschloß der Verwaltungsrat am 8. November 1999, den Banco Central de la República Argentina, die Europäische Zentralbank, die Bank Indonesia, die Bank Negara Malaysia und die Bank of Thailand einzuladen, Aktionäre der Bank zu werden und je 3 000 Aktien der dritten Tranche des Kapitals der BIZ zu zeichnen. Bis zum Ende des Geschäftsjahres, als auch die Zeichnungsfrist ablief, hatten mit Ausnahme der Bank Indonesia alle die Einladung des Verwaltungsrats angenommen und waren damit Mitglieder der BIZ geworden.

Der Beschluß des Verwaltungsrats über diese sechste Emission von Aktien der dritten Tranche des Kapitals der Bank wurde gemäß den Bestimmungen der Artikel 6 und 8.3 der Statuten getroffen. Die im Verwaltungsrat vertretenen Gründerzentralbanken verzichteten auf die Ausübung ihres Rechts, mindestens 55% solcher neu hinzukommenden Aktien zu gleichen Teilen zu zeichnen (d.h. 8 250 der 15 000 zur Zeichnung aufgelegten Aktien). Es wurde beschlossen, diese 8 250 Aktien zur Verfügung neuer Aktionärszentralbanken zu halten.

In seiner Novembersitzung legte der Verwaltungsrat den Emissionspreis bis zum Ende der Zeichnungsfrist auf GFr. 5 020 je Aktie fest, was 1 475,317 Gramm Feingold entspricht. Da die Aktien der Bank zu 25% oder GFr. 625 je Aktie eingezahlt sind, enthielt der Ausgabepreis von GFr. 5 020 ein Agio von GFr. 4 395 je Aktie. Die zeichnenden Zentralbanken konnten den Ausgabepreis wahlweise in Gold begleichen oder durch Zahlung des Betrags, der am Zeichnungsdatum zum Erwerb der gleichen Menge Gold auf dem Markt erforderlich gewesen wäre, in einer von der BIZ akzeptierten konvertiblen Währung.

Infolge der Ausgabe von 12 000 neuen Aktien der dritten Tranche des Kapitals der Bank bis zum Ende des Geschäftsjahres stieg die Zahl der Aktien der Bank von 517 165 auf 529 165; der Betrag des eingezahlten Kapitals der Bank, der in der Bilanz vom 31. März 2000 ausgewiesen wird, hat sich um GFr. 7,5 Mio.

auf GFr. 330,7 Mio. erhöht. Das von den zeichnenden Zentralbanken insgesamt gezahlte Agio betrug GFr. 52,7 Mio.; davon wurden GFr. 750 000 dem Gesetzlichen Reservefonds und GFr. 51 990 000 dem Allgemeinen Reservefonds zugewiesen.

## 9. Änderung der Statuten der Bank

Angesichts jüngster Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Aktionärskreis, der Verwaltung und den Immunitäten der Bank wurde am 8. November 1999 eine außerordentliche Generalversammlung zur Änderung der Artikel 31, 55 und 56 der Statuten abgehalten. Der geänderte Artikel 31 der Statuten sieht die Herabsetzung der Mindestanzahl der Verwaltungsratssitzungen pro Jahr vor und läßt ausdrücklich eine Beschlußfassung ohne formelle Sitzung per Telekonferenz oder Korrespondenz zu. Mit der Änderung von Artikel 55 der Statuten wurde die Befreiung der Bank von der Gerichtsbarkeit und von Zwangsvollstreckungsmaßnahmen mit Blick auf die allgemeine völkerrechtliche Praxis neu definiert. Ferner wurden die Definitionen in Artikel 56 der Statuten geändert, um die Mitgliedschaft von grenzüberschreitenden Zentralbanksystemen in der BIZ zu ermöglichen.

## 10. Veränderungen im Verwaltungsrat

Für den nicht abgelaufenen Teil der Amtszeit von Philippe Wilmès, der zuvor sein Ausscheiden bekanntgegeben hatte, berief Guy Quaden, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, von April 1999 bis Februar 2000 Alfons Verplaetse als Mitglied in den Verwaltungsrat. Im Februar 2000 bestätigte er Alfons Verplaetse für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 28. Februar 2003.

Eddie George, Gouverneur der Bank of England, berief Lord Kingsdown für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 6. Mai 2002 als Mitglied in den Verwaltungsrat. Auf Vorschlag von Urban Bäckström, Vorsitzender des Verwaltungsrats, wurde Lord Kingsdown ferner als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats bis zum 6. Mai 2002 wiedergewählt.

Am 1. September 1999 löste Ernst Welteke als Präsident der Deutschen Bundesbank Hans Tietmeyer ab und wurde Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats. Als Nachfolger für Helmut Schlesinger, der Ende August 1999 aus dem Verwaltungsrat ausschied, berief Ernst Welteke für den Rest der Amtsdauer von Helmut Schlesinger, d.h. bis Ende Dezember 1999, Hans Tietmeyer. Mit Wirkung von Januar 2000 wurde Hans Tietmeyer für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 31. Dezember 2002 bestätigt.

Antonio Fazio bestätigte Vincenzo Desario als Verwaltungsratsmitglied für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 7. November 2002.

Unter den Stellvertretern der Ex-officio-Mitglieder gab es zwei Änderungen. Im September 1999 ernannte Alan Greenspan, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, Edward W. Kelley als Nachfolger von Alice M. Rivlin zu seinem Stellvertreter. Im November 1999 wurde Edward Kelley durch Roger W. Ferguson abgelöst.

Die Bank erfuhr mit tiefem Bedauern vom Tod von Bernard Clappier am 25. September 1999 im Alter von 85 Jahren. Als Gouverneur der Banque de France war Bernard Clappier von 1974–79 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats gewesen, von 1983–85 und erneut von 1989–91 dessen Stellvertretender Vorsitzender.

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank auch Kenntnis vom Tod von zwei ehemaligen Mitgliedern ihrer Geschäftsleitung: Hans Heinrich Mandel verstarb am 31. Januar 2000 im Alter von 92 Jahren; er war von 1962–72 Leiter der Bankabteilung gewesen. Frédéric-Edouard Klein, der 1974 zum Rechtsberater ernannt worden war und diese Position bis 1986 innehatte, als er in den Ruhestand trat, verstarb am 28. April 2000 im Alter von 78 Jahren.

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 2000

# Bilanz vom 31. März 2000

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

1999	Aktiva	2000
	<b>Gold</b>	
2 801 471 476	Barren	2 265 425 772
<u>1 077 182 612</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>1 240 342 623</u>
3 878 654 088		3 505 768 395
8 289 300	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	11 382 465
7 314 049 359	Schatzwechsel	7 853 868 515
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
21 413 790 799	bis zu 3 Monaten	33 292 191 933
<u>11 009 185 563</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>8 561 682 741</u>
32 422 976 362		41 853 874 674
276 014 585	Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere bis zu 3 Monaten	1 268 088 300
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
4 658 672 728	bis zu 3 Monaten	4 295 857 750
<u>17 509 173 124</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>15 844 081 595</u>
22 167 845 852		20 139 939 345
124 693 036	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	120 715 280
44 554 468	Verschiedenes	82 028 737
<u>66 237 077 050</u>		<u>74 835 665 711</u>

Nach Verwendung des Reingewinns		Vor Verwendung des Reingewinns	Nach Verwendung des Reingewinns
1999	Passiva	2000	
323 228 125	Eingezahltes Kapital	330 728 125	330 728 125
2 605 641 703	Reserven	2 658 381 703	2 911 547 717
265 360 020	Währungsumrechnungskonto	191 954 649	191 954 649
	Einlagen (Gold)		
2 775 616 571	Sicht	2 240 270 927	2 240 270 927
233 632 571	bis zu 3 Monaten	197 558 564	197 558 564
183 327 484	von mehr als 3 Monaten	382 379 118	382 379 118
<u>3 192 576 626</u>		<u>2 820 208 609</u>	<u>2 820 208 609</u>
	Einlagen (Währungen)		
3 005 634 040	Sicht	3 423 192 926	3 423 192 926
51 674 794 423	bis zu 3 Monaten	55 284 677 726	55 284 677 726
3 025 353 687	von mehr als 3 Monaten	7 195 784 903	7 195 784 903
<u>57 705 782 150</u>		<u>65 903 655 555</u>	<u>65 903 655 555</u>
	Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		
121 452 148	bis zu 3 Monaten	103 048 449	103 048 449
1 965 670 119	Verschiedenes	2 519 864 364	2 519 864 364
	Gewinn- und Verlustrechnung	307 824 257	
57 366 159	Dividende, zahlbar am 1. Juli		54 658 243
<u>66 237 077 050</u>		<u>74 835 665 711</u>	<u>74 835 665 711</u>

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

	1999	2000
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	4 050 134 509	4 222 389 680
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	3 679 753 312	3 845 833 442
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	370 381 197	376 556 238
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1 330 121	1 177 264
Direktion und Personal	40 819 397	40 619 621
Geschäfts- und Bürokosten	18 596 527	19 363 373
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	60 746 045	61 160 258
Abschreibungen	6 016 352	7 571 723
	66 762 397	68 731 981
Reingewinn für das Geschäftsjahr	303 618 800	307 824 257
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 340 Schweizer Franken auf 517 165 Aktien (1999: 320 Schweizer Franken)	57 366 159	54 444 185
auf 12 000 neu ausgegebene Aktien (anteilig ab Zeichnungsdatum)	–	214 058
	57 366 159	54 658 243
	246 252 641	253 166 014
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	49 250 528	50 633 203
	197 002 113	202 532 811
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3 000 000	3 000 000
	194 002 113	199 532 811
Zuweisung an den Freien Reservefonds	194 002 113	199 532 811
	–	–



# Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 2000 abgeschlossenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Eingezahltes Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 31. März 1999 laut Bilanz	517 165	323 228 125
Im Geschäftsjahr 1999/2000 ausgegebene Aktien	12 000	7 500 000
Stand am 31. März 2000 laut Bilanz	529 165	330 728 125

## II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 31. März 1999 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1998/99	32 322 813	1 156 441 190	65 530 055	1 351 347 645	2 605 641 703
Zuzüglich: Zuweisung des Agios auf 12 000 neu ausgegebene Aktien	750 000	51 990 000	–	–	52 740 000
Stand am 31. März 2000 vor Verwendung des Reingewinns	33 072 813	1 208 431 190	65 530 055	1 351 347 645	2 658 381 703
Zuzüglich: Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1999/2000	–	50 633 203	3 000 000	199 532 811	253 166 014
Stand am 31. März 2000 laut Bilanz	33 072 813	1 259 064 393	68 530 055	1 550 880 456	2 911 547 717

## III. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 2000 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	330 728 125	330 985 192	661 713 317
Währungen	–	2 580 562 525	2 580 562 525
Stand am 31. März 2000 laut Bilanz	330 728 125	2 911 547 717	3 242 275 842

# Anmerkungen zum Jahresabschluß

für das am 31. März 2000 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 49 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; außerdem wird aus sechs dieser Länder je ein weiteres Mitglied ernannt.

Der Abschluß für das Geschäftsjahr 1999/2000 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

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

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

Der Nettobetrag, der sich aus Wechselkursdifferenzen bei der Umrech-

nung von Devisentermingeschäften und Swaps ergibt, ist im Aktiv- oder Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

b) *Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

Wenn nicht anders angegeben, wird die Bilanz der Bank auf der Basis der Einstandswerte erstellt; Ertrags- und Aufwandsposten werden nach dem Prinzip der Periodenabgrenzung verbucht. Gewinne und Verluste werden monatlich ermittelt und zu den jeweils am Monatsende geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar und dann wie oben beschrieben in Goldfranken umgerechnet; die so ermittelten Monatsergebnisse werden für das Jahr vorgetragen.

Gewinne und Verluste aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestands werden über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist. Gewinne auf diesem Konto werden über einen Zeitraum, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportfolios der Bank entspricht, über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert; 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 im Zins- und Diskontertrag enthalten.

e) *Terminguthaben und Kredite in Währungen*

Terminguthaben und Kredite werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

f) *Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rückgabvereinbarung angekauft wurden, werden zu dem der Gegenpartei ausgezahlten Betrag zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

g) *Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung*

Die Bank kapitalisiert ihre Grundstücke, ihre Gebäude und ihre Geschäftsausstattung, die in Schweizer Franken verbucht werden, und schreibt die Gebäude und die Geschäftsausstattung linear über ihre geschätzte Nutzungsdauer wie folgt ab:

Grundstücke: keine Abschreibung

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: 4 Jahre  
Sonstige Ausstattung: 4 – 10 Jahre

*h) Währungsumrechnungskonto*

Auf dem Währungsumrechnungskonto werden Wechselkursdifferenzen verbucht (s. oben, Abschnitt a); sie betreffen im wesentlichen jenen Teil der Eigenmittel der Bank, der in anderen Währungen als US-Dollar gehalten wird.

*i) Einlagen*

Einlagen sind Buchforderungen gegen die Bank und werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Bestimmte Forderungen werden mit einem Disagio auf den bei Fälligkeit der Einlage zahlbaren Betrag ausgegeben; in diesen Fällen erfolgt die Verbuchung wie bei den von der Bank gehaltenen Wertpapieren mit festem Rückzahlungstermin (s. oben, Abschnitt d).

*j) Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere*

Wertpapiere, die mit Rücknahmevereinbarung veräußert wurden, werden zu dem von der Gegenpartei gezahlten Betrag zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

*k) Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle*

Der Verwaltungsrat weist dieser Rückstellung, die im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist, jedes Jahr zu Lasten der Gewinn- und Verlustrechnung einen Betrag zu.

# Anmerkungen zur Bilanz

für das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Aktiva	1999	2000
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	2 801 471 476	2 265 425 772
Termineinlagen in Gold:		
bis zu 3 Monaten	274 154 547	261 412 650
von mehr als 3 Monaten	803 028 065	978 929 973
	<u>3 878 654 088</u>	<u>3 505 768 395</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betragen GFr. 661,7 Mio. am 31. März 2000, was 192 Tonnen Feingold entsprach (1999: GFr. 662,0 Mio.; 192 Tonnen).

## 2. Schatzwechsel

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	1999	2000
Buchwert	<u>7 314 049 359</u>	<u>7 853 868 515</u>

Der Marktwert der Schatzwechsel betrug am 31. März 2000 GFr. 7 854,1 Mio. (1999: GFr. 7 319,2 Mio.).

## 3. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	1999	2000
Buchwert	<u>22 167 845 852</u>	<u>20 139 939 345</u>

Der Marktwert der Staats- und anderen Wertpapiere betrug am 31. März 2000 GFr. 20 120,0 Mio. (1999: GFr. 22 331,4 Mio.). Der Betrag, um den der Buchwert den Marktwert übersteigt, wird durch die Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle gedeckt.

#### 4. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

	Grundstücke + Gebäude	IT + sonstige Ausstattung	Insgesamt
Einstandswert:			
Anfangsstand am 1. April 1999	133 888 421	46 802 899	180 691 320
Investitionen	10 703 595	6 742 218	17 445 813
Wechselkursberichtigungen	-15 013 674	-5 328 015	-20 341 689
Einstandswert am 31. März 2000	129 578 342	48 217 102	177 795 444
Abschreibungen:			
Kumulierte Abschreibungen am 1. April 1999	29 358 673	26 639 611	55 998 284
Abschreibungen für das laufende Jahr	2 048 614	5 523 109	7 571 723
Wechselkursberichtigungen	-3 105 119	-3 384 724	-6 489 843
Kumulierte Abschreibungen am 31. März 2000	28 302 168	28 777 996	57 080 164
Nettobuchwert am 31. März 2000	101 276 174	19 439 106	120 715 280

Der Einstandswert der Grundstücke der Bank betrug am 31. März 2000 GFr. 23 769 312 (1999: GFr. 26 610 450).

#### 5. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	1999	2000
Genehmigtes Kapital: 600 000 Aktien, zu je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	1 500 000 000
Begebenes Kapital: 517 165 Aktien 529 165 Aktien	1 292 912 500	1 322 912 500
eingezahlt zu 25%	323 228 125	330 728 125

#### 6. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich (nach Gewinnverwendung) wie folgt zusammen:

	1999	2000
Gesetzlicher Reservefonds	32 322 813	33 072 813
Allgemeiner Reservefonds	1 156 441 190	1 259 064 393
Besonderer Dividenden-Reservefonds	65 530 055	68 530 055
Freier Reservefonds	1 351 347 645	1 550 880 456
	2 605 641 703	2 911 547 717

Die jährliche Zuweisung an die verschiedenen Reservefonds ist in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt (s. Tabelle „Entwicklung der Reservefonds“).

## 7. Einlagen

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen setzen sich wie folgt zusammen:

	1999	2000
Zentralbanken		
Sicht	2 890 343 276	3 351 789 605
bis zu 3 Monaten	48 100 323 078	50 119 848 005
von mehr als 3 Monaten	3 025 353 687	7 195 784 903
Andere Einleger		
Sicht	115 290 764	71 403 321
bis zu 3 Monaten	3 574 471 345	5 164 829 721
	57 705 782 150	65 903 655 555

## 8. 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

(in Mio. Goldfranken)	1999	2000
Währungskontrakte		
Devisenswaps und -termingeschäfte	10 470,4	9 291,3
Währungsswaps	2 796,1	2 259,3
Zinskontrakte		
Zinsswaps	7 222,0	9 842,5
Forward Rate Agreements und Futures	5 987,8	15 629,6

Der Nominal- 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 2000 auf GFr. 354,4 Mio. (1999: GFr. 484,1 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.

(in Mio. Goldfranken)	1999	2000
Nominalwert der für Kunden verwahrten Wertpapiere	7 167,8	7 093,0
Für verschiedene Einleger verwahrtes Gold	671,2	666,1

c) *Pensionssystem und Sparsystem des Personals*

Die Bank führt ein Pensionssystem und ein Sparsystem. Die beiden Fonds sind mit Treuhandfonds vergleichbar, da sie keine eigene Rechtspersönlichkeit haben. Ihre Aktiva werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die den beiden Systemen angeschlossen sind. Sämtliche Zahlungen im Rahmen dieser Systeme werden dem betreffenden Fonds belastet.

Die Bank hat sich verpflichtet, einen Deckungsgrad von mindestens 105% für beide Fonds aufrechtzuerhalten, und sie haftet letztlich für alle Leistungen im Rahmen des Pensions- und des Sparsystems. Der Anteil der Bank an den Beiträgen für die derzeitigen Personalmitglieder ist jeden Monat in ihren Verwaltungskosten enthalten.

Am 31. März 2000 betrug der Marktwert der Nettoaktiva des Pensionsfonds GFr. 266,7 Mio. (1999: GFr. 295,5 Mio.), was einem Deckungsgrad von 125% (1999: 127%) gegenüber dem zuletzt (am 30. September 1999) ermittelten jährlichen versicherungsmathematischen Betrag der Verpflichtungen des Fonds entsprach. Der Marktwert der Nettoaktiva des Sparfonds betrug am 31. März 2000 GFr. 23,8 Mio. (1999: GFr. 25,8 Mio.), was einem Deckungsgrad von 105% (1999: 109%) bezüglich seiner zu diesem Datum bestehenden Verbindlichkeiten entsprach. Der jüngste Jahresabschluß des Pensions- und des Sparfonds wurde für das Jahr erstellt, das am 30. September 1999 endete.



# Bericht der Buchprüfer

Bericht der Buchprüfer  
an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Wir haben die beiliegende Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich einschließlich der Anmerkungen dazu geprüft. Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sind von der Direktion der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Rechnungslegungsverfahren“ wiedergegebenen Bewertungsgrundsätzen erstellt worden. Gemäß den Statuten der Bank besteht unsere Aufgabe darin, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfung eine unabhängige Beurteilung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung abzugeben und Ihnen darüber Bericht zu erstatten.

Unsere Abschlußprüfung umfaßte die stichprobenweise Prüfung von Nachweisen für die in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung enthaltenen Zahlen und sonstigen Angaben. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir benötigten, um festzustellen, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung frei von wesentlichen Fehlern sind. Wir sind der Ansicht, daß die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Nach unserer Auffassung sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermitteln für das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basel, 27. April 2000

# Fünfjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Gold</b>					
<i>Barren</i>	4 364,2	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4
<i>Terminguthaben und Kredite</i>	637,3	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4
	5 001,5	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	9,8	384,4	7,8	8,3	11,4
Schatzwechsel	4 105,7	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9
Terminguthaben und Kredite in Währungen	37 328,1	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	1 652,2	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1
Staats- und andere Wertpapiere	10 488,1	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	124,7	120,7
Verschiedene Aktiva	32,8	200,8	258,7	44,5	82,0
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>
<b>Eingezahltes Kapital</b>	<b>295,7</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>	<b>330,7</b>
<b>Reserven (nach Verwendung des Reingewinns)</b>					
<i>Gesetzlicher Reservefonds</i>	30,1	32,3	32,3	32,3	33,0
<i>Allgemeiner Reservefonds</i>	803,3	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1
<i>Besonderer Dividenden-Reservefonds</i>	56,5	59,5	62,5	65,5	68,5
<i>Freier Reservefonds</i>	893,6	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9
	1 783,5	2 061,8	2 268,5	2 605,6	2 911,5
Währungsumrechnungskonto	373,5	351,1	247,2	265,4	192,0
<b>Einlagen</b>					
<i>Gold</i>	4 245,0	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2
<i>Währungen</i>	49 649,2	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7
	53 894,2	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	376,6	674,8	30,7	121,5	103,0
Pensionssystem des Personals	283,1	252,6	257,0	–	–
Verschiedene Passiva	1 558,3	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9
Dividende	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>

# Fünfjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1996	1997	1998	1999	2000
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	254,3	263,8	314,9	370,4	376,6
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2
<i>Direktion und Personal</i>	46,6	42,9	39,4	40,9	40,6
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	18,3	16,3	15,0	18,6	19,4
<i>Verwaltungskosten vor Abschreibungen</i>	66,4	60,5	55,7	60,8	61,2
<i>Abschreibungen</i>	–	–	–	6,0	7,6
	66,4	60,5	55,7	66,8	68,8
Geschäftsertrag	187,9	203,3	259,2	303,6	307,8
Abzüglich: Zuweisungen an					
<i>Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten</i>	3,5	3,0	–	–	–
<i>Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung</i>	3,1	6,0	–	–	–
	6,6	9,0	–	–	–
Reingewinn für das Geschäftsjahr	181,3	194,3	259,2	303,6	307,8
Dividende	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
	128,0	145,5	206,6	246,2	253,1
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	38,4	41,0	41,3	49,2	50,6
	89,6	104,5	165,3	197,0	202,5
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
Zuweisung an den Freien Reservefonds	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
	–	–	–	–	–

# Verwaltungsrat

Urban Bäckström, Stockholm  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Lord Kingsdown, London  
Stellvertretender Vorsitzender

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  
Guy Quaden, Brüssel  
Gordon G. Thiessen, Ottawa  
Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam  
Ernst Welteke, Frankfurt am Main

## *Stellvertreter*

Roger W. Ferguson oder  
Karen H. Johnson, Washington  
Jean-Pierre Patat oder  
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris  
Ian Plenderleith oder  
Clifford Smout, London  
Jean-Jacques Rey oder  
Jan Smets, Brüssel  
Carlo Santini oder  
Stefano Lo Faso, Rom  
Jürgen Stark oder  
Helmut Schieber, Frankfurt am Main

## Oberste Führungsebene der Bank

Andrew Crockett	Generaldirektor
André Icard	Beigeordneter Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungsleiter
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Robert D. Sleeper	Leiter der Bankabteilung
Marten de Boer	Direktor, Sonderberater des Generaldirektors
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung

