

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 69. Jahresbericht

1. April 1998–31. März 1999    Basel, 7. Juni 1999

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, 1999.*  
*Alle Rechte vorbehalten.*  
*Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden,*  
*sofern die Quelle angegeben wird.*

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-399-8

Auch in Englisch, Französisch, Italienisch und (im Herbst 1999) in Spanisch veröffentlicht.

Auf der BIZ-Website im Internet verfügbar ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
I. Einleitung: Die Schattenseite der Marktprozesse .....	3
Weltweiter Inflationsrückgang und Krisendynamik .....	4
Krisenmanagement und Krisenprävention .....	8
II. Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern .....	11
Schwerpunkte .....	11
Anpassungen und wirtschaftspolitische Reaktionen bei externen Schocks .....	12
Außenhandel und Leistungsbilanzsalden .....	15
Fiskalpolitik .....	17
Sonstige Nachfragekomponenten .....	19
Entwicklung am Arbeitsmarkt .....	24
<i>Arbeitslosigkeit</i> .....	24
<i>Arbeitsproduktivität</i> .....	25
Jüngste Entwicklung bei Löhnen und Preisen .....	27
<i>Anzeichen für nominale Rigiditäten</i> .....	30
III. Die Ausweitung der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften ....	34
Schwerpunkte .....	34
Wichtigste Einflußfaktoren der Entwicklung in den aufstrebenden Volks- wirtschaften .....	34
<i>Kapitalströme</i> .....	36
<i>Entwicklung im Warenhandel</i> .....	42
Anpassung an die Krisensituation in Asien .....	44
<i>Jüngste Entwicklungen</i> .....	44
<i>Geld- und Fiskalpolitik bei Überwindung der Krise</i> .....	49
<i>China und Indien</i> .....	52
<i>Sanierung der Banken und Unternehmen</i> .....	53
Die Finanzkrise in Rußland und ihre Auswirkungen auf Osteuropa .....	56
Entwicklung in Lateinamerika .....	60
<i>Die Krise in Brasilien</i> .....	61
<i>Ansteckung anderer lateinamerikanischer Volkswirtschaften</i> .....	64
IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern .....	68
Schwerpunkte .....	68
USA .....	69
Japan .....	71
Euro-Raum .....	73
<i>Konjunkturelle und geldpolitische Entwicklungen</i> .....	73
<i>Geldpolitische Strategie der EZB</i> .....	76

	Seite
Länder mit expliziten Inflationszielen .....	80
<i>Wechselkurse und Geldpolitik</i> .....	82
Geldpolitik bei Preisstabilität .....	86
<i>Historischer Hintergrund</i> .....	87
<i>Vorgabe eines Ankers für die Erwartungsbildung</i> .....	89
<i>Bedeutung niedriger Inflationsraten für die Geldpolitik</i> .....	90
V. Turbulenzen an den Märkten für Vermögenswerte .....	92
Schwerpunkte .....	92
Entwicklung an den Märkten für Vermögenswerte in den Industrieländern .....	92
<i>Aktienmärkte</i> .....	94
<i>Anleihemärkte</i> .....	99
<i>Immobilienmärkte</i> .....	101
Kennzeichen angespannter Finanzmärkte .....	103
<i>Stimmungsänderungen bei den Anlegern</i> .....	104
<i>Flucht in Qualität und Liquidität</i> .....	106
<i>Außergewöhnliche Dynamik der Preise von Vermögenswerten</i> .....	110
<i>Das Beispiel LTCM: Ein Zeichen der Zeit?</i> .....	111
<i>Lehren aus der Krise vom September und Oktober 1998</i> .....	113
VI. Entwicklung an den Devisenmärkten .....	115
Schwerpunkte .....	115
US-Dollar, Yen, D-Mark und Euro .....	115
<i>Konjunkturelle und technische Bestimmungsfaktoren des Dollarwechelkurses</i> .....	115
<i>Langfristige Aussichten für den US-Dollar</i> .....	123
Entwicklung an den Devisenmärkten aufstrebender Volkswirtschaften .....	124
Wechselkurse innerhalb Europas .....	128
Devisenmärkte nach der Einführung des Euro .....	129
VII. Internationale Finanzmärkte .....	134
Schwerpunkte .....	134
Das internationale Bankgeschäft .....	135
<i>Geschäft mit Ländern im Berichtsgebiet</i> .....	137
<i>Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i> .....	139
Internationale Wertpapiermärkte .....	142
<i>Sektor und Nationalität der Emittenten</i> .....	144
<i>Art und Währung der Wertpapiere</i> .....	145
Internationale Märkte für derivative Instrumente .....	147
<i>Börsengehandelte Instrumente</i> .....	148
<i>Außerbörsliche Instrumente</i> .....	151
<i>Marktübergreifende Verknüpfungen und Transparenz</i> .....	153
VIII. Schlußbemerkungen: Licht inmitten der Schatten .....	157
Maßnahmen zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität .....	159
Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität .....	164

	Seite
Die Tätigkeit der Bank .....	171
Internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich .....	171
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i> .....	171
<i>Sitzungen der ständigen Ausschüsse für Fragen der Finanzstabilität</i> .....	173
<i>Basler Ausschuß für Bankenaufsicht</i> .....	173
<i>Ausschuß für das weltweite Finanzsystem</i> .....	174
<i>Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	176
Breiter angelegte internationale Zusammenarbeit .....	177
<i>Beiträge der BIZ zur Arbeit der Zehnergruppe</i> .....	177
<i>Beiträge der BIZ zur Reform der internationalen Finanzarchitektur</i> .....	178
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	179
<i>Gemeinsamer Jahr-2000-Rat</i> .....	179
Weitere Formen der Zusammenarbeit unter Zentralbanken .....	180
<i>Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen</i> .....	180
<i>Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken</i> .....	181
<i>Ausschuß der EDV-Fachleute</i> .....	181
Repräsentanz für Asien und den Pazifik .....	182
<i>Institut für Finanzstabilität</i> .....	182
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	183
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	183
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	183
<i>Pfandhalter für brasilianische Anleihen</i> .....	184
<i>Pfandhalter für peruanische Anleihen</i> .....	184
<i>Pfandhalter für Anleihen von Côte d'Ivoire</i> .....	184
Finanzhilfe für Zentralbanken .....	184
Tätigkeit der Bankabteilung .....	185
<i>Passiva</i> .....	185
<i>Aktiva</i> .....	186
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	186
Veränderungen im Verwaltungsrat .....	187
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1999 .....	189
Verwaltungsrat .....	204
Oberste Führungsebene der Bank .....	205

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 10. und 19. Mai 1999 abgeschlossen.

## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern</b>	
Beiträge zum BIP-Wachstum in ausgewählten Ländern .....	13
Wachstum des realen BIP 1997 und 1998* .....	14
Welthandel und Preise .....	15
Veränderung der Leistungsbilanzsalden .....	16
Veränderung der Inlandsnachfrage und des Leistungsbilanzsaldos* .....	17
Tatsächliche und strukturelle Salden der öffentlichen Haushalte* .....	18
Primärsalden und Veränderung der öffentlichen Verschuldung* .....	19
Verschuldung des privaten Sektors in den USA* .....	20
Entwicklung der Inlandsersparnis in ausgewählten Ländern .....	21
Jüngste Entwicklung der Anlageinvestitionen von Unternehmen und mögliche Bestimmungsfaktoren .....	23
Kapitalkoeffizient und Rentabilität im Unternehmenssektor 1998* .....	24
Arbeitslosenquoten 1997 und 1998* .....	25
Ursachen des Produktivitätswachstums im Unternehmenssektor .....	26
Anstieg der Verbraucherpreise 1997 und 1998* .....	28
Inflation und Produktionslücken* .....	28
Reale Rohstoffpreise* .....	29
Schätzungen nominaler Rigiditäten .....	32
<b>Die Ausweitung der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften</b>	
Wichtigste Stadien der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....	35
Kapitalströme und Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften .....	36
Internationale Bankkredite und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften .....	37
Renditenabstände in aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	39
Täglicher Mittelwert und Volatilität der Zinsabstände bei Anleihen in aufstrebenden Volkswirtschaften .....	39
Zinsabstände bei Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften nach Rating* .....	40
Einfluß der Rohstoffpreise auf ausgewählte Volkswirtschaften .....	42
Zielregionen der Exporte aus aufstrebenden Volkswirtschaften 1998 .....	43
Bestimmungsfaktoren im Außenhandel .....	44
Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen .....	45
Entwicklung des Warenhandels in Asien und Lateinamerika .....	46
Entwicklungen an den Finanzmärkten in Asien* .....	47
Wertindikatoren für Immobilien in ausgewählten asiatischen Städten .....	48
Industrieproduktion in Asien* .....	48
Haushaltssalden aufstrebender Volkswirtschaften .....	50
Finanzindikatoren für Rußland* .....	56
Inflation, reale Zinssätze und Wechselkurse in Lateinamerika* .....	61
Finanzindikatoren für Brasilien* .....	62
Finanzindikatoren für Argentinien* .....	65

## Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

Wirtschaftsindikatoren in den USA*	70
Wirtschaftsindikatoren in Japan*	71
Produktionslücken, Inflation und Zinssätze im Euro-Raum*	74
Preise von Vermögenswerten im Euro-Raum und in den USA*	76
Zinssätze im Euro-Raum: tatsächliche Werte und hypothetische Werte gemäß der Taylor-Regel*	77
Inflationsrate und Geldmengenwachstum im Euro-Raum*	79
Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit expliziten Inflationszielen*	81
Wirtschaftsindikatoren in Norwegen und der Schweiz*	85
Merkmale von Ländern mit Inflationszielen*	86
Deflationsphasen im Überblick	88

## Turbulenzen an den Märkten für Vermögenswerte

Aktienindizes*	93
Wertkennzahlen von Aktienkursen	94
Tatsächliche und „gerechtfertigte“ Aktienkurse und Dividenden*	95
Reale Dividenden und realer Gewinn je Aktie	96
Dividendenrenditen und reale Anleiherenditen*	97
Segmentierung am US-Aktienmarkt*	98
Anleiherenditen*	99
Renditedifferenz bei Anleihen*	100
Volatilität der Anleiherenditen*	101
Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise	102
Einstellung der Anleger gegenüber Risiko und Liquidität*	104
Internationale Anleiheemissionen des nichtfinanziellen Sektors in Asien und Lateinamerika*	105
Liquiditätsabstände in den USA und in Deutschland*	107
Spreads zwischen Swapsätzen und Renditen 10jähriger Staatsanleihen*	108
Quellen internationaler Finanzierung des Nichtbankensektors in Asien und Lateinamerika*	109
Außergewöhnliche Korrelationen an den Anleihemärkten*	110

## Entwicklung an den Devisenmärkten

Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar*	116
6-Monats-Zinsterminsätze*	117
Yen, D-Mark und Euro: Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar, implizite Volatilität und Risk Reversal*	118
Aktienkurse, Renditedifferenzen bei Anleihen und Yen/US-Dollar-Wechselkurs*	119
Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Yen gegenüber dem US-Dollar*	120
Yen-Zinsdifferenzgeschäfte und Yen/US-Dollar-Wechselkurs 1998*	121
Langfristige Gleichgewichtswerte des US-Dollars (geschätzt)	124
Devisenmärkte ausgewählter aufstrebender Volkswirtschaften*	125
Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar an ausgewählten asiatischen Märkten*	126
Ursachen von Wettbewerbsdruck auf asiatische Währungen	127
Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark und dem Euro*	129
Devisenmärkte und europäische Währungsunion	130
Offizielle Devisenreserven	131
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen	132
Bedeutung von US-Dollar, D-Mark und Yen als Ankerwährungen	133

	Seite
<b>Internationale Finanzmärkte</b>	
Geschäft an den internationalen Finanzmärkten* .....	134
Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt) .....	135
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts .....	136
Aufgliederung des internationalen Bankkreditgeschäfts nach Währung und Nationalität* .....	138
Auslandsforderungen der Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets .....	139
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen nach Region* .....	140
Hauptmerkmale der internationalen Bankforderungen nach Region* .....	141
Hauptmerkmale der internationalen Schuldtitlemissionen .....	142
Langfristige Zinssätze* .....	143
Hauptmerkmale der internationalen Anleihe- und Notes-Märkte* .....	144
Durchschnittliche Zinsaufschläge internationaler US-Dollar-Staatsanleihen* .....	145
Märkte für ausgewählte Derivate .....	148
Börsengehandelte Derivate .....	149
Umsatz derivativer Finanzinstrumente an den wichtigsten Börsen* .....	150
Umsatz in europäischen Zinsderivaten nach Währung des Basiswerts und Laufzeit* .....	151
Positionen an den Märkten für außerbörsliche Derivate weltweit, nach Risikoinstrument .....	153

## 69. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 7. Juni 1999 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 69. Geschäftsjahr (1. April 1998–31. März 1999) vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt 303 618 800 Goldfranken, verglichen mit 259 160 599 Goldfranken im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 1998/99 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (s. S. 186 f. des vorliegenden Berichts).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 57 366 159 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 320 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 49 250 528 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 194 002 113 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1998/99 den Aktionären am 1. Juli 1999 gezahlt.

Basel, 19. Mai 1999

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor



# I. Einleitung: Die Schattenseite der Marktprozesse

Die negativen Vorahnungen, die das Wirtschafts- und Finanzgeschehen im Berichtszeitraum kennzeichneten, erwiesen sich als ungerechtfertigt. Zweifellos gab es Probleme. Die Asien-Krise setzte sich fort und erinnerte nicht nur die unmittelbar Betroffenen daran, daß die großen Vorteile eines marktwirtschaftlichen Systems durch institutionelle und andere Schwächen getrübt werden können. Die Ausbreitung der Turbulenzen auf Rußland war weniger überraschend als die anschließenden heftigen Reaktionen der Finanzmärkte auf die Rubelabwertung und das russische Schuldenmoratorium. Versuche, dem Kredit- und Transferrisiko zu entgehen, ließen die Preise vieler Finanzaktiva einbrechen und die Liquidität an zahlreichen Märkten versiegen. Banken, Hedge Funds und andere Finanzinstitute an den wichtigsten Finanzplätzen erlitten massive Verluste, und ein Finanzinstitut, dem zuvor für sein Marktgespür Respekt gezollt worden war, wurde vor dem Zusammenbruch bewahrt.

Doch die Ereignisse entwickelten sich nicht ganz so dramatisch, wie bisweilen befürchtet worden war. Die Krise an den Finanzmärkten im August und September 1998 konnte durch eine rechtzeitige Reaktion der Geld- und Wirtschaftspolitik eingedämmt werden. Darüber hinaus vermochte die bestehende Infrastruktur auch ungewöhnlichen Belastungen standzuhalten. Zwar wurde der brasilianische Real abgewertet, aber dies zog weder in Lateinamerika noch in Asien einen Zusammenbruch anderer Wechselkursregime nach sich. Insgesamt herrschte im Frühjahr 1999 sogar der Eindruck vor, daß sich die Finanzmärkte in Asien stabilisiert hatten und die tiefe Rezession, von der viele asiatische Volkswirtschaften erfaßt worden waren, die Talsohle durchschritten hatte. Selbst in Osteuropa, das als gefährdet hätte betrachtet werden können, blieb die Lage an den Finanzmärkten im allgemeinen ruhig, und die Wachstumsaussichten verschlechterten sich nur wenig.

Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die positiven Ergebnisse, die im letzten Jahr zu verzeichnen waren, war die anhaltende Stärke der US-Konjunktur. Vorangegangene, zum Teil vielleicht sogar antizipierte Gewinne an den Aktienmärkten und ein sehr ergiebiger Arbeitsmarkt förderten die Verbraucherausgaben und trugen wesentlich dazu bei, daß sich der Wirtschaftsaufschwung im siebten Jahr in Folge fortsetzte. Die unerwartet gedämpfte Inflation spielte eine besonders wichtige Rolle, da sie es ermöglichte, die Zinsen auf niedrigem Niveau zu halten. Auch in Europa war praktisch kein Preisauftrieb festzustellen, und die Verbraucherausgaben trugen hier ebenfalls zum Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bei. Dies kam angesichts des schwachen Exportwachstums sowie des noch zögerlichen Vertrauens und der schleppenden Investitionstätigkeit der Unternehmen sehr gelegen. Die Einführung einer einheitlichen Währung und die

Zinssenkungen in den meisten Ländern dürften diesen Gang der Dinge durchaus beeinflußt haben. Unter den wichtigsten Industrieländern konnte lediglich Japan keinen Konjunkturfortschritt verzeichnen.

Gleichzeitig wurde der Berichtszeitraum jedoch durch die Fortsetzung einiger potentiell besorgniserregender Trends in der Realwirtschaft wie auch im Finanzsektor geprägt. Zwischen ebenso wie innerhalb der einzelnen Ländergruppen gab es beträchtliche Unterschiede im Wirtschaftswachstum, und die Ungleichgewichte im Außenhandel waren ebenfalls erheblich. Die realen Rohstoffpreise fielen auf ihren tiefsten Stand seit 40 Jahren, und die Preise vieler handelbarer Güter sanken gleichfalls. Was den Finanzsektor betrifft, so war das Kreditwachstum in den meisten Industrieländern erneut überraschend stark. Dort allerdings, wo die Wirtschaft durch einen labilen Bankensektor behindert wird, blieb es sehr schwach. Die Aktienkurse kletterten in vielen Industrieländern wiederum auf neue Rekordhöhen, und auch die Immobilienpreise begannen zu steigen. Der US-Dollar blieb insgesamt fest, trotz der Belastung durch die wachsende Auslandsverschuldung und der Auffassung, daß der am 1. Januar 1999 eingeführte Euro als Reservewährung in Konkurrenz zum Dollar treten könnte. Die Umstrukturierung im Finanzsektor schließlich setzte sich unter dem Einfluß vorangegangener Übersteigerungen und der jüngsten Deregulierung in immer größerem Umfang fort.

Wenn eine Entwicklung ungewöhnlich oder gar unausgewogen erscheint, heißt dies nicht unbedingt, daß sie auch als nicht tragfähig einzuschätzen ist. Beispielsweise lassen sich eine Reihe von Trends, die derzeit schwer erklärbar scheinen, möglicherweise mit dem Gewinnpotential neuer Technologien, insbesondere in der Produktion von Gütern und Finanzdienstleistungen, begründen. Eine Ausgangssituation, die durch erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte und beträchtliche Umbrüche im Finanzsektor geprägt ist, stellt jedoch für die Währungsbehörden kein bequemes Umfeld dar; angesichts sehr niedriger Zinssätze und weitgehender Preisstabilität in vielen Ländern ist der Spielraum für eine Senkung der realen Notenbanksätze nunmehr begrenzt. Dieses Umfeld bedeutet auch, daß Maßnahmen zur Stärkung des globalen Finanzsystems, das nach den Ereignissen vom letzten Herbst das schwächste Glied unserer Marktwirtschaften zu sein scheint, weiterhin im Mittelpunkt stehen müssen.

Diese Einleitung zum 69. Jahresbericht der BIZ ist im wesentlichen der Rückschau gewidmet. In den Schlußbemerkungen wird dagegen der Blick stärker nach vorn gerichtet, und es werden die Implikationen der vorangegangenen Analyse für die Politikgestaltung in den Vordergrund gestellt. Das daran anschließende Kapitel über die Tätigkeit der Bank legt dar, was die BIZ selbst unternimmt, um zur weltweiten monetären und finanziellen Stabilität beizutragen. Im Einklang mit der Identifizierung einer wachsenden Zahl zur Lösung anstehender Probleme hat die Bank ihre Tätigkeit, die weitgehend auf der Arbeit der vielen in Basel tagenden Ausschüsse aufbaut, in jüngerer Zeit deutlich erweitert.

## Weltweiter Inflationsrückgang und Krisendynamik

Der weltweite Disinflationsprozeß, der seit fast zwei Jahrzehnten im Gang ist, beschleunigte sich im letzten Jahr, so daß in vielen Ländern praktisch Preisstabilität

erreicht wurde und die Preisindizes in einigen Ländern sogar rückläufige Werte aufwiesen. Innerhalb der Gruppe der Industrieländer (s. Kapitel II) sank die gemessene Inflationsrate im Durchschnitt auf rund 1½%, den niedrigsten Stand seit den fünfziger Jahren. Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften (s. Kapitel III) verzeichneten die meisten Länder in Südostasien ein ungewöhnliches Maß an Preisstabilität, zumal sie die Auswirkungen deutlicher Währungsabwertungen absorbieren mußten. In der Volksrepublik China und in der Sonderverwaltungsregion Hongkong konnte der Wechselkurs stabil gehalten werden, und die Inlandspreise waren rückläufig. In Lateinamerika, einer Region mit traditionell sehr hohen Inflationsraten, sanken die Preise in einigen Ländern ebenfalls, und in Brasilien war der Inflationseffekt der Real-Abwertung Anfang 1999 überraschend gering.

Es wäre jedoch unklug, diese allgemeinen Tendenzen einfach fortzuschreiben und den Schluß zu ziehen, daß die größte Sorge der Geldpolitik nun eine weltweite Deflation sei (s. Kapitel IV). Im Berichtszeitraum gab es zwischen den entwickelten Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften ungewöhnlich große Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung. Auch die Unterschiede zwischen den wichtigsten Industrieländern waren beträchtlich, und selbst innerhalb vieler Industrieländer zeigten Erhebungen deutliche Diskrepanzen zwischen dem (hohen) Vertrauen der Verbraucher und dem (geringen) Vertrauen der Unternehmen auf. Die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft und der Weltmarktpreise wird zu einem großen Teil davon abhängen, ob sich in all diesen unterschiedlichen Bereichen die aufwärtsgerichteten Kräfte gegenüber den retardierenden Effekten durchsetzen werden oder umgekehrt.

Im Vergleich zu der Gruppe der Industrieländer als Ganzes war das Jahr für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften generell schwierig. China und Indien sind bemerkenswerte Ausnahmen, doch für viele asiatische Länder läßt sich allenfalls sagen, daß das Schlimmste vorüber zu sein scheint, wenngleich die labilen Bankensysteme in der gesamten Region die wirtschaftliche Expansion weiterhin hemmen werden. In vielen dieser Länder mußte die Wirtschaftstätigkeit mit der plötzlichen Umkehr der Kapitalzuflüsse drastisch gebremst werden, um die Importe zu reduzieren. Die massive Verbesserung der asiatischen Handelsbilanz ist bisher nahezu ausschließlich diesem Faktor zuzuschreiben. Während die Rußland-Krise Lateinamerika und andere aufstrebende Volkswirtschaften zunächst relativ unberührt gelassen hatte, führten die nachfolgenden Kapitalabflüsse dazu, daß Brasilien und weitere Länder an den Rand der Rezession oder sogar in die Rezession gedrängt wurden. Der Nahe Osten und Afrika wurden dagegen hart von den niedrigen Preisen für Öl bzw. andere Rohstoffe getroffen.

Die entwickelten Industrieländer konnten als Gruppe zwar ein relativ günstiges Ergebnis aufweisen, doch galt dies nicht für jedes Land einzeln. An dem einen Ende des Spektrums befand sich Japan, wo die Produktion stark zurückging, eindeutige Zeichen einer Stabilisierung nicht erkennbar waren und die Preise auf breiter Basis sanken. Am anderen Ende standen die USA – und in geringerem Ausmaß auch die übrigen englischsprachigen Länder –, wo das Wachstum 1998 und Anfang 1999 zumeist die Erwartungen übertraf, während die Löhne und Preise gleichzeitig bemerkenswert stabil blieben. Kontinentaleuropa nahm eine mittlere Position ein. Hier beschleunigte sich das Wachstum zunächst und ließ dann wieder nach, aber mit beträchtlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. Ein

anschauliches Beispiel für diese Unterschiede war, daß die verhaltene konjunkturelle Entwicklung in Deutschland von Bedenken hinsichtlich steigender Lohnkosten begleitet wurde, obwohl die Arbeitslosigkeit noch immer sehr hoch ist.

Angesichts der Schwäche in Südostasien und Japan sowie dem fehlenden Schwung in den meisten Ländern Kontinentaleuropas überrascht es nicht, daß die Rohstoffpreise ebenfalls auf Tiefstwerte sanken. Genausowenig darf überraschen, daß auch die Preise handelbarer Güter im allgemeinen rückläufig waren, da weltweit in vielen Wirtschaftszweigen beträchtliche Überkapazitäten bestanden. Dies galt insbesondere für Japan und die übrigen asiatischen Länder, aber auch für die USA. Wenngleich die Arbeitslosenquote in den USA trendmäßig erneut zurückging, verringerte sich – anders als vielleicht zu erwarten gewesen wäre – die gemessene Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie. In diesem Umfeld verstärkten internationalen Wettbewerbs begannen sich auch die Gewinne abzuschwächen, in einigen Ländern und Wirtschaftsbereichen sogar beträchtlich. In den übrigen Regionen, insbesondere in Kontinentaleuropa, konnten die Gewinne durch ein jeweils unterschiedlich ausgeprägtes Zusammenwirken mäßigen Lohnwachstums, gesunkener Preise von Vorleistungen, höherer Produktivität und niedrigerer Zinsen auf ihrem Niveau gehalten werden.

Es lohnt sich, dem Ursprung des weltweiten Kapazitätsanstiegs in der Industrie nachzugehen, da sich daraus über eine Vielzahl von Kanälen weitere Implikationen für die Preise ergeben könnten. Ein Grund für die anhaltend lebhaftere Investitionsgüternachfrage war der technologische Fortschritt, der die Kosten neuer Investitionen in die Informationstechnologie nach unten drückte. Ein weiterer Grund war die wachsende Akzeptanz marktwirtschaftlicher Prozesse in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften und Ländern im Übergang, oftmals in Verbindung mit einer Entwicklungsstrategie, die sich auf Direktinvestitionen und ein exportinduziertes Wachstum ebenso stützt wie auf eine subventionierte Sachkapitalbildung im Inland. Ein Grund ist jedoch auch, daß seit weit über einem Jahrzehnt die Kapitalkosten jeweils an mindestens einem wichtigen Finanzplatz künstlich niedrig sind. Dieser Prozeß begann vermutlich Ende der achtziger Jahre in Japan, als die Hausse am Aktienmarkt einen kräftigen Anstieg der inländischen Erweiterungsinvestitionen zur Folge hatte. Anfang der neunziger Jahre waren die Zinssätze in den USA ungewöhnlich niedrig, was den Dollar schwächte und in den asiatischen Ländern, die ihre Währung an den Dollar gebunden hatten, eine deutliche Ausweitung der Produktionskapazitäten mit sich brachte. Wenngleich ein großer Teil dieser Kapazitätsausweitung auf die eine oder andere Weise mit japanischen Unternehmen zusammenhing, wurden die inländischen Produktionskapazitäten in Japan offenbar nicht in gleichem Ausmaß reduziert. In jüngerer Zeit wurden überdies die japanischen Notenbanksätze auf ein sehr niedriges Niveau gedrückt, während die Aktienmärkte in anderen Ländern Rekordhöhen erreichten, womit eine Welle von erstmaligen öffentlichen Zeichnungsangeboten sowie von Fusionen und Übernahmen einherging.

Gleichzeitig hat sich die Kreditexpansion beschleunigt, wobei tendenziell die Kreditstandards gesenkt wurden und die Risikobereitschaft allgemein wuchs. Dies war besonders in Japan und anderen asiatischen Ländern zu beobachten, wo die negativen Folgen für die Banken bereits nur allzu deutlich zu sehen sind. Ein solches Verhalten kennzeichnete jedoch auch die Tätigkeit der Finanzinstitute in anderen

Industrieländern, bedingt durch den wachsenden Wettbewerb und die anhaltende Deregulierung. Die umfangreichen Kapitalzuflüsse nach Asien Anfang der neunziger Jahre, zumeist in Form von Krediten europäischer und japanischer Banken mit allgemein schrumpfenden Spreads, sind hierfür ein gutes Beispiel. Weitere Beispiele sind die explosionsartige Zunahme der Emissionen von Anleihen mit einem Rating unterhalb von „investment grade“ in den USA, die außergewöhnlich hohe Verschuldung der Verbraucher und die hohe Zahl von Privatkonkursen.

Phasen freigebiger oder unvorsichtiger Kreditgewährung bringen viele Nachteile mit sich. Erstens werden Kredite zunehmend dazu verwendet, die Preise von Finanzvermögenswerten in unrealistische Höhen zu treiben, selbst wenn Ausweitungen der Produktionskapazitäten die Rentabilität des zugrundeliegenden Realvermögens drücken. Zweitens kann sich eine akkommodierende Haltung der Kreditgeber auch abrupt umkehren. Sowohl Mexiko als auch Asien verzeichneten massive Kapitalzuflüsse, denen noch massivere Abflüsse folgten. Mit dem Einbruch in Asien beschleunigten sich die Kapitalströme nach Lateinamerika und Rußland sogar, nur um dann nach dem russischen Moratorium völlig ihre Richtung zu ändern. Daraufhin hatten praktisch alle aufstrebenden Volkswirtschaften fast auf einen Schlag den Zugang zu den meisten Quellen internationaler Finanzierung verloren, und Unternehmensschuldern mit schlechterem Rating erging es ähnlich (s. Kapitel VII).

Die Ereignisse im Anschluß an das russische Moratorium ließen noch einen dritten potentiellen Nachteil einer raschen Kreditexpansion deutlich werden, nämlich die Auswirkungen auf Finanzmärkte, an denen auf eine starke Hebelwirkung gesetzt wird. Der Zahlungsausfall Rußlands wirkte wie ein Katalysator, indem er die Spielregeln für alle veränderte, die sich auf Rettungsaktionen irgendeiner Form verlassen hatten. Die Kreditspreads erhöhten sich stark, und die Liquidität an vielen Sekundärmärkten versiegte, was die Zinsbewegungen noch akzentuierte. Darüber hinaus wurde zunehmend die Zahlungsfähigkeit von Instituten in Frage gestellt, von denen bekannt war, daß sie stark auf die Verengung dieser Spreads spekuliert hatten. Prompt folgten Nachschußforderungen, die zum Verkauf von allem zwangen, was in der gegebenen Situation abstoßbar schien, und zur Folge hatten, daß die Turbulenzen auf die Märkte für erstklassige Anleihen übergriffen. Die Schätzwerte für das Marktrisiko, die sich auf historische Volatilitäten stützten, stiegen stärker an als gewünscht, und allgemein wurde versucht, die Risikoengagements zu reduzieren, was die Finanzmarkturbulenzen wiederum nur verschlimmerte (s. Kapitel V). Diese Tendenzen verstärkten sich noch, als viele Anleger feststellten, daß ihr Risikomanagement versagt hatte, und daher in Sicherheit und Liquidität zu flüchten versuchten. Bevor sich die Lage schließlich beruhigte, waren die innertäglichen Preisschwankungen an vielen Märkten um ein Vielfaches größer gewesen als unter normalen Bedingungen. Der Yen/Dollar-Kurs stieg im Oktober innerhalb eines Tages um fast 7%, als stark fremdfinanzierte Yen-Schuldner gezwungen waren, ihre Positionen glattzustellen (s. Kapitel VI).

Vor diesem Hintergrund wäre vielleicht eine neue Phase der Währungs- und Markturbulenzen zu erwarten gewesen, als Brasilien Anfang 1999 nicht in der Lage war, die Dollarbindung des Real aufrechtzuerhalten. Zum Zeitpunkt der

Drucklegung schienen die Auswirkungen jedoch erfolgreich begrenzt worden zu sein, was daran liegen könnte, daß die Abwertung allgemein antizipiert worden war und fremdfinanzierte Positionen bereits in großem Umfang aufgelöst worden waren. In viele aufstrebende Volkswirtschaften begann sogar wieder Kapital zurückzufließen, wobei allerdings größere Unterschiede zwischen den einzelnen Kategorien von Gläubigern festzustellen waren. Die Aktienkurse stiegen in vielen Industrieländern nach den Zinssenkungen vom vergangenen Herbst wieder annähernd auf Rekordhöhe, was das Vertrauen und die Ausgaben zusätzlich förderte, und auch in Südostasien begannen sich die Aktienmärkte zu erholen. Die anhaltende Stärke der US-Wirtschaft und des Dollar-Außenwerts wirkte sich gleichfalls günstig aus und trug dazu bei, die Exportnachfrage in Ländern zu stützen, wo die Inlandsnachfrage noch immer relativ schwach war. In Japan legten die Anleger einen Teil ihrer Skepsis ab, was den Erfolg der Pläne der Regierung zur Sanierung und Rekapitalisierung des Bankensystems betraf, und die Aktienkurse stiegen beträchtlich. Ob dieser neue Optimismus das definitive Ende der Krise markiert oder nur eine vorübergehende Pause kennzeichnet, bleibt natürlich abzuwarten.

## Krisenmanagement und Krisenprävention

In diesem Umfeld verwundert es nicht, daß der Trend der Notenbankzinssätze fast überall abwärts zeigte. In den USA und im Vereinigten Königreich wurden die Zinsen zurückgenommen, weil Bedenken hinsichtlich der Stabilität des internationalen Finanzsystems bestanden und eine Abschwächung der Ausgaben erwartet wurde. In Kontinentaleuropa konvergierten die kurzfristigen Zinsen problemlos auf niedrigem Niveau, als der nach unten gerichtete Druck auf die Preise stärker wurde und die Märkte der Einführung des Euro mit wachsendem Vertrauen entgegensehen; im April 1999 nahm die Europäische Zentralbank eine Zinssenkung vor. In Japan wurden die Tagesgeldsätze erstmals praktisch auf null gesenkt, und die Bank of Japan weitete ihre Käufe von Wertpapieren des privaten Sektors stark aus. In den aufstrebenden Volkswirtschaften waren die wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die jeweilige Krise einander ähnlich, oftmals unter dem Einfluß von IWF-Programmen. Zunächst mußten die Zinsen angehoben werden, um das Vertrauen an den Finanzmärkten wiederherzustellen, und als dies gelungen war, wurden sie wieder gesenkt. Inzwischen sind die Zinssätze in vielen asiatischen Ländern sogar niedriger als vor der Krise, und auch in Lateinamerika haben sie zu sinken begonnen.

Auch andere – konventionelle und weniger konventionelle – Instrumente wurden zur Krisenbewältigung eingesetzt. Eine recht übliche Reaktion war die verbreitete Straffung der Fiskalpolitik, wenngleich die Maßnahmen zur Verringerung des wachsenden Haushaltsdefizits in Brasilien nicht ausreichten und das Wechselkursregime nicht aufrechterhalten werden konnte. Zuvor hatte Brasilien auf das schwindende Vertrauen reagiert, indem es größere Volumina von kürzerfristigen Schuldtiteln sowie inländische Schuldtitel mit Dollarindexierung emittierte (vergleichbar den mexikanischen Tesobonos), aber als es dennoch zur Abwertung kam, erwies sich dieser Ansatz als kostspielig. In vielen Ländern Asiens wurde die Haushaltspolitik analog zur Veränderung der Zinssätze zunächst

gestrafft, dann aber wieder gelockert, obwohl die steigenden Schuldenquoten im Zusammenhang mit der notwendigen Sanierung des Bankensektors Anlaß zur Besorgnis gaben. In China wurden die staatlichen Infrastrukturausgaben beträchtlich erhöht, um die Inlandsnachfrage zu stützen.

Andere Maßnahmen waren weniger konventionell. So gab die japanische Regierung Gutscheine aus, um die Ausgaben der privaten Haushalte zu stimulieren, und gewährte Kreditgarantien zugunsten kleiner und mittlerer Unternehmen. Die Währungsbehörde von Hongkong tätigte direkte Aktienkäufe und begründete dies mit der Notwendigkeit, Spekulanten abzuwehren, die die Finanzmärkte in Hongkong zu destabilisieren versuchten. Malaysia führte im September 1998 Beschränkungen für Kapitalabflüsse ein, und Argentinien warnte, es werde eher den Peso durch den Dollar ersetzen, als eine Abwertung des Peso hinzunehmen. Das IWF-Paket für Brasilien war insofern ungewöhnlich, als es durch eine bilaterale Finanzhilfe von \$ 14,5 Mrd. ergänzt wurde, die noch vor der Krise arrangiert worden war. Diese zweite Verteidigungslinie wurde von den Zentralbanken von 19 Ländern errichtet und primär über die BIZ organisiert.

Angesichts der Kosten und der Schwierigkeiten, die mit der Bewältigung von Krisen verbunden sind, ist es nur natürlich, daß der Frage nach der Verhinderung künftiger Krisen im letzten Jahr große Aufmerksamkeit gewidmet wurde. Ein Forum hierfür war die informelle Willard-Gruppe, die sich aus hochrangigen Vertretern aus Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften zusammensetzt. Ihre drei Arbeitsgruppen legten eine Reihe konkreter Empfehlungen vor, um Transparenz und Rechenschaftspflicht im öffentlichen und im privaten Sektor zu verbessern und Wege zu finden, die inländischen Finanzsysteme zu stärken und den privaten Sektor enger in das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung einzubinden. Diese Arbeiten traten ergänzend zu den Bemühungen bereits etablierter Foren wie den G10-Stellvertretern und den verschiedenen BIZ-Ausschüssen nationaler Experten hinzu (s. das Kapitel „Die Tätigkeit der Bank“).

Ein ermutigender Aspekt der Diskussionen des vergangenen Jahres bestand darin, daß auch von den Teilnehmern aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die von den Ergebnissen direkt betroffen sein dürften, zunehmend Beiträge erbeten und geleistet wurden. Nur so können kollektive Entscheidungen moralische Autorität erlangen, wenn es an wirksamem internationalem Recht mangelt. Ein zweiter optimistisch stimmender Aspekt der jüngsten Entwicklungen ist, daß die vorgelegten Empfehlungen im allgemeinen praxisnah und realisierbar sind, weil sie auf eine Politik der kleinen Schritte und nicht auf den „großen Wurf“ abstellen. Da die einzelnen Staaten sehr auf die Wahrung ihrer Souveränität bedacht sind, ist es unwahrscheinlich, daß Vorschläge für die Errichtung einer weltweiten Zentralbank, eines internationalen „lender of last resort“, einer übergeordneten weltweiten Aufsichtsbehörde oder eines internationalen Konkursgerichts in absehbarer Zeit Gehör finden werden. Eine wichtige Konsequenz dieses praktischen Ansatzes ist, daß die Implementierung einer Vielzahl kleiner, aber vernünftiger Reformen sehr anspruchsvoll sein wird. Darauf wird in den Schlußbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts näher eingegangen.

Auch wenn der Weg zu einem krisenfesteren Finanzsystem lang sein dürfte, so hat er doch immerhin begonnen. Ein Bereich, in dem bereits erhebliche Fortschritte erzielt worden sind, ist die Transparenz. Zwar gaben schon die

bislang verfügbaren BIZ-Statistiken ein ziemlich genaues und aktuelles Bild der Verschuldung der asiatischen Länder, aber Verbesserungen waren möglich und sind bereits vorgenommen worden. Auch die Vereinbarung einer Reihe von Standards für die Offenlegung nationaler Devisenreserven, einschließlich außerbilanzieller Forderungen, war ein willkommener Fortschritt gegenüber den früher verfügbaren Teilinformationen. Überdies sind eine Reihe offizieller Initiativen im Gang, um die Tätigkeit von Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation und ihren Geldgebern näher zu untersuchen. Eine Arbeitsgruppe des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht gab im Januar dieses Jahres zwei Berichte über die Beteiligung von Banken an diesen Geschäften heraus. Die jüngsten Ereignisse in Asien und im Umfeld der Rußland-Krise haben bisweilen beunruhigende Hinweise darauf gegeben, wie komplex die Interaktion zwischen Märkten und Finanzinstituten sein kann und wie rasch sich ein Risiko einer bestimmten Art bei einer hohen Hebelwirkung in ein Risiko anderer Art verwandeln kann.

Was die Stärkung der inländischen Finanzsysteme betrifft, so war die wichtigste Einzelinitiative in den letzten Jahren vielleicht die Vereinbarung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*. Dieser Ansatz einer Einigung auf internationale Standards empfehlenswerter Praktiken wird vielerorts als vorbildlich eingestuft, insbesondere auch durch die Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden. Im vergangenen Jahr gab es ähnliche Initiativen in den Bereichen Zahlungsverkehr und Abwicklung, Transparenz in der Geld- und Finanzpolitik sowie Unternehmenskontrolle. Die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagene Aktualisierung der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 wird dem internationalen Bankgewerbe ebenfalls eine nützliche Richtschnur liefern. Die geplanten Änderungen werden ein weiterer Schritt dahin sein, die Marktdisziplin als Ergänzung der traditionellen Aufsicht zu nutzen und interne Risikomodelle verstärkt zur Berechnung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen einzusetzen.

Angesichts des Ausmaßes der privaten Kapitalströme wird der private Sektor unweigerlich stärker und unmittelbarer in das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung eingebunden werden müssen. Viele der Empfehlungen der G10-Stellvertreter nach der Mexiko-Krise 1995 wurden seither erneut vorgebracht, sind bis jetzt aber noch nicht aufgegriffen worden. Dennoch hat es in jüngerer Zeit einige bedeutsame Entwicklungen gegeben. Bemühungen, die konzertierte, aber freiwillige Verlängerung der Kreditlinien von Geschäftsbanken sicherzustellen, spielten bei der Bewältigung der Krisen in Korea und Brasilien eine wesentliche Rolle. Das Beharren des Pariser Clubs, daß internationale Anleihen neben Bankkrediten in die Umstrukturierung der pakistanischen Verschuldung einzubeziehen seien, schuf ebenfalls einen wichtigen Präzedenzfall. Bei den Gläubigern, die 1998 so hohe Verluste erlitten wie seit der Schuldenkrise der achtziger Jahre nicht mehr, rückten die Risikoengagements weit stärker ins Bewußtsein. Aber so begrüßenswert diese Entwicklungen im Hinblick auf die Verringerung künftiger übermäßiger Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften auch sein mögen, sie dürften gleichzeitig die Tendenz verstärkt haben, daß bereits investiertes privates Kapital vorbeugend abgezogen wird. Es versteht sich von selbst, daß ein umsichtiges Vorgehen in diesem Bereich von großer Bedeutung sein wird, da viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor Schwierigkeiten beim Zugang zu den weltweiten Kapitalmärkten haben.

## II. Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

In den meisten entwickelten Industrieländern erhöhte sich das jährliche Wirtschaftswachstum 1998, obwohl von der sich ausweitenden Wirtschafts- und Finanzkrise in Asien und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften ein zunehmend negativer Einfluß ausging. Allerdings war es in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, inwieweit die Inlandsnachfrage die bremsende Wirkung des Außenbeitrags ausgleichen konnte. In den USA setzte sich das BIP-Wachstum entgegen den verbreiteten Prognosen einer Konjunkturabschwächung im gleichen Tempo fort wie 1997 und stieg gegen Ende des Jahres sogar an. Das Wachstum im Euro-Raum verlor dagegen im Jahresverlauf beträchtlich an Schwung, und die Rezession in Japan vertiefte sich trotz einer expansiven Fiskal- und Geldpolitik weiter.

Vor dem Hintergrund einer akkommodierenden Wirtschaftspolitik, niedriger Inflationsraten, günstiger Kreditbedingungen, lebhafter Aktienmärkte und eines relativ starken Beschäftigungswachstums waren die Ausgaben der privaten Haushalte im vergangenen Jahr in den Ländern, die die externen Schocks am besten bewältigten, der wichtigste Antriebsfaktor für die Expansion der Inlandsnachfrage. Die Sparquote der privaten Haushalte sank in einigen Fällen sogar auf einen historischen Tiefstand. Das günstige Klima an den Finanzmärkten sowie ein deutlicher Anstieg der Gewinne und der Rentabilität förderten auch die gewerblichen Anlageinvestitionen in diesen Ländern. Der weitere Rückgang der relativen Preise von Investitionsgütern und der zunehmende internationale Druck zu Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen lieferten einen zusätzlichen Impuls, insbesondere für die Ausrüstungsinvestitionen. In den Ländern, wo das Produktionswachstum 1998 an Dynamik verlor, waren die Ausgaben der privaten Haushalte dagegen in der Regel schwach, und die Unternehmen investierten ihre Gewinne eher in Finanzanlagen als in Sachvermögen.

Da das tatsächliche Produktionswachstum in den meisten Ländern oberhalb des Potentials lag, gingen die Arbeitslosenquoten 1998 allgemein zurück. Dennoch tendierte die Inflation weiter nach unten, worin sich die Nominallohnzurückhaltung, rückläufige Rohstoffpreise und Kapazitätsüberhänge an den weltweiten Gütermärkten widerspiegelten. Die große und noch immer wachsende Produktionslücke in Japan hat Besorgnis wegen der Gefahr allgemeiner Preisrückgänge aufkommen lassen. Bisher gibt es jedoch kaum Anzeichen für eine Deflationsspirale, da sowohl das Tempo der Disinflation als auch die Inflationserwartungen in Japan stabil geblieben sind.

Auch die Außenhandels- und Leistungsbilanzpositionen verschoben sich im vergangenen Jahr deutlich. Trotz niedrigerer Exporte in andere asiatische Länder weitete sich der japanische Leistungsbilanzüberschuß stark aus. Dagegen hatten das kräftige Wachstum der US-Inlandsnachfrage und die Dollaraufwertung zur

Folge, daß der Anstieg der asiatischen Leistungsbilanzüberschüsse seit 1996 zur Hälfte von den USA absorbiert wurde. Aufgrund sinkender Einnahmen aus dem Ölgeschäft verschlechterten sich auch die Leistungsbilanzen der ölexportierenden Länder beträchtlich, während der zusammengefaßte Überschuß der Länder des Euro-Raums stabil blieb.

## Anpassungen und wirtschaftspolitische Reaktionen bei externen Schocks

Im Verlauf des Jahres 1998 wurde die Wirtschaftsentwicklung in den entwickelten Industrieländern zunehmend von der Rezession und den Finanzmarkturbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften beeinflusst. Ausmaß und Übertragungskanäle dieses Einflusses waren jedoch in den einzelnen Ländern und Wirtschaftszweigen sehr unterschiedlich, je nach der Art der wirtschaftlichen Beziehungen zu den betreffenden Märkten, der Konjunkturphase, in der sich die heimische Wirtschaft befand, der Wechselkursentwicklung und nicht zuletzt der wirtschaftspolitischen Reaktion.

Rezession in den aufstrebenden Volkswirtschaften ...

Insgesamt verzeichneten die entwickelten Industrieländer im letzten Jahr eine Verbesserung ihrer Terms of Trade. Der Außenbeitrag ging jedoch zurück, da sich das Wachstum der realen Exporte verringerte und niedrigere Importpreise dafür sorgten, daß die Importvolumina hoch blieben. Darüber hinaus kam es selbst dort, wo sich der Außenbeitrag und die Terms of Trade in bezug auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen und die Wirtschaftsaktivität neutral entwickelten, zu großen Verschiebungen zwischen den einzelnen Wirtschaftssektoren, die die wirtschaftspolitischen Entscheidungen erschwerten. Insbesondere die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzten Branchen sahen sich sowohl mit einem Abwärtsdruck auf die Preise als auch mit einer schwächeren Nachfrage konfrontiert, während die niedrigeren Importpreise den privaten Haushalten ebenso zugute kamen wie Unternehmen, deren Absatz sich auf insgesamt weniger wettbewerbsintensive Inlandsmärkte konzentriert. Diese Unterschiede traten auch in den Vertrauensindikatoren zutage. Die Stimmung der Verbraucher hellte sich in praktisch allen Ländern auf, während die Zuversicht der Unternehmen sank. Dies war besonders im zweiten Halbjahr 1998 der Fall, als die Abschwächung der Exportnachfrage und die Konkurrenz durch Billigimporte am ausgeprägtesten waren.

... auf verschiedenen Wegen übertragen

Vor diesem Hintergrund war das BIP-Wachstum in den einzelnen Ländern sehr stark davon abhängig, inwieweit die inländische Nachfrageentwicklung den dämpfenden Einfluß des Außenbeitrags ausgleichen konnte. Insgesamt profitierte das Nachfragewachstum von der Verschiebung der weltweiten Finanzströme zugunsten der entwickelten Industrieländer, der akkommodierenden oder neutralen Geld- und Fiskalpolitik sowie den allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen. Ein entscheidender Einflußfaktor angesichts der beschriebenen Verschiebungen zwischen den Wirtschaftssektoren war jedoch die positive Reaktion der privaten Haushalte auf diese Entwicklungen. Gut zu beobachten war dies in den USA, wo die Ausgaben der privaten Haushalte besonders hoch waren, begünstigt durch einen kräftigen Anstieg der Beschäftigung und der Löhne, niedrige Zinssätze und den beträchtlichen Nettozuwachs im Vermögen der privaten Haushalte infolge der

Wichtige Einflußfaktoren: Ausgaben der privaten Haushalte ...

Beiträge zum BIP-Wachstum in ausgewählten Ländern									
	1997	1998	1998 4. Q.	1997	1998	1998 4. Q.	1997	1998	1998 4. Q.
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
	USA			Japan			Euro-Raum		
Inlandsnachfrage	4,3	5,3	5,6	0,0	-3,5	-3,1	1,9	3,3	3,0
Verbrauch	2,3	3,3	3,6	0,6	-0,6	0,0	0,9	1,8	2,1
Außenbeitrag	-0,4	-1,4	-1,4	1,4	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,6
BIP	3,9	3,9	4,3	1,4	-2,9	-3,0	2,5	3,0	2,4
	Kanada			Australien			Neuseeland		
Inlandsnachfrage	5,3	2,3	0,9	3,5	6,3	5,2	3,4	-0,1	0,0
Verbrauch	2,4	1,6	1,2	2,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,6
Außenbeitrag	-1,5	0,7	1,8	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
BIP	3,8	3,0	2,8	3,7	4,9	4,7	3,0	-0,8	-0,8
Quellen: Europäische Zentralbank; Angaben der einzelnen Länder.							Tabelle II.1		

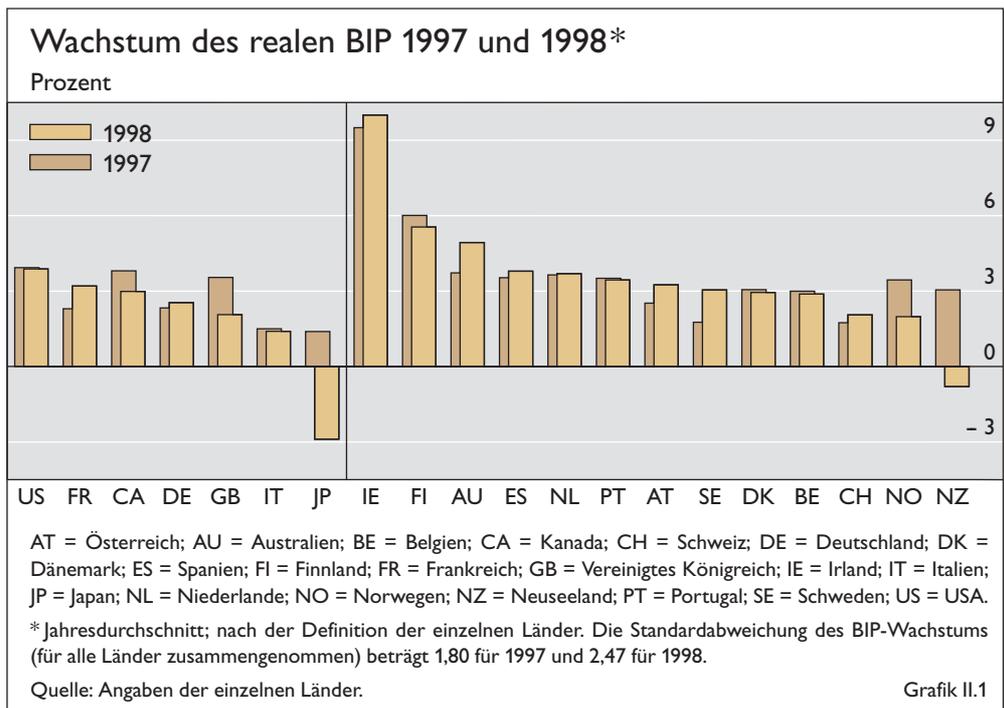
erheblichen Steigerungen der US-Aktienkurse. Einschließlich der Wohnbauinvestitionen erhöhten sich die Ausgaben der privaten Haushalte um über 5%, und das BIP wuchs im zweiten Jahr in Folge um fast 4% (Tabelle II.1).

Angesichts des hohen Anteils von Rohstoffen an ihren Exporten bekamen die übrigen in der Tabelle dargestellten englischsprachigen Länder sowohl nachteilige Entwicklungen der relativen Preise als auch Außenhandelschocks zu spüren. Dennoch war die Wirtschaftsentwicklung in den drei Ländern sehr unterschiedlich, was vor allem auf Unterschiede im wirtschaftspolitischen Kurs zurückzuführen war. *Australien* war am ehesten bereit, den Einfluß der Terms-of-Trade-Verluste abzufedern, indem es eine Wechselkursabschwächung zuließ; außerdem wurden die Zinssätze gesenkt. Dies hatte zur Folge, daß die Zunahme der Inlandsnachfrage den dämpfenden Einfluß des Außenbeitrags mehr als wettmachte und das BIP-Wachstum auf fast 5% stieg. *Kanada* fing die Verschlechterung der Terms of Trade ebenfalls über den Wechselkurs ab. Als die Abwertung der Währung jedoch den Rückgang der relativen Exportpreise übertraf und sich offenbar negativ auf das Vertrauen auswirkte, wurde die Geldpolitik gestrafft, woraufhin sich sowohl die Inlandsnachfrage als auch das BIP-Wachstum verlangsamten. *Neuseeland* befürchtete, daß die von den Terms of Trade ausgehende Währungsabschwächung die Inflation anheizen würde, und versuchte daher zunächst, die monetären Bedingungen durch eine Erhöhung der Zinssätze konstant zu halten. Zum Teil hierdurch ausgelöst, verringerte sich das BIP und erholte sich erst wieder, als die Geldpolitik angesichts niedrigerer Inflationsraten und einer sich vergrößernden Produktionslücke gelockert wurde.

Im *Euro-Raum* verstärkte sich die vom schwächeren Exportwachstum ausgehende Dämpfung im Jahresverlauf, da der Effekt der zurückhaltenderen Importnachfrage in Asien durch das verlangsamte Wirtschaftswachstum in mehreren osteuropäischen Ländern verschärft wurde. Gefördert durch günstige Finanzierungsbedingungen und eine leichte Lockerung der Fiskalpolitik in einigen Ländern beschleunigten sich jedoch die Ausgaben der privaten Haushalte, und das durchschnittliche BIP-Wachstum stieg gegenüber dem Vorjahr auf 3%. Dabei gab es

... und wirtschafts-  
politische Reaktion

Im Euro-Raum  
unterschiedliche  
Entwicklung ...



allerdings große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern (Grafik II.1). *Deutschland*, das sich mit einer niedrigeren Exportnachfrage, einer daraus resultierenden Abschwächung der Ausrüstungsinvestitionen und relativ verhaltenen Ausgaben der privaten Haushalte konfrontiert sah, verzeichnete gegen Ende 1998 ein negatives Produktionswachstum. Auch in *Italien* verlor die Konjunktur an Schwung, da die Exporte zurückgingen und die niedrigeren Zinssätze die Inlandsnachfrage nicht anzukurbeln vermochten, zumal sie für die privaten Haushalte in der Regel eine Einkommensverringerung bedeuten. In *Frankreich* und *Spanien* dagegen hielten die Dynamik bei den privaten Haushalten und hohe Beschäftigungszuwächse das Produktionswachstum nahe dem Potential. In anderen Ländern des Euro-Raums war die Wirtschaftsentwicklung noch lebhafter, und in *Irland* und den *Niederlanden* begannen sich Ungleichgewichte und Inflationsdruck abzuzeichnen.

In anderen europäischen Ländern, die im Konjunkturverlauf zumeist weiter fortgeschritten waren als der Euro-Raum, nahm das durchschnittliche Wachstum 1998 ab. Am ausgeprägtesten war die Abschwächung im *Vereinigten Königreich* und in *Norwegen*, wo die Inlandsnachfrage und das Produktionswachstum zunehmend von einer hohen Anfälligkeit gegenüber Außenhandelsschocks und externen Preisschocks sowie einer strafferen Geldpolitik beeinträchtigt wurden. Auch in *Dänemark* ging das Wachstum 1998 zurück, während in der *Schweiz* und in *Schweden* die Ausgaben der privaten Haushalte und die Sachvermögensbildung die geringere Exportnachfrage auszugleichen vermochten.

In *Japan* stellte sich die Situation völlig anders dar. Stärker mit den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften verflochten als die USA und Europa, gehörte Japan zu den ersten Ländern, die den negativen Einfluß der Asien-Krise auf den Außenhandel zu spüren bekamen. Außerdem vertiefte sich die Anfang 1997 begonnene Rezession, da die Nachfrage des privaten Sektors kaum auf expansive

... und in anderen europäischen Ländern Wachstumsrückgang

In Japan Vertiefung der Rezession

Impulse der Fiskal- und Geldpolitik reagierte. Obwohl sich die Exporte in die aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften um fast 20% verringerten, war der Außenbeitrag insgesamt sogar positiv, denn die Abnahme der Importe fiel durch die rückläufige Inlandsnachfrage stärker aus als der Rückgang der Exporte.

## Außenhandel und Leistungsbilanzsalden

Geringere Expansion des Welthandels und Preisrückgang

Die Krise in Asien und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften hatte im vergangenen Jahr auch einen spürbaren Einfluß auf den Welthandel und die Zahlungsbilanzen. Entsprechend der Abschwächung der Weltwirtschaft verlangsamte sich das Wachstum des Welthandels auf nur 3½%, die niedrigste Rate seit 1991 (Tabelle II.2). Infolge der gedämpften Nachfrage und der zunehmenden Kapazitätsüberschüsse sanken außerdem die Preise im Welthandel in SZR gemessen um rund 3%, wobei der Preisrückgang bei den Rohstoffen besonders ausgeprägt war. Gemessen im Verhältnis zu den Güterpreisen in den Industrieländern sind die Rohstoffpreise jetzt deutlich niedriger als Anfang der sechziger Jahre.

Verbesserung der Leistungsbilanzen in Asien ...

Die Rezession in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und in Japan hatte auch beträchtliche Verschiebungen der Leistungsbilanzpositionen zur Folge. Seit 1996 haben sich die Überschüsse der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens sowie Japans zusammengenommen um fast \$ 200 Mrd. ausgeweitet, was etwa doppelt soviel ist wie die Zunahme der Überschüsse der ölexportierenden Länder während des Ölpreisanstiegs 1978–80 (Tabelle II.3). Die entwickelten Industrieländer (ohne Japan) absorbierten ungefähr den gleichen Anteil des Anstiegs der weltweiten Überschüsse wie damals und Lateinamerika etwas mehr. Da aber die Öleinnahmen in den letzten beiden Jahren zurückgegangen sind, lieferten die höheren Leistungsbilanzdefizite der ölexportierenden Länder den Gegenposten zu rund einem Drittel des Anstiegs der Überschüsse Asiens.

Das höhere Defizit innerhalb der Gruppe der Industrieländer war außerdem ganz anders verteilt als 1978–80. Im wesentlichen wurde die Entwicklung der

Welthandel und Preise				
	1990–95	1996	1997	1998
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent			
Weltproduktion	2,9	4,3	4,2	2,5
Welthandel (Volumen)	6,2	6,9	9,9	3,3
<i>Relation Handel/Produktion</i>	2,2	1,6	2,4	1,3
Nettoexporte (Waren)				
Entwickelte Volkswirtschaften	0,3	-0,2	0,2	- 1,1
Aufstrebende Volkswirtschaften	0,7	0,7	3,3	4,6
Außenhandelspreise (in SZR)				
Industriegüter	-0,4	3,2	-1,3	- 2,9
Öl	-2,7	23,7	-0,2	-31,2
Rohstoffe (ohne Öl)	-0,9	3,3	2,0	-13,5
Terms of Trade				
Entwickelte Volkswirtschaften	0,5	-0,3	-0,3	1,3
Aufstrebende Volkswirtschaften	-1,1	2,2	-0,7	- 6,4

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*.

Tabelle II.2

Leistungsbilanzen seit 1996 durch Unterschiede im Wachstum der Inlandsnachfrage (Grafik II.2) und durch Wechselkursbewegungen bestimmt. Infolge des starken Wachstums der Inlandsnachfrage und der Aufwertung ihrer Währung absorbierten die USA rund die Hälfte des Gesamtanstiegs der Überschüsse in Asien, ganz anders als 1978–80, als die Dollarschwäche und ein relativ langsames Wachstum der Inlandsnachfrage zu einer Verbesserung der Position der US-Leistungsbilanz geführt hatten. Ein rasches Nachfragewachstum und ungünstige Veränderungen der relativen Preise spielten auch bei der erheblichen Verschlechterung der Leistungsbilanzen Kanadas, Australiens und Norwegens eine Rolle. In diesen Ländern machen die Rohstoffexporte einen beträchtlichen Teil der Gesamtexporte aus. Der Anstieg des japanischen Leistungsbilanzüberschusses kann dagegen zum größten Teil auf den Rückgang der Inlandsnachfrage und die Abschwächung des Yen zurückgeführt werden. Der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß der Länder des Euro-Raums hat sich seit 1996 kaum verändert, da Verbesserungen in Frankreich und Deutschland, hervorgerufen vor allem durch einen Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit, durch Verschlechterungen in anderen Ländern, insbesondere Italien, mehr als ausgeglichen wurden.

... größtenteils absorbiert von den USA ...

... und rohstoff-exportierenden Ländern

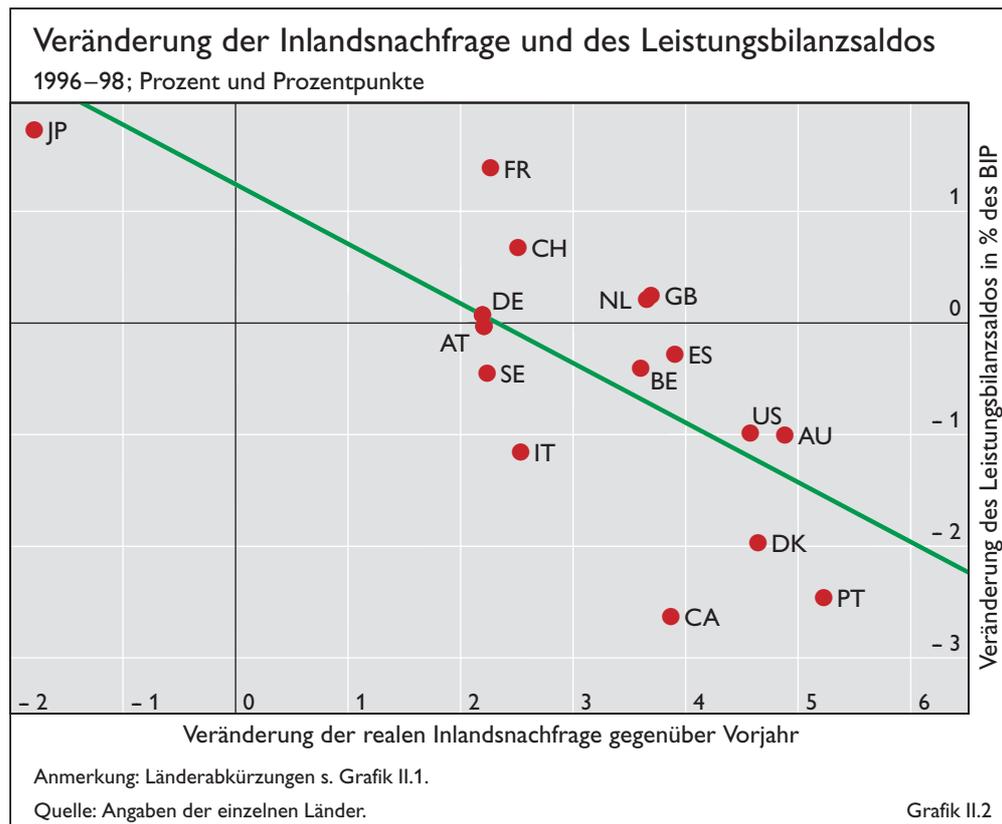
Wegen der ausgeprägten Veränderungen der relativen Preise im Außenhandel und der unterschiedlichen Konjunkturlage vermitteln die Leistungsbilanzsalden kein vollständiges Bild davon, auf welche Weise die verschiedenen Länder und die Wirtschaftsbereiche in den einzelnen Ländern von der Rezession in Asien und der verlangsamten Entwicklung des Welthandels betroffen waren. In den USA beispielsweise hat sich der Außenbeitrag bedingt durch den starken Wachstumsrückgang bei den Exporten, insbesondere nach Asien, und das weiterhin ausgeprägte Importwachstum in den letzten beiden Jahren gemessen am BIP um 1¾% verringert. Infolge der günstigeren Terms of Trade verschlechterte sich die

Entwicklung des Außenbeitrags und der Terms of Trade

Veränderung der Leistungsbilanzsalden <sup>1</sup>			
	1978–80		1996–98
Ölexportierende Länder	99	Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	136
Entwickelte Industrieländer	-75	Japan	54
USA	17	Übrige entwickelte Industrieländer	-133
Japan	-29	USA	-99
Euro-Raum	-66	Euro-Raum	1
Deutschland	-22	Deutschland	2
Frankreich	-11	Frankreich	19
Italien	-16	Italien	-15
Spanien	-8	Spanien	-2
Vereinigtes Königreich	5	Vereinigtes Königreich	3
Übrige <sup>2</sup>	4	Übrige <sup>2</sup>	-31
Aufstrebende Volkswirtschaften (ohne Ölexporture)	-33	Ölexportierende Länder	-66
Asien	-11	Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup> (ohne Ölexporture)	-27
Afrika	-1	Afrika	-3
Lateinamerika	-14	Lateinamerika	-27

<sup>1</sup> Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen. <sup>3</sup> Ohne Asien.  
 Quellen: IWF, *International Financial Statistics, World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.3

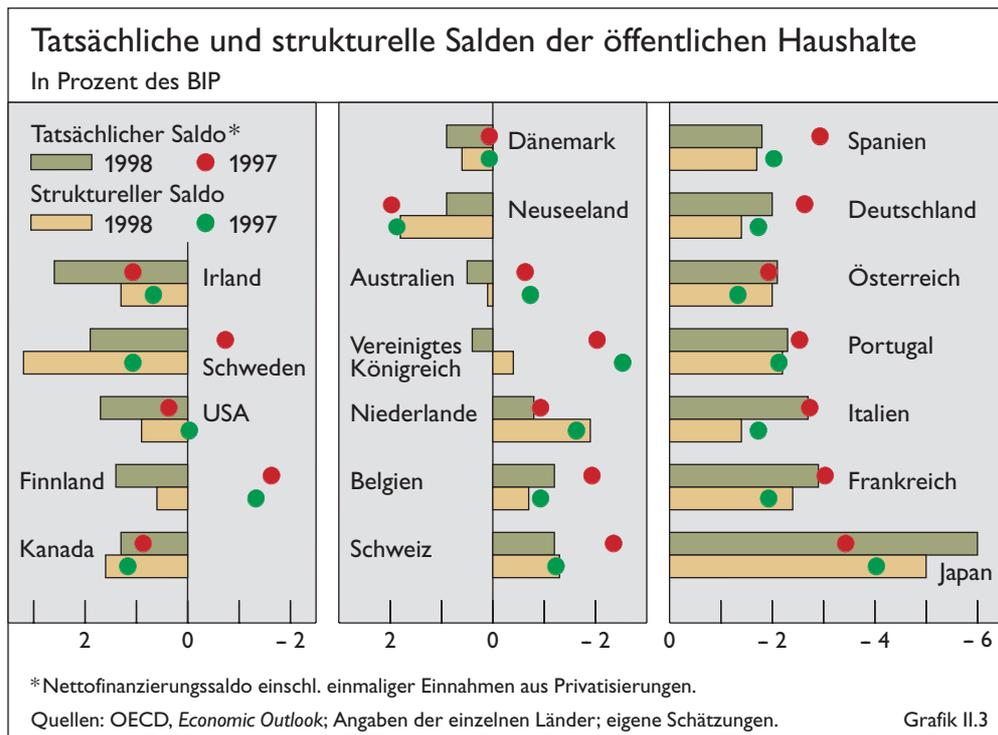


Leistungsbilanz jedoch nur um rund 1% des nominalen BIP. Auch im Vereinigten Königreich war der dämpfende Einfluß des Außenbeitrags weit größer als die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos, da die Aufwertung des Pfund Sterling dazu beitrug, daß sich die Terms of Trade trotz sinkender Ölpreise festigten, und sich die Dienstleistungsbilanz vorübergehend verbesserte. In Kanada, Neuseeland und Norwegen verschlechterte sich dagegen die Leistungsbilanz beträchtlich, da die ungünstigeren Terms of Trade den negativen Einfluß des Außenbeitrags noch verschärften. In den meisten Ländern des Euro-Raums verlor das Wachstum des Außenbeitrags im Laufe des Jahres 1998 an Dynamik, der Leistungsbilanzeffekt wurde jedoch dadurch abgeschwächt, daß sich die Terms of Trade verbesserten, obwohl die europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar an Wert einbüßten. In Japan fiel dagegen die Zunahme des Außenbeitrags höher aus als die Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos, weil sich die Terms of Trade verschlechterten.

## Fiskalpolitik

In Japan beträchtliche fiskalpolitische Anreize

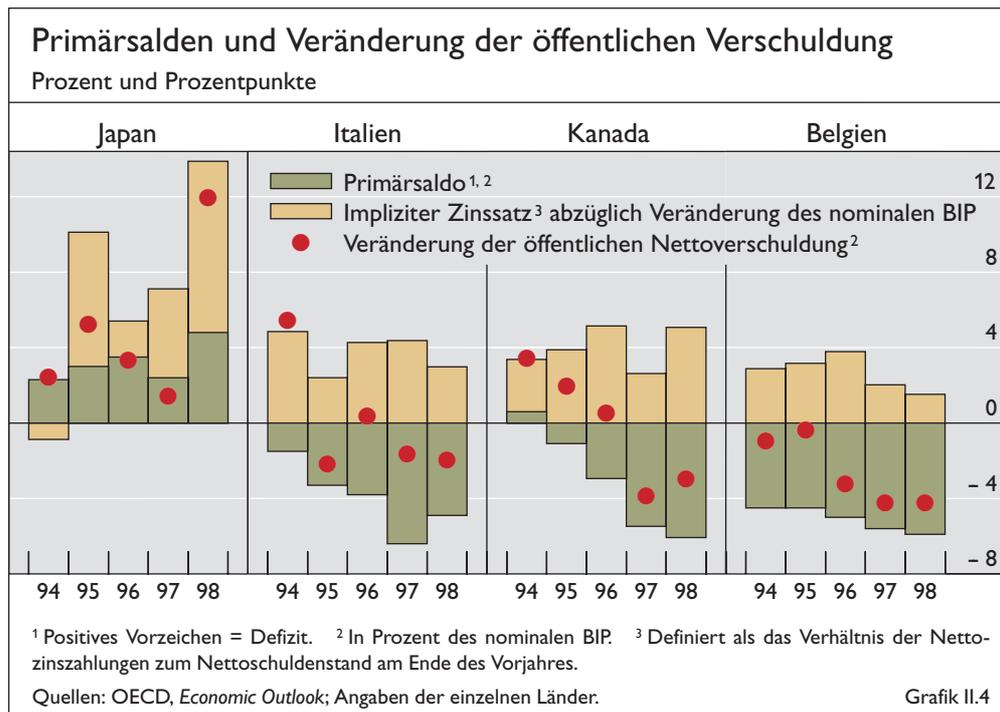
Am bemerkenswertesten waren in der Fiskalpolitik im vergangenen Jahr die Aussetzung des Gesetzes über die Finanzstrukturreform in Japan und die im April und November folgende Verabschiedung von Steuer-, Ausgaben- und Kreditmaßnahmen zur Ankurbelung der Inlandsnachfrage. Darüber hinaus wurde ein umfassendes Paket aufgelegt, das darauf abzielte, die Eigenkapitalausstattung der Banken zu verbessern, Kreditengpässe zu mildern und den Finanzsektor zu sanieren. Das Rekapitalisierungspaket wird erst in diesem Jahr umgesetzt, aber die



Effekte der Ausgaben- und Kreditmaßnahmen wurden bereits Ende 1998 erkennbar. Durch öffentliche Investitionen wurde ein weiterer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion verhindert, und staatliche Kreditgarantien trugen dazu bei, die Kreditengpässe für kleine und mittlere Unternehmen zu mildern und die Zunahme der Konkursfälle zu bremsen. Die Wirkung der Ausgaben der zentralen öffentlichen Haushalte wurde jedoch dadurch behindert, daß sich die finanzielle Lage der lokalen Gebietskörperschaften rasch verschlechterte und diese nicht in der Lage waren, ihren Teil des öffentlichen Investitionsprogramms zu finanzieren. Außerdem scheinen die Konjunkturimpulse die Privatwirtschaft bisher nicht belebt zu haben, so daß die sich vertiefende Rezession und die diskretionären Maßnahmen zusammengenommen 1998 einen Anstieg des Defizits der öffentlichen Haushalte auf 6% des BIP zur Folge hatten (Grafik II.3).

In den im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Ländern trugen dagegen sowohl diskretionäre Maßnahmen als auch Konjunkturreffekte dazu bei, das Haushaltsergebnis zu verbessern. Die USA verzeichneten im vergangenen Jahr einen Überschuß von 1¾% des BIP, verglichen mit einem Defizit von 4½% im Jahr 1992. Im Vereinigten Königreich sowie in Kanada, Australien, Finnland, Schweden und Irland waren ebenfalls erhebliche Verbesserungen festzustellen, und in Kanada gehört der strukturelle Überschuß gemessen am BIP nun zu den höchsten unter den G7-Ländern. Viele andere Länder, die ihre kurzfristigen Ziele der Haushaltskonsolidierung erreicht hatten, schlugen im vergangenen Jahr einen neutraleren oder sogar leicht expansiven Kurs ein. In einer Reihe von Fällen wurde nur ein Teil der durch den Konjunkturaufschwung generierten zusätzlichen Nettoeinnahmen zur Verbesserung der strukturellen Salden verwendet. Andere Länder lockerten ihre Haushaltspolitik sogar noch mehr. In Neuseeland beispielsweise war der Überschuß geringer als 1997, da der leichte Anstieg der diskretionären Ausgaben durch die Wirkung der automatischen Stabilisatoren verstärkt wurde. In Frank-

In mehreren Ländern Haushaltsüberschüsse ...



reich, den Niederlanden und Österreich wurden etwas stärkere Konjunkturimpulse gegeben, und die strukturellen Defizite weiteten sich trotz eines höheren Wirtschaftswachstums aus.

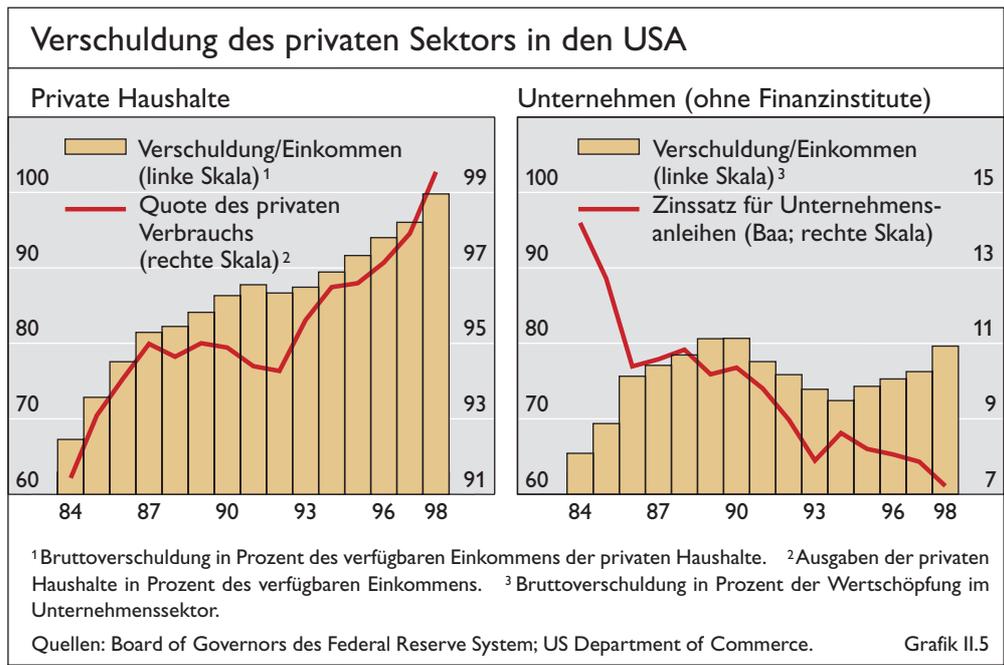
... und niedrigere Staatsschuldenquoten ...

Viele Länder erzielten auch bei der Senkung ihrer Staatsschuldenquote Erfolge. Die Primärsalden waren – außer in Japan – in den letzten beiden Jahren positiv, und die Nettozinszahlungen sind gesunken. Der Fortschritt wurde jedoch dadurch gebremst, daß die Primärsalden bei niedrigeren Inflationsraten und einer nur schleppenden Anpassung der öffentlichen Zinszahlungen an Veränderungen der langfristigen Marktsätze größer sein müssen, bevor die Schuldenquote sinkt. Dies zeigte sich in Ländern wie Italien, Kanada und Belgien, die ihre Konsolidierung von einem relativ hohen Schuldenstand aus begonnen hatten. In Belgien beispielsweise war der Primärsaldo seit Mitte der achtziger Jahre positiv, aber die Nettoschuldenquote begann erst 1994 zurückzugehen (Grafik II.4). Italien verzeichnete 1992 zum ersten Mal einen Primärüberschuß, aber ein kontinuierlicher Rückgang der Schuldenquote wurde erst fünf Jahre später erreicht. In Kanada ist die Schuldenquote in den letzten beiden Jahren ebenfalls gesunken, nachdem die Fiskalpolitik Mitte der neunziger Jahre beträchtlich gestrafft worden war. In Japan scheint dagegen eine Phase sehr rascher Schuldensteigerungen begonnen zu haben, da die massive Ausweitung des Primärdefizits dazu führte, daß die Nettoschuldenquote bis Ende 1998 auf über 30% und die Bruttoschuldenquote auf 100% gestiegen war, verglichen mit 4% bzw. 60% nur sechs Jahre zuvor.

... außer in Japan

### Sonstige Nachfragekomponenten

Im Rückblick werden aus dem Jahr 1998 vermutlich vor allem die finanziellen und externen Schocks der zweiten Jahreshälfte in Erinnerung bleiben. Festzuhalten ist



aber auch, daß in den Ländern, die die Schocks besonders gut überstanden, der private Verbrauch der wichtigste Wachstumsfaktor war. Dort, wo das BIP entweder schrumpfte oder erheblich langsamer wuchs, verhinderten die Ausgaben der privaten Haushalte zudem einen noch steileren Rückgang. Es gab jedoch einige Ausnahmen von diesem Trend. Besorgt wegen der künftigen Steuern und der Beschäftigungsaussichten, reagierten die japanischen Verbraucher auf die Steuer-senkungen mit einer Erhöhung der Ersparnisbildung aus Vorsorgemotiven. Auch in Deutschland und Italien wurden die Ausgaben der privaten Haushalte offenbar durch das verhaltene Beschäftigungswachstum gebremst. Überall, besonders jedoch in Frankreich und Spanien, war im letzten Jahr zu beobachten, daß die Schaffung von Arbeitsplätzen tendenziell eine Stimmungsverbesserung und Ausgabenerhöhung bei den privaten Haushalten bewirkte.

Auch ein wachsendes Vermögen trug im letzten Jahr zur Aufhellung des Stimmungsbildes bei den Verbrauchern bei und veranlaßte die privaten Haushalte, sich stärker zu verschulden und/oder Kapitalgewinne zu realisieren und die Ausgaben über den Anstieg des verfügbaren Einkommens hinaus zu erhöhen. In den USA nahmen sowohl private Haushalte als auch Unternehmen stärker den Kreditmarkt in Anspruch, um die derzeitigen hohen Ausgaben zu finanzieren, was die Frage aufwirft, ob dieses Ausgabeverhalten auf Dauer tragfähig sein kann. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist höher als je zuvor, und die Unternehmensverschuldung befindet sich auf dem höchsten Stand seit 1990 (Grafik II.5). Bislang waren die Kosten für die Bedienung dieser Verbindlichkeiten dank niedriger Zinssätze und längerer Laufzeiten zu bewältigen. Der Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte ist außerdem vor dem Hintergrund eines noch stärkeren Vermögensanstiegs zu sehen. Dennoch haben die Privatkonkurse einen neuen Höchststand erreicht. Da die Sparquote fast null ist und die Unternehmen einen Teil ihrer zusätzlichen Verschuldung genutzt haben, um Aktien zurückzukaufen, dürften die privaten Haushalte und Unternehmen darüber hinaus von einem

Ausgaben der privaten Haushalte allgemein hoch ...

... durch Beschäftigungswachstum und Aktiengewinne ...

Zinsanstieg stärker getroffen werden, auch wenn ein großer Teil der Nettoverschuldung im vergangenen Jahr zu festen Zinssätzen abgeschlossen wurde.

... sowie Vermögenszuwächse durch gestiegene Preise für Wohneigentum

Auch in mehreren anderen Ländern förderte die Realisierung von Vermögensgewinnen im vergangenen Jahr die Ausgaben der privaten Haushalte, und in einigen Fällen beginnen sich Inflationsdruck und gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte abzuzeichnen. In Irland haben fünf Jahre mit jährlichen Wachstumsraten von über 7% in Verbindung mit niedrigeren Hypothekarzinsätzen und hoher Kreditausweitung zu einer entsprechenden Überschufnachfrage am Wohnungsmarkt geführt. Die durchschnittlichen Preise für Wohneigentum in Dublin sind im Verlauf der letzten beiden Jahre um rund 80% gestiegen, und diese höheren Preise haben offensichtlich auch den Aufwärtsdruck bei den Nominallohnforderungen verstärkt. Auch in den Niederlanden könnte ein Nachfrageüberhang entstehen; hier hat die Realisierung von Vermögensgewinnen bei Wohneigentum und Aktien den privaten Verbrauch begünstigt, und die gesamtwirtschaftliche Produktion scheint inzwischen über dem Potential zu liegen. In Dänemark und Finnland waren die Ausgaben der privaten Haushalte ebenfalls dynamisch, zum Teil infolge von Vermögenszunahmen aufgrund gestiegener Preise für Wohneigentum. Während in Dänemark ein potentieller Inflationsdruck befürchtet wurde und daher Maßnahmen ergriffen wurden, um die Ersparnis der privaten Haushalte zu steigern und den Preisanstieg beim Wohneigentum zu dämpfen, gab es in Finnland kaum Anzeichen von Überhitzung oder gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten, wenngleich sich die Produktionslücke, die 1993 bei 11% lag, jetzt geschlossen hat. Eine Ausnahme von diesem Trend bildete das Vereinigte Königreich, wo die privaten Haushalte wegen zunehmender Unsicherheit über die künftige Wirtschaftsentwicklung zögerten, die beträchtlichen Vermögenszuwächse auszugeben.

Entwicklung der Inlandsersparnis in ausgewählten Ländern										
	in Prozent des BIP									
	USA		Japan		Deutschland		Frankreich		Italien	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
Inlandsersparnis	15,2	16,3	32,7	27,2	22,5	21,7	18,2	20,0	18,5	20,4
Öffentliche Ersparnis	-1,1	4,4	9,4	1,5	1,3	0,7	-2,5	-0,2	-5,7	0,5
Private Ersparnis	16,3	11,9	23,3	25,7	21,2	21,0	20,7	20,2	24,2	19,9
Private Haushalte	4,2	0,3	8,4	9,5	9,2	7,7	10,0	10,1	12,8	8,0
Unternehmen	12,1	11,6	14,9	16,2	12,0	13,3	10,7	10,1	11,4	11,9
	Vereinigtes Königreich		Kanada		Australien		Schweden		Schweiz	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
Inlandsersparnis	14,3	18,1	14,3	18,0	17,2	19,8	11,2	16,6	28,8	30,2
Öffentliche Ersparnis	-4,8	1,4	-4,8	3,7	-3,4	2,7	-7,6	4,4	-0,9	1,9
Private Ersparnis	19,1	16,7	19,1	14,3	20,6	17,1	18,8	12,2	29,7	28,3
Private Haushalte	7,9	5,0	7,6	0,7	3,5	1,5	5,0	0,6	7,2	5,8
Unternehmen	11,2	11,7	11,5	13,6	17,1	15,6	13,8	11,6	22,5	22,5

\* Jahr des höchsten Defizits der öffentlichen Haushalte nach 1990; Japan: Jahr des höchsten Überschusses; Deutschland: Jahr nach der Wiedervereinigung.

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

Tabelle II.4

Die Stärke der Ausgaben der privaten Haushalte und die damit einhergehenden niedrigeren Sparquoten dürften auch auf die Konsolidierung der Staatshaushalte und eine höhere staatliche Ersparnis zurückzuführen sein. In den USA beispielsweise hat der Rückgang der Ersparnis der privaten Haushalte seit 1992 den Anstieg der öffentlichen Ersparnis zu drei Vierteln „kompensiert“ (Tabelle II.4). In Kanada hat die Ersparnis der privaten Haushalte noch mehr abgenommen, obwohl sich im zweiten Halbjahr 1998 sowohl der Verbrauch als auch die Wohnbauinvestitionen verlangsamten. Angesichts der bereits niedrigen Sparquote und einer gemessen am Einkommen hohen Verschuldung zögerten die privaten Haushalte in Kanada offensichtlich immer mehr, sich noch stärker zu verschulden. In Italien stand dem Anstieg der staatlichen Ersparnis zu einem großen Teil ebenfalls eine niedrigere Ersparnis der privaten Haushalte gegenüber, da die Verbraucher die Ausgaben, die über das schwache Wachstum ihres Einkommens hinausgingen, durch eine Verringerung ihres Finanzvermögens finanzierten. In anderen Ländern war die Reaktion auf die Konsolidierung der Staatshaushalte gedämpfter, so daß die höhere staatliche Ersparnis einen größeren Einfluß auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnis hatte.

Ersparnis der privaten Haushalte und Konsolidierung der Staatshaushalte

Ein weiteres Merkmal des derzeitigen Konjunkturzyklus war die deutliche Zunahme der gewerblichen Anlageinvestitionen, insbesondere in den Ländern, die in der konjunkturellen Entwicklung am weitesten fortgeschritten waren. Zwar ist der unmittelbare Beitrag der Investitionen zum Nachfragewachstum geringer als der des Verbrauchs, aber die starke Investitionstätigkeit mindert die Gefahr von Kapazitätsengpässen sowie eines daraus resultierenden Inflationsdrucks und hat auf diese Weise zur Verlängerung des aktuellen Konjunkturzyklus beigetragen. So ist der Konjunkturaufschwung in den USA inzwischen einer der längsten seit dem Zweiten Weltkrieg, aber dennoch lag der Kapazitätsauslastungsgrad in der Industrie Ende letzten Jahres noch deutlich unter früheren Höchstwerten. In vielen Ländern des Euro-Raums entwickelten sich die Investitionsausgaben demgegenüber relativ schleppend, und trotz der Konjunkturabschwächung gegen Ende 1998 blieb die Kapazitätsauslastung verhältnismäßig hoch.

Zunahme der Unternehmensinvestitionen ...

Wichtige investitionsfördernde Faktoren waren die günstigen Kreditbedingungen, hohe und weiter steigende Aktienkurse sowie die deutliche Ausweitung der Gewinne. Wie bereits erwähnt, ging der Investitionsboom in den USA mit einem erheblichen Anstieg der Unternehmensverschuldung einher, aber günstige Kreditkonditionen und hohe Gewinne förderten die Investitionsausgaben auch in anderen Ländern. In Schweden wurde im letzten Jahr der Rückgang des Außenbeitrags um 2% des BIP durch die Belebung der Unternehmensinvestitionen ausgeglichen. Auch in Finnland und Spanien waren die Investitionen der Unternehmen eine der wichtigsten Wachstumsquellen. Die Gründe dafür waren vor allem höhere Gewinne sowie im Falle Spaniens günstigere Kreditbedingungen, nachdem sich das Land für den Beitritt zur Währungsunion qualifiziert hatte. Die japanischen Unternehmen dagegen sahen sich durch Verluste, Kreditbeschränkungen und unsichere Wachstumsaussichten veranlaßt, ihre Investitionen um über 11% zu verringern. Dennoch wuchs der Kapitalstock weiter, wodurch sich die nachfrageinduzierte Ausweitung der Produktionslücke noch verstärkte.

... und ihr Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum ...

... infolge unterschiedlicher Erwartungen ...

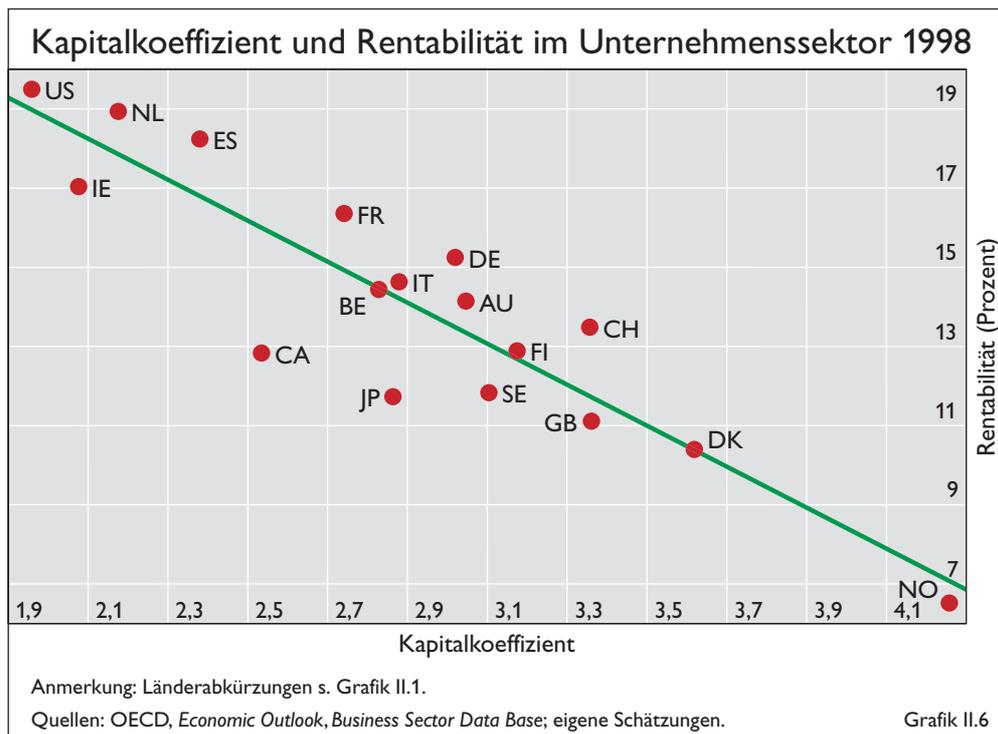
... und voraussichtlicher Renditen

Der wichtigste Einflußfaktor für die Investitionsausgaben in den letzten Jahren dürften die unterschiedlichen Wachstumserwartungen der Unternehmen gewesen sein, die zumeist Unterschiede in den Wachstumsraten der Vergangenheit und in der jüngeren Entwicklung der Produktion je Einheit investierten Kapitals widerspiegeln (Tabelle II.5). Außerdem scheinen Länder mit relativ niedrigen Kapitalkoeffizienten, wie die USA, die Niederlande, Irland und Spanien, höhere Renditen erwirtschaftet und dadurch die Investitionskonjunktur angekurbelt zu haben (Grafik II.6). Umgekehrt sind die hohen Kapitalkoeffizienten und damit verbundenen niedrigen Renditen in Japan und Norwegen möglicherweise ein Hinweis auf Überinvestitionen in der Vergangenheit und auf Kapazitätsüberhänge, die weitere Investitionsausgaben hemmen. Eine Rolle spielte auch der Rückgang des relativen Preises von Investitionsgütern, insbesondere Ausrüstungsgütern, der – zusammen mit einem wachsenden Druck, die Kosten je Produktionseinheit zu reduzieren – die Unternehmen veranlaßte, Arbeitskräfte durch Kapital zu ersetzen, um die Arbeitsproduktivität zu steigern. Dieser Druck dürfte einer der Hauptgründe für die jüngsten Investitionstrends in Deutschland und der Schweiz sein. In den USA waren die Investitionsausgaben gemessen am Produktionswachstum angesichts der geringen Lohnsteigerungen unerwartet hoch, was darauf schließen läßt, daß die Unternehmen die Ausrüstungsinvestitionen verstärkt

Jüngste Entwicklung der Anlageinvestitionen von Unternehmen und mögliche Bestimmungsfaktoren					
	Investitionen <sup>1</sup>	BIP <sup>2</sup>	MKP <sup>3</sup>	Rentabilität <sup>4</sup>	Pk/W <sup>5</sup>
Irland	43,1	30,7	6,8	15,4	90,4
Norwegen	40,6	13,4	1,4	7,5	95,5
USA	35,3	10,0	2,3	18,7	85,2
Vereinigtes Königreich	33,4	9,2	2,1	11,6	83,4
Finnland	32,9	15,3	3,8	10,3	82,3
Kanada	31,8	7,8	1,9	14,3	80,8
Australien	26,4	11,8	2,5	13,5	81,6
Dänemark	25,9	9,7	1,4	11,4	80,0
Niederlande	24,1	9,3	2,2	18,6	89,5
Spanien	20,8	8,9	1,7	18,3	84,6
Schweden	15,8	7,1	1,8	12,3	79,0
Belgien	14,2	6,8	1,8	13,8	88,1
Schweiz	12,0	2,3	0,6	12,3	76,7
Frankreich	8,7	6,0	1,7	15,7	85,7
Italien	8,4	5,2	1,5	15,4	93,0
Deutschland	6,9	5,0	1,3	13,6	83,8
Japan	5,6	8,1	0,5	13,6	86,1
<i>Nachrichtlich</i> <sup>6</sup>		0,72	0,63	-0,17	0,18

Anmerkung: Angaben für den Unternehmenssektor (BIP: Gesamtwirtschaft).  
<sup>1</sup> Kumulative Veränderung der realen Anlageinvestitionen 1995–98 in Prozent. <sup>2</sup> Kumulative Veränderung des realen BIP 1994–97 in Prozent. <sup>3</sup> Marginale Kapitalproduktivität: Veränderungsrate der realen Wertschöpfung geteilt durch das Verhältnis von Investitionen zu Wertschöpfung (zu konstanten Preisen); Durchschnitt der Jahre 1994–98. <sup>4</sup> Kapitalertrag vor Steuern 1996. <sup>5</sup> Verhältnis von Investitionsgüterpreisen zu Löhnen 1996; Index 1990 = 100. <sup>6</sup> Bilaterale Korrelation zwischen Investitionen einerseits und BIP, MKP, Rentabilität bzw. Pk/W andererseits.

Quellen: OECD, *Economic Outlook, Business Sector Data Base*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.5



haben, um einem potentiellen künftigen Arbeitskräfteengpaß und Lohnkostendruck zu begegnen. Dieses vorbeugende Verhalten scheint zum Teil den oben beschriebenen Rückgang der Kapazitätsauslastung zu erklären.

## Entwicklung am Arbeitsmarkt

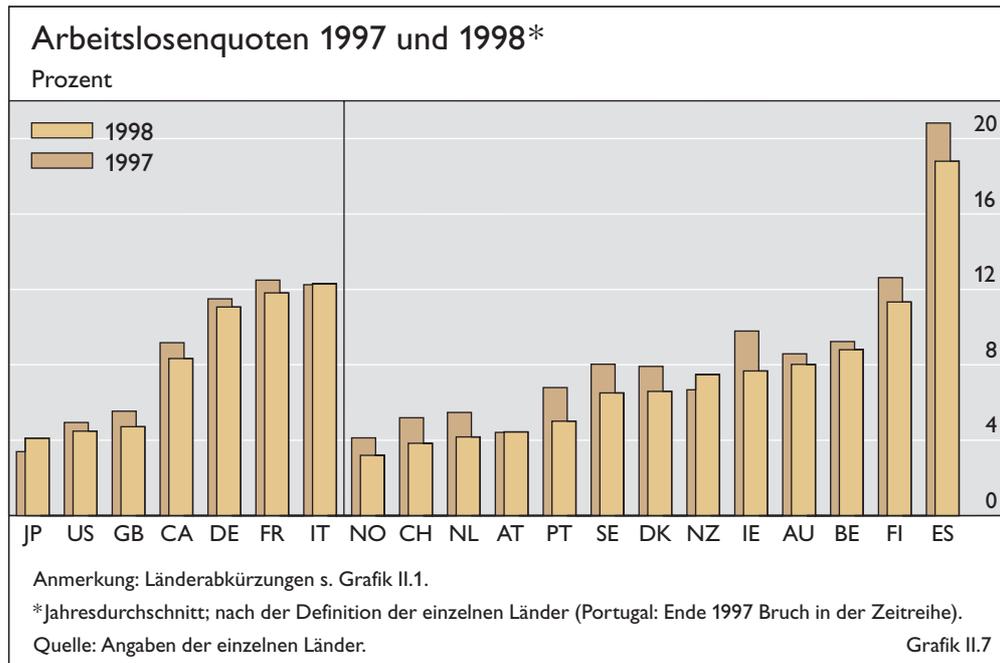
### Arbeitslosigkeit

Die Lage am Arbeitsmarkt hellte sich im vergangenen Jahr insgesamt auf (Grafik II.7). In den USA, im Vereinigten Königreich und in den Niederlanden sind die Arbeitslosenquoten gegenüber ihrem bereits niedrigen Niveau erneut weiter gesunken. Trotzdem kam es nur vereinzelt zu Angebotsengpässen am Arbeitsmarkt, und der Auftrieb bei den Löhnen blieb verhalten. Auch in vielen der kleineren europäischen Länder sowie in Kanada und Australien sind die Arbeitslosenquoten deutlich gesunken, während sich die Arbeitsmarktlage in Japan und Neuseeland eingetrübt hat. In Japan war die offizielle Arbeitslosenquote zum ersten Mal in der Nachkriegszeit höher als in den USA.

Diese unterschiedliche Entwicklung hängt vor allem damit zusammen, daß sich die Volkswirtschaften jeweils in anderen Phasen des Konjunkturzyklus befinden. In nahezu allen Ländern, die eine über dem Trend liegende Wachstumsrate verzeichneten, sank im vergangenen Jahr zugleich die Arbeitslosigkeit; dabei kam es in den Ländern mit einer höheren Expansionsrate auch zu einem entsprechend stärkeren Rückgang der Arbeitslosigkeit. Spiegelbildlich hierzu kommt im Anstieg der Arbeitslosigkeit in Japan und Neuseeland insbesondere die konjunkturbedingte Abschwächung der Produktion zum Ausdruck.

Zum Teil dürften die Unterschiede aber auch darauf zurückzuführen sein, daß es in den einzelnen Ländern bislang unterschiedlich gut gelungen ist, die struk-

Konjunkturbedingter Rückgang der Arbeitslosigkeit ...



... sowie  
strukturelle  
Verbesserungen in  
einigen Ländern ...

turbedingte Arbeitslosigkeit zu verringern. Beachtliche Erfolge haben hierbei Irland, Dänemark, die Niederlande und das Vereinigte Königreich erzielt – Länder, in denen in jüngerer Zeit umfassende Arbeitsmarktreformen durchgeführt wurden. Auch in Spanien wurden wichtige Änderungen vorgenommen, und zwar insbesondere beim Kündigungsschutz und im Bereich der Arbeitslosenunterstützung. Allerdings wird die strukturelle Arbeitslosigkeit in Spanien trotz des Rückgangs in den vergangenen Jahren immer noch auf über 15% geschätzt.

... aber nicht  
überall

In anderen Ländern verharrte die strukturelle Arbeitslosigkeit auf einem anhaltend hohen Niveau oder ist sogar noch gestiegen. In Deutschland und Frankreich beispielsweise wird sie zumeist auf über 10% geschätzt. Die Arbeitslosenquote insgesamt liegt in beiden Ländern derzeit über dem Niveau von 1995, obwohl sich die Produktionslücke seitdem nicht weiter vergrößert hat bzw. im Falle Frankreichs sogar kleiner geworden ist. Die kräftigen Beschäftigungszuwächse in Frankreich im vergangenen Jahr sind zum Teil zwar eine Folge der Strukturereformen, die darauf zielten, die Beschäftigungsperspektiven für Frauen und Jugendliche insbesondere im Dienstleistungssektor zu verbessern. Gleichzeitig haben diese Reformen aber auch zu einer steigenden Erwerbsbeteiligung insgesamt geführt, so daß die Beschäftigungsgewinne nicht mit einer entsprechenden Verringerung der offenen Arbeitslosigkeit einhergegangen sind. Auch in Deutschland wurden Schritte unternommen, um die Arbeitsmarktflexibilität zu verbessern. Allerdings haben sie bislang wohl eher einen Anstieg der Produktivität als eine höhere Beschäftigung bewirkt. Vor diesem Hintergrund könnte die aggressive Haltung der Gewerkschaften bei den Lohnverhandlungen in Deutschland sowohl die strukturelle als auch die registrierte Arbeitslosigkeit ansteigen lassen.

#### Arbeitsproduktivität

Unterschiede  
beim Produktivitäts-  
wachstum ...

Auch bei der Arbeitsproduktivität waren im vergangenen Jahr erhebliche Unterschiede zu verzeichnen. In Australien und Deutschland lag der Produktivitätszuwachs im Unternehmenssektor bei über 2½% und war damit kaum niedriger

als in den USA, Finnland und Frankreich (Tabelle II.6). In vielen anderen Ländern stieg die Produktivität nur wenig, und in Japan ging sie stark zurück.

Ebenso wie die Arbeitslosigkeit wird auch die Arbeitsproduktivität sowohl durch konjunkturelle als auch durch strukturelle Faktoren beeinflusst. Längerfristig wird das Produktivitätswachstum überwiegend von Entwicklungen auf der Angebotsseite bestimmt; hierzu gehören Veränderungen des Kapitalstocks je Erwerbstätigen, das Ausbildungsniveau der Erwerbstätigen eines Landes sowie die Entwicklung neuer Technologien und deren Einsatz am Arbeitsplatz. Auf kurze Sicht bewegt sich die Produktivität jedoch parallel zum Konjunkturverlauf, weil die Arbeitgeber dazu neigen, die Beschäftigung nur langsam an Änderungen des Produktionsniveaus anzupassen. Dieser Einfluß des Konjunkturzyklus erklärt einen guten Teil des deutlichen Produktivitätsverlustes, der im zurückliegenden Jahr die Verschärfung der Rezession in Japan begleitete. Die meisten anderen Länder befanden sich in einer vergleichsweise weit fortgeschrittenen Expansionsphase, in der konjunkturelle Faktoren in der Regel nur geringen Einfluß haben.

Im Ergebnis waren längerfristige Trends der prägende Bestimmungsfaktor für die Produktivitätsunterschiede. In Deutschland beispielsweise wird der trendmäßige Anstieg der Produktivität derzeit auf über 3% geschätzt, nachdem er in den achtziger Jahren bei rund 2% gelegen hatte. Ein großer Teil dieses Anstiegs

... infolge  
konjunktureller  
Entwicklungen ...

... und  
längerfristiger  
Trends

Ursachen des Produktivitätswachstums im Unternehmenssektor						
	BIP je Beschäftigten				Relation Kapitalstock/Beschäftigung	
	Ergebnis 1998	Ursache <sup>1</sup>			80er Jahre	90er Jahre
		Konjunktur	Trend <sup>2</sup>	Restgröße		
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
Australien	3,3	0,5	1,8 (1,1)	1,0	2,1	1,5
Deutschland	2,8	0,2	3,1 (1,8)	-0,5	2,2	3,6
USA	2,3	0,3	1,1 (1,3)	0,9	1,2	1,9
Finnland	2,1	0,0	3,7 (3,8)	-1,6	3,6	1,8
Frankreich	2,0	0,3	1,9 (2,5)	-0,2	2,6	2,5
Irland	1,8	-0,3	3,2 (4,1)	-1,1	3,4	-0,4
Schweden	1,6	0,1	2,6 (1,7)	-1,1	2,4	3,7
Belgien	1,5	0,1	1,8 (1,6)	-0,4	2,8	2,7
Italien	1,4	-0,2	2,3 (2,4)	-0,7	2,2	3,1
Schweiz	0,9	0,1	0,6 (0,3)	0,2	0,9	2,8
Dänemark	0,7	0,4	2,3 (1,7)	-2,0	2,7	2,1
Niederlande	0,7	0,3	1,4 (1,4)	-1,0	1,1	1,2
Vereinigtes Königreich	0,6	-1,1	1,0 (2,1)	0,7	1,6	1,3
Norwegen	0,5	-0,1	2,0 (1,4)	-1,4	2,9	0,7
Kanada	0,1	-0,5	0,7 (1,6)	-0,1	5,5	3,6
Japan	-2,4	-4,3	2,2 (2,6)	-0,3	4,4	3,7

<sup>1</sup> Die Zerlegung des Produktivitätswachstums in diese drei Komponenten ist aus der Schätzung eines dynamischen Arbeitsnachfragemodells für den Zeitraum 1980–98 abgeleitet. Das Modell setzt das Produktivitätswachstum in Beziehung zum BIP-Wachstum sowie zu einem Fehlerkorrekturterm, definiert als das Produktivitätsniveau des Vorjahres abzüglich des langjährigen Trendwerts. Der Trendwert wird als „spline“-Funktion mit einem Übergang im Jahr 1990 geschätzt. <sup>2</sup> Geschätzte Trendrate des Produktivitätswachstums für die achtziger Jahre in Klammern.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.6

ist auf die deutlich höhere Kapitalintensität der Produktion zurückzuführen. Angesichts einer relativen Verteuerung des Faktors Arbeit und eines schärfer werdenden Wettbewerbsdrucks haben die Unternehmen vielfach Arbeit durch Kapital ersetzt. Auch in Australien, Dänemark, Norwegen und Schweden scheint der Trend des Produktivitätsanstiegs zugenommen zu haben, und in Finnland und Irland ist er hoch geblieben, obgleich die Kapitalintensität hier weniger rasch gestiegen ist.

Einfluß der zunehmenden Kapitalintensität ...

Demgegenüber gibt es Hinweise auf einen Rückgang des trendmäßigen Produktivitätswachstums in Kanada, worin sich eine zwar weiterhin relativ hohe, jedoch etwas verlangsamte Kapitalbildung widerspiegelt. Schätzungen ergeben für das Vereinigte Königreich gleichfalls einen leicht gesunkenen und für die Schweiz weiterhin einen recht niedrigen Trend des Produktivitätswachstums. In den USA ist die Schätzung für den Trend in den neunziger Jahren insgesamt ähnlich wie in den achtziger Jahren. Allerdings hat sich das Produktivitätswachstum hier zuletzt beschleunigt, ohne daß dies eindeutig auf konjunkturelle Faktoren oder auf einen langfristigen Trend zurückgeführt werden kann. Obwohl dieser zu beobachtende Anstieg teilweise Änderungen bei der Inflationsmessung zuzuschreiben ist, scheint die jüngste Entwicklung doch auch einen Hinweis auf grundlegendere Veränderungen zu liefern. So hat sich mit der lebhaften Investitionstätigkeit in den USA trotz weiterhin anhaltender Beschäftigungsgewinne die Kapitalintensität erhöht. Darüber hinaus wird bisweilen argumentiert, daß die Auswirkungen der jüngsten Investitionen in die Hochtechnologie besonders groß sein dürften, weil mit ihnen ein deutlicher technologischer Fortschritt verbunden ist. Aber obgleich auf Computer derzeit ein Großteil der Investitionsausgaben entfällt, haben sie am gewerblichen Nettokapitalstock nur einen Anteil von 2%. Aus diesem Grunde hatten Investitionen in Computer, auch wenn sie eine höhere Rendite erbringen als andere Ausrüstungsinvestitionen, bislang nur relativ geringen Einfluß auf den gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsanstieg. Allerdings nimmt dieser Einfluß zu, und Computer könnten in den nächsten Jahren zu einer wichtigen Quelle von Produktivitätsfortschritten werden.

... und der Investitionen in die Hochtechnologie

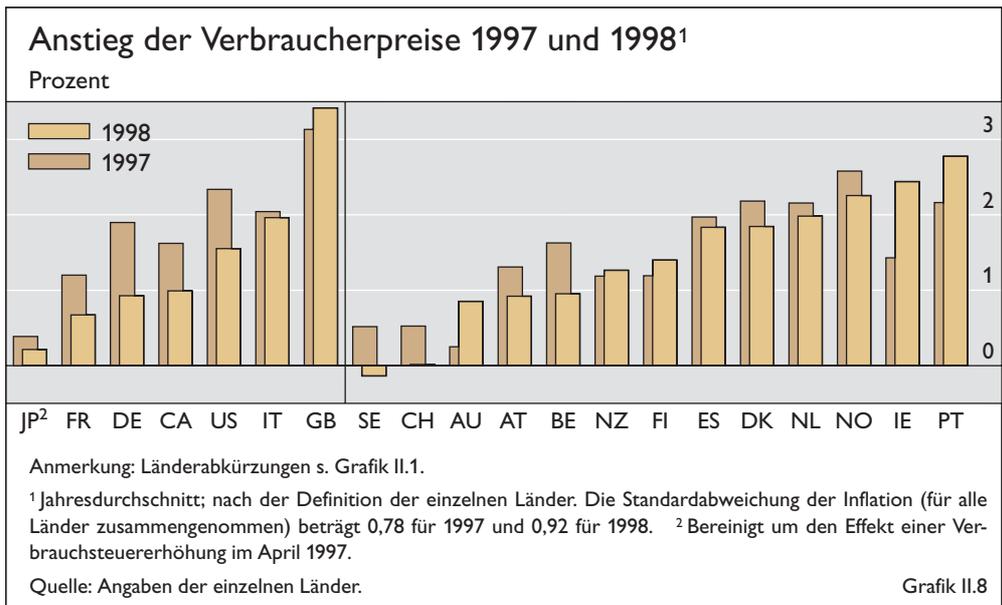
## Jüngste Entwicklung bei Löhnen und Preisen

Weitere Verlangsamung des Preisauftriebs infolge moderaten Lohnwachstums ...

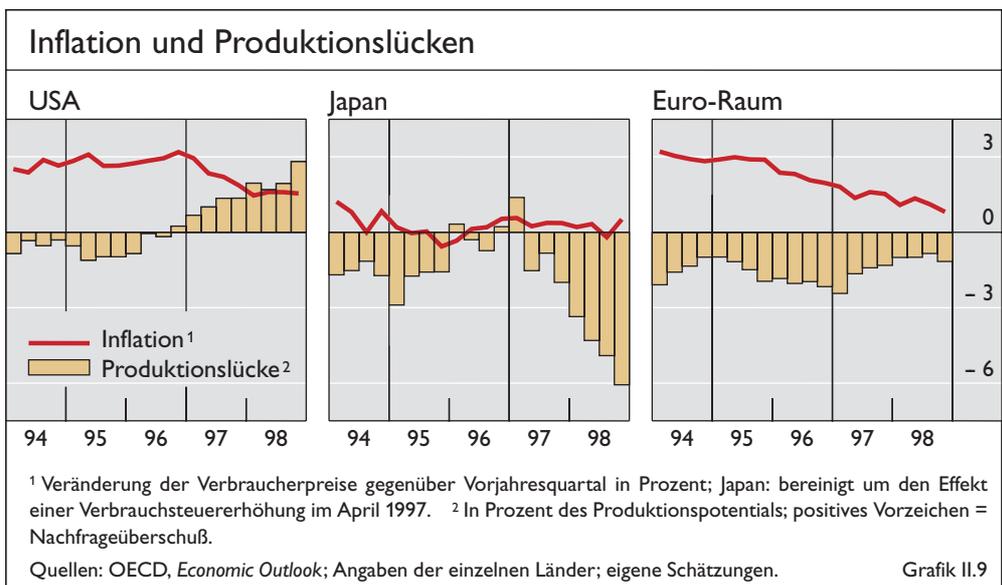
Die realwirtschaftlichen Entwicklungen des Jahres 1998 gingen mit einem anhaltenden Rückgang des Preisauftriebs einher, wie er schon in den letzten Jahren zu beobachten gewesen war (Grafik II.8). Dieser Inflationsrückgang war zum Teil das Ergebnis einer weiteren moderaten Entwicklung der Lohnstückkosten. Die Nominallohnerhöhungen im Euro-Raum insgesamt gingen weiter zurück, während dem leichten Lohnauftrieb in den USA starke Produktivitätszuwächse gegenüberstanden. Trotz schrumpfender negativer bzw. wachsender positiver Produktionslücken in den meisten Ländern verringerte sich darüber hinaus im allgemeinen die Spanne zwischen Preisen und Lohnstückkosten, weil die Kosten für international gehandelte nicht arbeitsbezogene Vorleistungen zurückgingen, der weltweite Wettbewerb schärfer wurde und die Überkapazitäten auf den globalen Gütermärkten zunahmen (Grafik II.9).

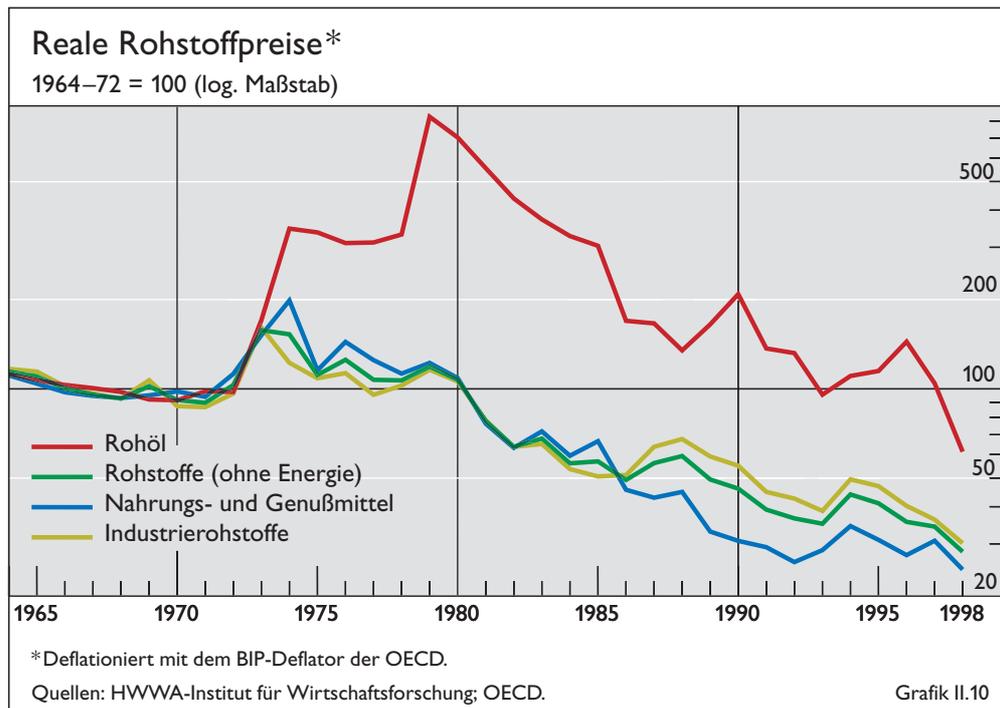
... sinkender Rohstoffpreise ...

Ein wesentlicher Faktor, der die nicht arbeitsbezogenen Kosten drückte, war der Rückgang der Rohstoffpreise (Grafik II.10), insbesondere des Rohölpreises,



der Ende 1998 inflationsbereinigt um mehr als 60% unter seinem Höchstwert von 1996 lag. Hierfür ist zu einem großen Teil die Rezession in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften verantwortlich, auf die während der vorangegangenen vier Jahre rund zwei Drittel der Zunahme des Ölverbrauchs entfallen waren. Allerdings wurde der Ölpreis auch durch das ungewöhnlich warme Wetter während des vergangenen Jahres, zu hohe Lagerbestände und den weltweiten Anstieg des Ölangebots gedrückt. Nachdem unter den wichtigsten Ölexporteuren eine Vereinbarung erzielt worden war, die Produktion in diesem Jahr zu drosseln, hat der Ölpreis seit seinem Tiefstand um fast 50% zugelegt. Da jedoch in vielen ölexportierenden Ländern Druck besteht, zusätzliche Einnahmen zu erzielen, um die steigenden Haushaltsdefizite abzufedern, könnte die Einhaltung der Vereinbarung möglicherweise in Frage gestellt sein. Marktbeobachter erwarten allerdings derzeit, daß der Preisanstieg nicht nur vorübergehender Natur ist.





Die weltweit schwache Nachfrage und ein steigendes Angebot führten auch bei vielen anderen Rohstoffen zu deutlichen Preisrückgängen. Bei den Nahrungsmittelpreisen setzte sich die bereits seit längerer Zeit andauernde Abwärtsbewegung im vergangenen Jahr verstärkt fort, weil das Angebot wetterbedingt zugenommen hatte. Außerdem wurde der Rückgang der Preise für landwirtschaftliche Rohstoffe gegenüber ihren Höchstständen von 1995 durch die Rezession in Asien und die Angebotssteigerungen aufgrund des technischen Fortschritts, einer zunehmenden Privatisierung der Produktion sowie höherer Preise in der ersten Hälfte des Jahrzehnts weiter begünstigt. Die gleichen Faktoren drückten auch die Preise für Industrierohstoffe. Allerdings wurde der Rückgang 1998, insbesondere bei Grundmetallen, wohl dadurch verstärkt, daß die Produzenten versuchten, Einkommensausfälle durch Produktionssteigerungen und Senkung der Gewinnspannen zu kompensieren. In manchen Fällen ging dies so weit, daß die Preise nicht mehr kostendeckend waren. Da die meisten Rohstoffe in US-Dollar verrechnet werden, hat die Festigung des Dollars seit 1995 darüber hinaus den Abwärtsdruck auf die Preise tendenziell erhöht.

... und Überkapazitäten auf den Weltmärkten

Die Schwäche der weltweiten Nachfrage hat sich auch in beträchtlichen Überkapazitäten bei vielen Zwischen- und Fertigerzeugnissen niedergeschlagen. Dieses Nachfrage/Angebots-Ungleichgewicht trug zum trendmäßigen Rückgang der Inflationsraten in den Industrieländern bei, indem es die Preise für importierte Güter reduzierte und den Wettbewerbsdruck bei im Inland produzierten Gütern erhöhte. So fielen die Erzeugerpreise für Industriegüter in den Ländern der Zehnergruppe um rund 2% gegenüber dem Vorjahr, und auch die Preise für Konsumgüter gaben in vielen Ländern nach. Überdies ließ der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen im Jahresverlauf nach, was auf die oben erwähnte moderate Steigerung der Nominallöhne zurückzuführen war sowie in einigen Ländern auf die Deregulierung und Privatisierung bei Dienstleistungen, die zuvor vom öffentlichen Sektor bereitgestellt worden waren.

In den USA verlangsamte sich der Verbraucherpreisanstieg trotz eines weiteren Anstiegs der Produktion über ihr Potential im vergangenen Jahr auf rund 1½%. Hier wurden die disinflationären Effekte niedrigerer Kosten von nicht arbeitsbezogenen Vorleistungen und weltweiter Überkapazitäten durch zwei weitere Faktoren verstärkt: Erstens blieb der Außenwert des Dollars 1998 zumeist auf einem relativ hohen Niveau, was dazu beitrug, die Preissteigerungen sowohl bei Importgütern als auch bei inländischen Gütern, die in enger Substitutionskonkurrenz zu Importen stehen, zu dämpfen. Zweitens hat sich das hohe Niveau der US-Unternehmensinvestitionen in den letzten Jahren in einem unterdurchschnittlichen Kapazitätsauslastungsgrad niedergeschlagen, wodurch der Effekt erhöhter internationaler Konkurrenz auf die US-Inlandspreise verstärkt und eine deutliche Kompression der Gewinnmargen herbeigeführt wurde.

In den USA  
disinflationäre  
Effekte ...

Obwohl die oben skizzierten Entwicklungstendenzen in Europa insgesamt eine niedrigere Inflation mit sich gebracht haben, gab es einige wichtige Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Zum Beispiel stieg die Inflationsrate im letzten Jahr in Irland und in Portugal, bedingt durch ein rasches Produktionswachstum. In Irland wirkte die Beschleunigung bei den Lohnstückkosten zusätzlich preistreibend. In den Niederlanden bewegte sich die Inflation zwar weiter nach unten, aber die Arbeitslosenquote ist auf nur 3,8% gefallen (einen der niedrigsten Werte im Euro-Raum), und der von den Arbeitskosten ausgehende Druck wird stärker. Demgegenüber ermöglichten Nominallohnrückhaltung und starke Produktivitätszuwächse es den französischen und deutschen Unternehmen, den Anstieg der Lohnstückkosten zu begrenzen und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit trotz einer nominalen effektiven Aufwertung ihrer Währungen aufrechtzuerhalten. Auch in Spanien, Finnland und Belgien hat die anhaltende Zurückhaltung bei den Nominallöhnen dazu beigetragen, den Preisdruck trotz eines relativ starken Beschäftigungswachstums zu dämpfen. In Schweden und in der Schweiz waren die Verbraucherpreise rückläufig oder annähernd konstant.

... und in Europa  
unterschiedliche  
Inflations-  
entwicklung

In Japan erwarteten einige Beobachter wegen der stärker werdenden Rezession und der wachsenden Produktionslücke einen drastischen Preisdruck nach unten. Bis jetzt gibt es allerdings offenbar kaum einen Beleg für das Einsetzen einer Deflationsspirale, bei der die Ausgaben in Erwartung fallender Preise eingeschränkt werden. Isoliert betrachtet könnte der deutliche Anstieg der Sparquote als Hinweis auf einen solchen Prozeß interpretiert werden. Aber während die Nominallöhne und die Großhandelspreise für Industriegüter im vergangenen Jahr sanken, stiegen die Lohnstückkosten, und die Verbraucherpreise blieben annähernd konstant. Wichtiger dürfte noch sein, daß in Japan ein hoher Grad an Inflationsträgheit feststellbar ist. Gemäß Umfragen bei privaten Haushalten und Unternehmen erwartet eine Mehrheit der Befragten höhere Preise in der Zukunft, obwohl die tatsächlichen Preise konstant sind oder fallen. Außerdem hat sich trotz der starken Ausweitung der Produktionslücke die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate nur leicht verändert, während das historische Verlaufsmuster eine jähe und anhaltende Verlangsamung des Preisauftriebs impliziert hätte.

In Japan Preisdruck  
nach unten

#### *Anzeichen für nominale Rigiditäten*

Das makroökonomische Umfeld der letzten Jahre hat die Frage aufgeworfen, ob der Inflationsprozeß heute anderer Natur ist als in früheren Jahrzehnten. Beispiels-

Möglicherweise  
Verstärkung  
nominaler  
Rigiditäten  
durch niedrige  
Inflation ...

weise wird die Überlegung angestellt, ob die Nominallöhne nach unten starr sind, weil die Beschäftigten Nominallohnreduktionen als unfair betrachten, während sie unter Umständen durchaus bereit wären, ähnlich große inflationsbedingte Reallohneinbußen hinzunehmen. Bei einem solchen Widerstand gegen Nominallohnkürzungen könnten es die Unternehmen in einem Umfeld niedriger Inflationsraten schwerer haben, die Reallöhne nach unten anzupassen, und müssen bei einer schwächeren Nachfrage oder negativen Produktivitätsschocks in einem größeren Umfang mit einem Abbau der Beschäftigung reagieren. Damit könnte zwar das Risiko verbunden sein, daß die Arbeitslosigkeit bei niedrigen Inflationsraten etwas höher ausfällt, doch angesichts der jüngsten Rückgänge der Arbeitslosigkeit und des Fehlens überzeugender empirischer Belege für die Bedeutsamkeit solcher Rigiditäten sollte einer derartigen Befürchtung kein zu großes Gewicht beigegeben werden.

... infolge seltenerer  
Preisanpassungen ...

Ein anderer und vielleicht stichhaltigerer Grund zur Besorgnis besteht darin, daß nominale Rigiditäten auf den Arbeits- und Gütermärkten dazu führen könnten, daß das allgemeine Beharrungsvermögen der Lohn- und Preisinflation bei niedrigen Inflationsraten deutlicher ausgeprägt ist. Ist dies der Fall, hätten wirtschaftspolitisch induzierte ebenso wie sonstige Veränderungen der Nominaleinkommen einen größeren Einfluß auf die reale Produktion als in Zeiten höherer Inflation. Solche nominalen Rigiditäten werden oft darauf zurückgeführt, daß Unternehmen im allgemeinen nur ungern Veränderungen von Nominallöhnen oder Preisen vornehmen, weil mit der Neuverhandlung von Verträgen oder der Anpassung von Preislisten Kosten verbunden sind. Bei sinkenden Inflationsraten und Inflationserwartungen wären diese Kosten in zunehmendem Maße größer als die Vorteile einer häufigeren Preisanpassung.

... und längerer  
Laufzeiten von  
Verträgen

Einige jüngere Entwicklungen auf den Arbeits- und Gütermärkten passen gut zu diesen Hypothesen. Zum Beispiel haben in den USA neue Tarifvertragsvereinbarungen tendenziell längere Laufzeiten, in einigen Fällen bis zu sechs Jahren. Außerdem sind in Tarifverträgen im Privatsektor deutlich seltener automatische Anpassungen an die Lebenshaltungskosten vorgesehen, und in Europa ist die Lohnindexierung praktisch verschwunden. Auf den Gütermärkten verlangen und erhalten immer mehr Produzenten von ihren Lieferanten langfristige Preisgarantien. Diese dürften es den Lieferanten erschweren, höhere Produktionskosten zu überwälzen. Umgekehrt dürfte die Verbreitung einiger neuer Technologien – wie etwa Preisscanner, Internetkataloge und leistungsfähigere Lohnabrechnungssoftware – in die Gegenrichtung wirken und selbst kleine Anpassungen von Löhnen und Preisen erleichtern. Überdies dürften sich die etablierten Vorgehensweisen und Erwartungen ebenso wie die Vorstellung von einer angemessenen Gerechtigkeit an ein von niedrigen Inflationsraten geprägtes Umfeld anpassen, insbesondere angesichts glaubwürdiger Selbstverpflichtungen seitens der Geld- und Währungspolitik.

Anzeichen  
für erhöhte  
Rigidität ...

Nominale Rigiditäten sind nur schwer direkt zu messen. Ihre Bedeutung läßt sich jedoch daran abschätzen, in welchem Ausmaß sich Veränderungen der nominalen Nachfrage in Produktionsveränderungen und/oder Verschiebungen der Inflationsrate niederschlagen. Zwar hängt die reale Produktion langfristig von angebotsseitigen Faktoren ab, doch können Veränderungen der nominalen Nachfrage die Produktion auf kürzere Sicht beeinflussen, weil sich die Preise nur

Schätzungen nominaler Rigiditäten				
	Preise*		Durchschnittliche Inflationsrate	
	1970–85	1986–98	1970–85	1986–98
USA	0,86	0,86	6,4	2,8
Schweiz	0,74	0,59	4,8	2,4
Schweden	0,74	0,57	9,0	4,1
Deutschland	0,63	0,78	4,7	2,5
Frankreich	0,56	0,93	9,4	2,4
Kanada	0,55	0,73	7,6	2,3
Dänemark	0,54	0,64	9,0	2,7
Australien	0,48	0,62	9,7	3,6
Vereinigtes Königreich	0,46	0,83	11,3	4,2
Belgien	0,41	0,80	6,6	2,7
Italien	0,37	0,58	14,2	5,4
Spanien	0,36	0,53	13,4	5,5
Japan	0,31	0,85	6,1	0,8

\* Die nominale Rigidität der Preise wird geschätzt als 1 abzüglich des Koeffizienten für das Wachstum der Nominaleinkommen in einer Regression der Inflation (BIP-Preise) auf das Wachstum der Nominaleinkommen, die verzögerte Produktionslücke, die verzögerte Inflation und die verzögerte Veränderung der relativen Importpreise. Ein Koeffizient von 1 zeigt somit eine vollständige Rigidität, ein Koeffizient von 0 eine vollständige Flexibilität an.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.7

allmählich an ihr angemessenes Niveau anpassen. Eine der Implikationen stärkerer nominaler Rigiditäten ist daher, daß Veränderungen der nominalen Nachfrage länger brauchen, um die Preise zu beeinflussen, und somit einen größeren kurzfristigen Einfluß auf die reale Wirtschaftsaktivität ausüben. Hierauf aufbauende empirische Schätzungen lassen den Schluß zu, daß die nominale Rigidität in vielen Industrieländern zugenommen hat, nicht nur in Japan, wo die Inflation in den letzten Jahren besonders niedrig war, sondern auch in einigen der Länder mit expliziten Inflationszielen (Tabelle II.7). Dagegen scheinen sich die nominalen Rigiditäten in den USA, Schweden und der Schweiz nicht erhöht zu haben; vielmehr waren sie dort schon immer ein wichtiger Bestandteil des Inflationsprozesses.

Die Evidenz größerer nominaler Rigidität bei niedrigen Inflationsraten wurde kürzlich für das Argument herangezogen, daß eine expansive Wirtschaftspolitik zur Verringerung der Arbeitslosigkeit eingesetzt werden könnte. Wenn nämlich das Beharrungsvermögen im Inflationsprozeß hoch ist, könnte es eine Weile dauern, bevor Ungleichgewichte auf den Arbeits- und Gütermärkten die Inflation beeinflussen, so daß Fehler der Politik, sofern sie unmittelbar erkannt werden, rechtzeitig korrigiert werden könnten. Daher wären die Inflationsrisiken bei dem Versuch, die Arbeitslosigkeit auf diese Weise zu reduzieren, gering; zusätzliche Vorteile könnte es geben, wenn auch die strukturelle Arbeitslosigkeit verringert wird. Die jüngsten Wirtschaftsdaten der USA werden in dieser Hinsicht manchmal als Beispiel genannt. Darin kommt die Vermutung zum Ausdruck, daß die Tatsache, daß die Arbeitslosenquote während einer beträchtlichen Zeitdauer so niedrig gehalten werden konnte, das Humankapital der geringer qualifizierten Bevölke-

... werden als Argument für eine expansive Wirtschaftspolitik herangezogen ...

rungssegmente verbessert und so zu einem Rückgang der strukturellen Arbeitslosigkeit beigetragen hat.

... was aber  
Risiken in sich birgt

Eine Politik, die sich auf diese Argumente stützt, birgt allerdings beträchtliche Risiken. Es sei in Erinnerung gerufen, daß die niedrige Arbeitslosigkeit in den USA mit einem außergewöhnlichen externen Abwärtsdruck auf die Preise einherging, von dem sie zugleich profitierte. Dieser resultierte nicht nur aus sinkenden Rohstoffpreisen, sondern auch aus dem hohen Außenwert des Dollars während der vergangenen Jahre. Überdies geht das oben erwähnte Argument davon aus, daß die Beharrungskraft von Löhnen und Preisen in beide Richtungen ähnlich ist. Wenn jedoch der Anstieg der nominalen Rigiditäten in manchen Ländern eher eine Tendenz gegen nominale Lohn- und Preisreduktionen als ein grundsätzliches Beharrungsvermögen der Inflation widerspiegelt, könnten sich die Versuche, die Arbeitslosenquote zu senken, ohne gleichzeitig strukturelle Reformen durchzuführen, schnell in einer höheren Inflationsrate niederschlagen. Vor allem ist schließlich eines zu bedenken: Sollte sich erweisen, daß die Bemühungen, die Arbeitslosigkeit durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zu senken, unbeabsichtigte und unerwartete Folgen für die Inflation haben, bedeutet die Zunahme nominaler Rigiditäten auch, daß die Behebung der Folgen solcher Fehler der Politik kostspieliger sein wird.

### III. Die Ausweitung der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften sahen sich 1998 mit einem Einbruch der Rohstoffpreise und einer sehr unruhigen Lage an den internationalen Finanzmärkten konfrontiert. Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte wurden Investitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften als wesentlich risikoreicher eingeschätzt, so daß Gläubigerbanken und andere Anleger ihr finanzielles Engagement drastisch verringerten. War die Finanzkrise bis Mitte 1998 noch größtenteils auf Asien begrenzt gewesen, so breitete sie sich danach rasch auf Rußland und Teile Lateinamerikas aus.

Die Anpassung an die Krise ging in Asien mit einem gravierenden Rückgang der Produktion einher. Im weiteren Verlauf des Jahres wurde die Stabilität im Finanzsektor aber teilweise wiederhergestellt, und in den am stärksten betroffenen Volkswirtschaften flachte der Produktionsrückgang tendenziell ab. Wie kräftig die Erholung sein wird, bleibt jedoch abzuwarten. Die über Jahre hinweg aufgebauten Überkapazitäten dämpfen die Investitionstätigkeit. Darüber hinaus nimmt die Auslandsnachfrage weiterhin kaum zu, was zum Teil auf die gedrückte Stimmung an vielen Exportmärkten der Region, insbesondere in Japan, zurückzuführen ist. Auch die Aussichten für die chinesische Wirtschaft sind noch mit einiger Unsicherheit behaftet.

Die Krise in Rußland im August 1998 hatte ihren Ursprung in einer Reihe beträchtlicher Schwächen in der Wirtschaft und im Finanzsektor. Viele der Eckpfeiler einer Marktwirtschaft sind nicht vorhanden, bei den öffentlichen Finanzen besteht dringender Reformbedarf, und die Finanzinstitute werden ihrer zentralen Rolle im Intermediationsprozeß noch nicht gerecht. In anderen osteuropäischen Ländern ist der Übergangsprozeß weiter fortgeschritten, und die Ansteckungseffekte durch die Krise in Rußland waren nur begrenzt.

Das Land, das die Flucht in Qualität und Liquidität Ende 1998 am meisten zu spüren bekam, war Brasilien. Wie so oft in der Vergangenheit erwies sich eine Wechselkursbindung bei wachsenden binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten als nicht tragfähig. Auch die meisten anderen lateinamerikanischen Länder fanden an den internationalen Güter- und Finanzmärkten schwierigere Bedingungen vor, und sie waren gezwungen, einen restriktiveren wirtschaftspolitischen Kurs einzuschlagen.

#### Wichtigste Einflußfaktoren der Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Finanzmarkturbulenzen, die mit der Kursfreigabe des thailändischen Baht Mitte 1997 ausbrachen, haben seitdem auf eine große Zahl aufstrebender

Wichtigste Stadien der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften	
1997	
Juli	Kursfreigabe des thailändischen Baht (2. Juli).
August	Kursfreigabe der indonesischen Rupiah (14. August). Genehmigung eines Unterstützungspakets für Thailand in Höhe von \$ 20,1 Mrd. unter der Federführung des IWF (20. August).
Oktober	Einbruch der Aktienmärkte in Asien, Lateinamerika und Rußland. Starker Abwertungsdruck in Brasilien, Hongkong, Korea und Taiwan.
November	Genehmigung eines Unterstützungspakets für Indonesien in Höhe von \$ 40 Mrd. unter der Federführung des IWF (5. November).
Dezember	Genehmigung eines Unterstützungspakets für Korea in Höhe von \$ 57 Mrd. unter der Federführung des IWF (4. Dezember). Kursfreigabe des koreanischen Won (6. Dezember). Ölpreiserückgang um 30% im Jahresverlauf.
1998	
Januar	Bindung des russischen Rubels mit einer Schwankungsbreite von $\pm 15\%$ an den Dollar (1. Januar). „Zahlungspause“ bei der Unternehmensverschuldung in Indonesien (27. Januar). Umschuldungsvereinbarung zwischen Korea und seinen ausländischen Gläubigern über \$ 24 Mrd. (29. Januar).
Februar	Vorschlag eines Currency Board in Indonesien.
Mai	Präsidentenwechsel nach Unruhen in Indonesien (21. Mai). Russischer Refinanzierungssatz am Monatsende bei 150%.
Juni	Indonesien und ein Gläubigerausschuß vereinbaren Umstrukturierung von \$ 70 Mrd. an privaten Auslandsverbindlichkeiten (4. Juni). Neues Abkommen zwischen IWF und Indonesien unterzeichnet (24. Juni). Südafrikanischer Rand gerät unter starken Druck und wertet massiv ab. Brasilianische Zinssätze kehren auf das Niveau von Anfang Oktober 1997 zurück (26. Juni).
Juli	Unterstützungspaket für Rußland in Höhe von \$ 22,6 Mrd. 1998/99 unter der Federführung des IWF (\$ 4,8 Mrd. am 20. Juli zur Verfügung gestellt).
August	Yen auf 8-Jahres-Tief (11. August). Währungsbehörden von Hongkong intervenieren am Aktienmarkt (14. August). Rußland ändert Wechselkursregime, setzt Zahlungen auf kurzfristige Staatsschulden aus und verfügt Moratorium für Begleichung von Handelsverbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden (17. August).
September	Rußland stützt den Rubel nicht mehr (1. September). Malaysia bindet seine Währung an den Dollar und führt strikte Kapitalverkehrskontrollen ein (1./2. September). In Lateinamerika brechen die Aktienmärkte ein, und die Währungen geraten unter Druck: Kolumbien verschiebt sein Wechselkursband um 9% (2. September); brasilianische Zinssätze verdoppeln sich auf fast 50% (10. September); kurzfristige mexikanische Zinssätze erreichen Höchstwert von 48% (11. September); Chile erweitert seine Bandbreite und erhöht Zinssätze (16. September). China verschärft Devisenvorschriften (27. September).
Sept.–Dez.	Reihe von Zinssenkungen in den wichtigsten Währungsblöcken.
Oktober	Nach den Präsidentschaftswahlen kündigt Brasilien 3jähriges haushaltspolitisches Anpassungsprogramm an (20. Oktober).
Dezember	Genehmigung eines Unterstützungspakets für Brasilien in Höhe von \$ 41,5 Mrd. unter der Federführung des IWF, einschl. eines BIZ-Kredits von \$ 13,3 Mrd., der von den Zentralbanken von 19 Industrieländern gestützt wird (2. Dezember).
1999	
Januar	Kursfreigabe des brasilianischen Real (15. Januar). Argentinische Zentralbank bringt Frage der Dollarisierung auf (21. Januar). Internationale Rating-Agentur stuft koreanische Staatsschulden auf „investment grade“ herauf (25. Januar).
März	Neues IWF-Programm für Brasilien (8. März). Erste brasilianische Zinssenkung seit der Kursfreigabe (25. März).

Tabelle III.1

Volkswirtschaften übergriffen. Die Krise hat mehrere Stadien durchlaufen (Tabelle III.1), die durch verschiedene, oft komplexe Transmissions- und Ansteckungsmechanismen miteinander verknüpft waren. Hauptursachen für die Schwierigkeiten waren in den meisten Ländern ein labiler Unternehmens- und Finanzsektor, konsolidierungsbedürftige öffentliche Finanzen, wachsende Leistungsbilanzdefizite sowie mangelhafte wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen. Da viele aufstrebende Volkswirtschaften zunehmend in das internationale Finanzsystem integriert sind, trug die plötzliche Umkehr der Kapitalströme fast immer dazu bei, binnenwirtschaftliche Probleme auszulösen und zu verschärfen. Dies wiederum führte in den betroffenen Ländern zu einer schweren Rezession und einem Kurssturz der Währung, mit entsprechenden Konsequenzen für die internationalen Außenhandelspreise und Warenströme. Dadurch entstanden weitere Kanäle, über die sich die Krise unter den aufstrebenden Volkswirtschaften und sogar darüber hinaus verbreitete.

### Kapitalströme

Im zweiten Halbjahr 1997 fand eine lange Periode des problemlosen Zugangs von aufstrebenden Volkswirtschaften zur Mittelaufnahme an den internationalen Finanzmärkten ein abruptes Ende. Die privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften, die 1996 noch \$ 140 Mrd. betragen hatten, schrumpften 1997, als die ersten Wellen der Finanzmarkturbulenzen die Entwicklungsländer er-

Ausbleiben privaten Kapitals 1997/98

Kapitalströme und Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften				
	1990–95	1996	1997	1998
Mrd. US-Dollar, Jahreswerte				
Private Nettokapitalzuflüsse				
Asien <sup>1</sup>	33	81	–45	–69
Lateinamerika <sup>2</sup>	35	70	77	57
Osteuropa <sup>3</sup>	5	10	11	21
Rußland	–9	–25	–7	–12
Nettokapitalzuflüsse offizieller Stellen				
Asien <sup>1</sup>	14	4	37	29
Lateinamerika <sup>2</sup>	6	–12	–5	12
Osteuropa <sup>3</sup>	1	–1	–1	–2
Rußland	8	9	5	7
Nettozunahme der Währungsreserven				
Asien <sup>1</sup>	41	58	15	66
Lateinamerika <sup>2</sup>	15	25	13	–10
Osteuropa <sup>3</sup>	6	1	2	9
Rußland	2	–3	2	–5
Anmerkung: Kapitalströme berechnet als Unterschied zwischen dem Leistungsbilanzsaldo und der Veränderung der Währungsreserven; private Kapitalströme berechnet als Restgröße aus einer Schätzung der offiziellen Kapitalbewegungen.				
<sup>1</sup> China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand. <sup>2</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>3</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn.				
Quellen: IVF; Institute of International Finance (IIF). <span style="float: right;">Tabelle III.2</span>				

reichten, auf \$ 40 Mrd. und kamen im vergangenen Jahr völlig zum Erliegen (Tabelle III.2). Die durch das verminderte Engagement des privaten Sektors entstandenen Finanzierungslücken wurden zum Teil durch zunehmende offizielle Kapitalzuflüsse geschlossen. Die ausländischen Direktinvestitionen blieben mit mehr als \$ 120 Mrd. in den letzten zwei Jahren lebhaft, was darauf hindeutet, daß das Vertrauen in die längerfristigen Aussichten der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften nicht gelitten hat.

Umkehr der  
Bankkreditströme  
nach Asien

Die aggregierten jährlichen Angaben zu den privaten Kapitalströmen verdecken jedoch sehr unterschiedliche Entwicklungen bei der Vergabe von internationalen Bankkrediten und beim Absatz von internationalen Schuldtiteln sowohl im Zeitverlauf als auch zwischen den einzelnen Regionen (s. auch Kapitel VII). Tabelle III.3 zeigt die abrupte Umkehr der mit Bankkrediten und Wertpapieren verbundenen Kapitalströme in Asien im zweiten Halbjahr 1997. Ende des Jahres waren die Bankforderungen gegenüber den fünf von den Turbulenzen am unmittelbarsten betroffenen aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien (Indonesien, Korea, Malaysia, Thailand und – in geringerem Ausmaß – die Philippinen) nahezu doppelt so schnell gesunken, wie sie 1996 und Anfang 1997 gestiegen waren, nämlich von knapp +5½% in Relation zum BIP 1996 auf –10% Ende 1997. Im ersten Halbjahr

Internationale Bankkredite und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften								
	Durchschnitt 1990–95 <sup>1</sup>	1996	1997			1998		
			1. Halbjahr	3. Q.	4. Q.	1. Halbjahr	3. Q.	4. Q.
Mrd. US-Dollar, Jahreswerte								
Internationale Bankkredite <sup>2</sup>								
Asien <sup>3</sup>	37	80	74	– 8	–109	–103	–94	–32
<i>darunter:</i> China	7	13	13	21	– 1	– 6	–25	4
Krisenländer <sup>4</sup>	28	58	49	–39	– 96	– 96	–59	–43
Lateinamerika	1	29	27	43	40	30	–32	–24
<i>darunter:</i> Argentinien	0	5	4	10	12	3	5	–11
Brasilien	0	17	13	18	– 1	17	–32	–18
Mexiko	0	0	3	– 5	8	2	– 4	6
Osteuropa <sup>5, 6</sup>	0	2	4	8	6	7	4	2
Rußland <sup>6</sup>	–2	7	8	17	6	12	–43	– 6
Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln								
Asien <sup>3</sup>	15	43	40	44	13	10	–15	– 3
<i>darunter:</i> China	2	2	7	2	1	0	– 4	2
Krisenländer <sup>4</sup>	11	38	28	36	10	7	–16	– 5
Lateinamerika	13	41	48	76	– 3	50	– 1	– 8
<i>darunter:</i> Argentinien	6	11	13	26	2	20	5	2
Brasilien	4	12	15	19	– 6	16	– 8	–12
Mexiko	2	13	13	11	– 2	3	0	2
Rußland	0	0	9	5	6	11	25	– 1

<sup>1</sup> Nettoabsatz von Wertpapieren: 4. Quartal 1993 bis 1995. <sup>2</sup> Veränderung der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechsellkursbereinigt. <sup>3</sup> Ohne Hongkong und Singapur. <sup>4</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. <sup>5</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>6</sup> Angaben erst ab 1994 verfügbar.  
Quelle: BIZ.

Tabelle III.3

1998 verringerten die Gläubigerbanken ihr Engagement in der Region in raschem Tempo weiter. Im weiteren Jahresverlauf schlugen die Leistungsbilanzsalden jedoch in einen Überschuß um, und es gab erste Anzeichen für eine mögliche Eindämmung der Krise. Die Stimmung an den Finanzmärkten gegenüber den von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften hellte sich daher etwas auf. Der Nettoabsatz internationaler Wertpapiere entwickelte sich ähnlich wie die Bankkreditvergabe, wenn auch mit einiger Verzögerung, was möglicherweise darauf zurückzuführen ist, daß für die Begebung von Wertpapieren längere Vorlaufzeiten erforderlich sind als für die Bereitstellung von Bankkrediten. Die Neuemissionen schwächten sich Ende 1997 und Anfang 1998 deutlich ab, und im zweiten Halbjahr 1998 wurde der Nettoabsatz negativ, da sich die Anleger massiv von Papieren mit niedrigerem Rating abwandten. Die sich verbessernde Stimmung ermöglichte aber einigen Ländern, vor allem den Philippinen, Anfang 1999 wieder den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten.

Die Angaben in Tabelle III.3 zeichnen auch ein differenziertes und in vielen Punkten überraschendes Bild für Lateinamerika. Selbst als sich die Krise im zweiten Halbjahr 1997 rasch in ganz Asien ausbreitete, blieb die Vergabe von Bankkrediten an Lateinamerika unverändert hoch. Die Bankforderungen gegenüber Brasilien gingen zwar Ende 1997 zurück, aber diese Unterbrechung war nicht von Dauer. Im ersten Halbjahr 1998 verzeichnete Brasilien sogar besonders kräftige Zuflüsse an Bankkrediten, die mehr als 2% des BIP entsprachen. Erst gegen Mitte des Jahres, nach Ausbruch der Krise in Rußland, kam es zu einer Kehrtwende, und im zweiten Halbjahr nahmen die ausstehenden Bankforderungen drastisch ab. Auch der Nettoabsatz an internationalen lateinamerikanischen Schuldtiteln verringerte sich erst in den letzten beiden Quartalen von 1998 spürbar.

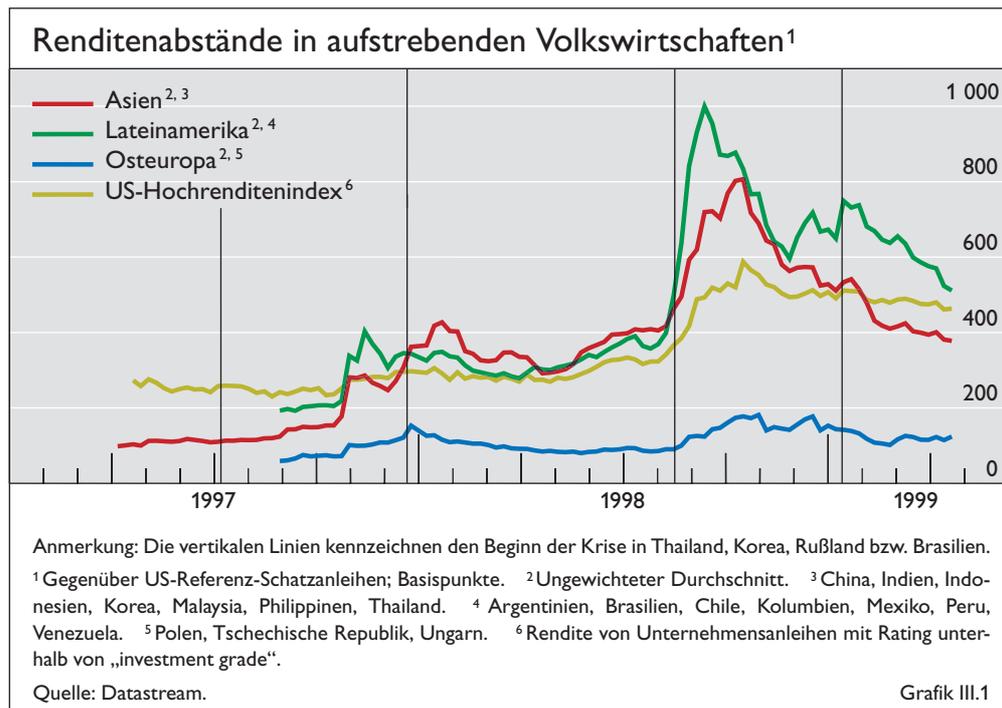
Trotz seiner weithin bekannten Schwachstellen zog auch Rußland fast die ganze Zeit bis zum Ausbruch der Finanzkrise im August 1998 nach wie vor Auslandsmittel an. Die Bankkreditvergabe blieb im ersten Halbjahr 1998 so lebhaft wie das ganze Jahr 1997 über, und die Emission von Schuldtiteln nahm noch kräftig zu. Bei Ausbruch der Krise im August blieben weitere Zuflüsse jedoch aus, und die Bankforderungen schrumpften im dritten Quartal aufs Jahr hochgerechnet um fast \$ 43 Mrd. Der Nettoabsatz von Wertpapieren kam Ende des Jahres zum Erliegen.

Die Unsicherheit des Marktes spiegelte sich auch in der ausgeprägten Volatilität der Notierungen internationaler Wertpapiere wider. Die erste Phase dieser Entwicklung begann Mitte 1997. Die Spreads auf internationale Wertpapiere an den Sekundärmärkten stiegen sprunghaft an (Grafik III.1), und die Volatilität nahm deutlich zu (Tabelle III.4), als sich das Ausmaß und das Ansteckungspotential der Krise in Südostasien klarer abzeichneten: Korea wurde in vollem Umfang erfaßt, und auch Hongkong und Taiwan, die wie Korea als fortgeschrittenere Volkswirtschaften galten, blieben nicht verschont. Die Spreads verharrten zwar nicht auf dem hohen Niveau von Ende 1997 und Anfang 1998, kehrten in den folgenden Monaten aber auch nicht auf das Niveau von vor der Krise zurück. Angesichts der unerwartet tiefen Rezession in vielen Ländern Asiens, politischer und sozialer Unruhen in Indonesien sowie zunehmender Anzeichen dafür, daß so andersartige und weit entfernte Länder wie Chile und Südafrika ebenfalls von der Krise erfaßt wurden, blieb die Volatilität hoch.

Struktur der  
Kapitalströme nach  
Lateinamerika ...

... und Rußland

Ausweitung und  
höhere Volatilität  
der Spreads auf An-  
leihen aufstrebender  
Volkswirtschaften ...



... insbesondere nach Mitte 1998

Mitte 1998 hatte eine neue Phase verbreiteterer Risikoaversion eingesetzt (s. Kapitel V). Als Rußland ein Moratorium auf den Schuldendienst für inländische Schuldtitel sowie auf die Tilgung von Unternehmens- und Bankverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern verfügte, kam es zu einer Vertrauenskrise. An den Sekundärmärkten weiteten sich die Spreads für internationale russische Wertpapiere so stark aus, daß das Land praktisch keinen Zugang mehr zum Markt hatte. Die Zinsaufschläge für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas hatten sich Anfang Oktober auf mehr als 800 Basispunkte erhöht. Die Aufschläge auf US-Unternehmenstitel mit niedrigerem Rating, die bis dahin von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften kaum in Mitleidenschaft gezogen worden waren, bewegten sich ebenfalls nach oben. Die Stimmung besserte sich allerdings, nachdem die Auflösung fremdfinanzierter Positionen an den internationalen Märkten weitgehend abgeschlossen, ein international gestütztes Anpassungsprogramm für Brasilien bekanntgegeben und der Druck an den internationalen Anleihemärkten durch eine Reihe von Zinssenkungen in den

**Täglicher Mittelwert und Volatilität der Zinsabstände bei Anleihen in aufstrebenden Volkswirtschaften\***

	Januar 1997–Juni 1997		Juli 1997–Juni 1998		Juli 1998–März 1999	
	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung
	Basispunkte					
Asien	104	0,07	268	1,02	542	1,26
Lateinamerika	–	–	289	0,67	664	1,64
Osteuropa	–	–	90	0,20	131	0,30

\* Gegenüber US-Referenz-Schatzanleihen. Tabelle III.4

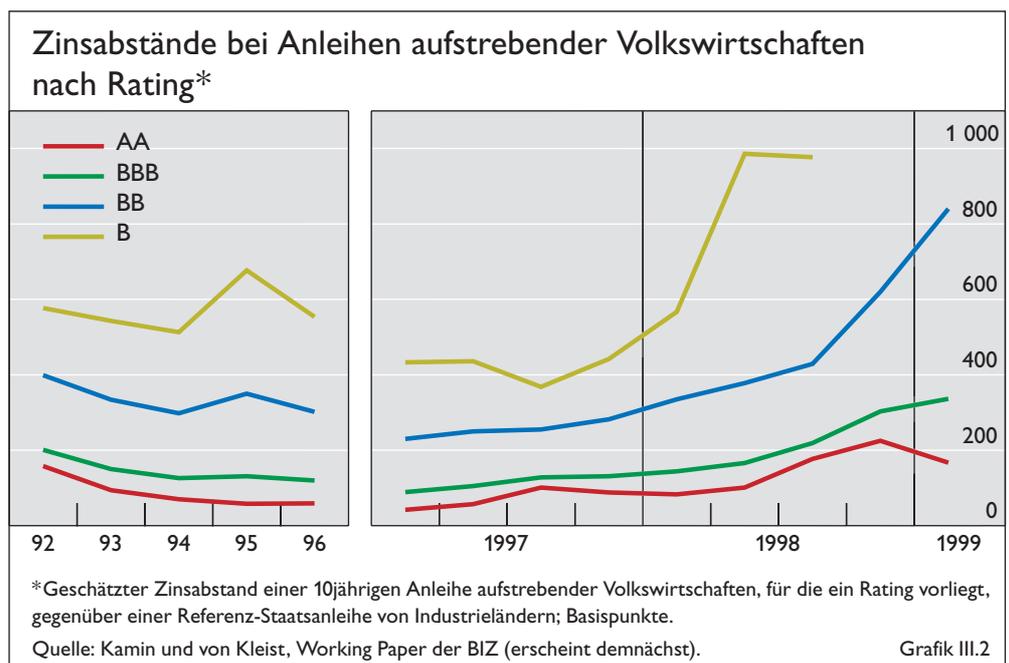
USA teilweise gemindert worden war. Anfang 1999 waren die Spreads auf asiatische Wertpapiere wieder auf das Niveau von vor der Rußland-Krise zurückgekehrt. Für lateinamerikanische Papiere sanken sie ebenfalls, blieben aber deutlich höher als vor der Krise in Rußland.

Die Abwertung des brasilianischen Real im Januar 1999 markierte zwar einen entscheidenden Punkt im Entwicklungsverlauf der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften, löste jedoch keinen neuerlichen Anstieg der Renditenaufschläge aus. Im Gegensatz zu den Ereignissen vom August wurde die Wechselkursbindung in Brasilien zu einem Zeitpunkt aufgegeben, als insbesondere Marktteilnehmer mit hohem Fremdfinanzierungsanteil ihr Engagement infolge der größeren Risikoaversion an den internationalen Märkten bereits angepaßt hatten. Darüber hinaus war diese Abwertung besser antizipiert worden, da sie auf eine lange Phase von Reserveverlusten und wachsenden Haushaltsungleichgewichten folgte. Auch die Überzeugung, daß der IWF Brasilien wohl selbst nach der Abwertung weiter unterstützen würde, sowie die Erkenntnis, daß das Land nicht die tiefverwurzelten politischen und sozialen Probleme und Schwierigkeiten im Bankensektor hatte, wie sie in Rußland zu beobachten waren, trugen dazu bei, daß sich die Krise in Brasilien nicht so nachhaltig auf die Zuversicht der Anleger auswirkte. Da die Ansteckungseffekte begrenzt blieben, konnten Argentinien und Mexiko im ersten Quartal 1999 ein umfangreiches Volumen an Schuldtiteln an den internationalen Finanzmärkten absetzen.

Freigabe des brasilianischen Real mit geringen Auswirkungen

Hinter dem Gesamtbild der großen Stimmungsumschwünge bei den Anlegern, wie sie sich in den durchschnittlichen Renditendifferenzen an den Sekundärmärkten niederschlugen, lassen sich seit einigen Jahren bedeutende Unterschiede hinsichtlich der Einschätzung verschiedener Schuldner feststellen. In Grafik III.2 sind die geschätzten Zinsabstände bei neuen Anleiheemissionen für verschiedene Kategorien von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften dargestellt, die auf unterschiedliche Verlaufsmuster schließen lassen. Zunächst

Risikoeinschätzung an den Primärmärkten



erfolgte nach der Bewältigung der mexikanischen Peso-Krise eine allgemeine Angleichung der Zinsaufschläge für Schuldner mit unterschiedlichem Risiko-profil, die hauptsächlich auf eine Senkung der Prämien für stärker risikobehaftete Schuldner zurückzuführen war. Die Asien-Krise beendete diese Verringerung der relativen Zinsaufschläge, so daß Schuldner mit geringerer Bonität gezwungen waren, wesentlich höhere Zinsen zu zahlen. Dagegen weiteten sich die Zinsaufschläge für Schuldner mit besserem Rating im Vorfeld der Krise in Rußland kaum oder gar nicht aus. Die Krise in Rußland hatte dann eine breitangelegte Neueinschätzung der Risiken zur Folge: Nunmehr war selbst die Prämie für Schuldner mit der besten Bonität gegenüber dem Referenzsatz deutlich gestiegen, da Liquiditätsaspekte die Auswirkungen der Kreditrisikofaktoren verschärften. Anfang 1999 war jedoch eine teilweise Umkehr dieses Anstiegs festzustellen.

Beeinflussung der Kapitalströme durch Wechselkursbindungen ...

Besonders auffällige Merkmale der privaten Kapitalströme in den vergangenen Jahren waren die Geschwindigkeit, mit der sie – nahezu bis unmittelbar vor dem Ausbruch einer Finanzkrise – in Länder mit beträchtlichen strukturellen oder makroökonomischen Schwächen flossen, sowie ihre anschließende abrupte Richtungsänderung. In mehreren Fällen spielte die Wahl des Wechselkursregimes dabei eine wichtige Rolle. Stabilisierungsprogramme, die auf dem Wechselkurs beruhen, können sowohl den Anlegern als auch den Schuldnern Fehlanreize liefern. Die hohen inländischen Zinssätze, die oft erforderlich sind, um Wechselkursbindungen zu stützen, verleiten Gebietsansässige, sich ohne Absicherung in Fremdwährung zu verschulden, und Gebietsfremde, Vermögenswerte in inländischer Währung zu erwerben. Sowohl in Brasilien als auch in Rußland war im ersten Halbjahr 1998 ein System quasifester Wechselkurse der Stützpfeiler der Wirtschaftspolitik, und die inländischen Zinssätze waren angesichts wachsender Haushaltsungleichgewichte hoch. In mehreren asiatischen Volkswirtschaften war die Situation bis 1997 ähnlich gewesen, wobei außenwirtschaftliche Ungleichgewichte die Rolle gespielt hatten, die in Brasilien und Rußland den Haushaltsdefiziten zukam.

... und offizielle Unterstützungspakete

Umfassende offizielle Stützungsprogramme könnten ein weiterer wichtiger Faktor gewesen sein, der zum ersten Mal bei der Mexiko-Krise 1994/95 zum Tragen kam. Da die Länder dank öffentlicher Finanzmittel in der Lage waren, ihren Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen, erschien das Länderrisiko geringer, und in die Kreditentscheidungen der internationalen Banken und Anleger schlich sich ein falsches Gefühl der Sicherheit. Insbesondere bei internationalen Anleihen wurde das Ausfallrisiko als begrenzt eingeschätzt. Manchmal lagen explizite oder implizite Kreditgarantien vor, die nicht nur von den Schuldnerländern, sondern auch von den Gläubigerländern gewährt wurden, und diese erlaubten es den Banken, das Länder- und Kreditrisiko weiter herunterzuspielen.

Umdenken nach der Krise in Rußland

Die tiefgreifenden Auswirkungen der Krise in Rußland auf die internationalen Finanzmärkte lassen auf eine abrupte Neueinschätzung der Risiken durch die Marktteilnehmer schließen. Vor allem die Einschätzung des Länderrisikos veränderte sich mit der Erkenntnis, daß die Zahlungseinstellung für die Schuldnerländer nach wie vor eine Alternative war und nicht immer automatisch öffentliche Unterstützung gewährt werden würde. Hinter der plötzlichen Umkehr der Kapitalströme im zweiten Halbjahr 1998 verbirgt sich möglicherweise ein weiterer komplexer Faktor. Forderungen nach einer Beteiligung des privaten Sektors, die

nach den umfangreichen öffentlichen Rettungsaktionen für Mexiko und Asien zunehmend lauter wurden, könnten die Gläubiger dazu verleitet haben, ihre Länderrisikopositionen schon bei den ersten Anzeichen einer Notwendigkeit öffentlicher Unterstützung zurückzuführen. So wurde der deutliche Rückgang der Bankkredite an Brasilien im dritten Quartal 1998 bisweilen als vorsorgliche Maßnahme der Banken interpretiert, die befürchteten, andernfalls im Rahmen des erwarteten IWF-Anpassungsprogramms gezwungen zu sein, bestehende Kredite zu verlängern oder neue Kredite bereitzustellen.

#### Entwicklung im Warenhandel

Die Rohstoffpreise standen 1997/98 unter heftigem Abwärtsdruck (s. Kapitel II). Da die Dollarpreise für Öl im Jahresverlauf 1998 um 30% fielen, versuchten die Ölproduzenten im März 1999 erneut, die Produktionsmengen zu kürzen. Die Exportpreise für Rohstoffe (ohne Energie) aus den Entwicklungsländern sanken 1998 um fast 15% und verzeichneten damit den größten Rückgang seit zwanzig Jahren. Zwar brachte der Verfall der Rohstoffpreise auch eine gewisse Entlastung durch sinkende Importpreise mit sich, doch in den meisten Entwicklungsländern ergab sich im vergangenen Jahr eine beträchtliche Verschlechterung der Terms of Trade. Diese reichte von 5½% in Lateinamerika bis zu mehr als 9% im Nahen Osten und über 10% in Afrika.

Die niedrigen Rohstoffpreise verschärfen für viele Länder das ohnehin schwierige wirtschaftliche und finanzielle Umfeld. Tabelle III.5 zeigt, wie sehr Indonesien, Mexiko, Nigeria, Rußland, Saudi-Arabien und Venezuela in bezug auf Steuereinnahmen und Exporterlöse vom Öl abhängig sind. Außerdem geht aus der Tabelle die Abhängigkeit Chiles vom Kupfer hervor, dessen Preis im zweiten Halbjahr 1997 in Dollar gerechnet um mehr als 30% fiel. Die Handelsbilanz wird oft von

Wichtige  
Faktoren für den  
Außenhandel u.a.:  
– Verfall der  
Rohstoffpreise

Einfluß der Rohstoffpreise auf ausgewählte Volkswirtschaften						
	Rohstoff- exporte in % der Gesamt- exporte	Einnahmen aus Rohstoff- exporten in % der Staats- einnahmen	Veränderung der Rohstoff- exporte in % des BIP	Veränderung der Staats- einnahmen aus Rohstoff- exporten in % des BIP	Nachrichtlich:	
					Verände- rung der Währungs- reserven <sup>1</sup>	Verände- rung des Wechsel- kurses <sup>2</sup>
	1997		1998			
Öl						
Indonesien	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4
Mexiko	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3
Nigeria	98	63	-8,0 <sup>3</sup>	- 0,9	-13,9	- 1,3
Rußland <sup>4</sup>	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9
Saudi-Arabien	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8
Kupfer						
Chile	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9

<sup>1</sup> Veränderung der Währungsreserven in Prozent. <sup>2</sup> Veränderung des US-Dollar-Kurses der jeweiligen Landeswährung in Prozent. <sup>3</sup> BIP umgerechnet in US-Dollar anhand des Durchschnitts des offiziellen Kurses und des autonomen Marktkurses. <sup>4</sup> Nur Rohöl.

Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.5

Zielregionen der Exporte aus aufstrebenden Volkswirtschaften 1998					
	Europäische Union	Japan	Übriges Asien	USA	Lateinamerika
	Anteil an den Gesamtexporten in Prozent				
Asien	16	10	38	22	3
darunter: China und Hongkong	15	10	40 <sup>1</sup>	23	3
Krisenländer <sup>2</sup>	15	11	37 <sup>1</sup>	20	3
Lateinamerika	14	3	4	46	22
darunter: Argentinien	17	3	9	7	50
Brasilien	24	4	7	18	29
Chile	24	14	19	15	22
Mexiko	4	1	1	82	7
Osteuropa <sup>3</sup>	64	1	2	4	1
Rußland	33	3	8	7	3

<sup>1</sup> Einschl. Außenhandel der Länder untereinander. <sup>2</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand.  
<sup>3</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn.  
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.6

den Erlösen aus Rohstoffexporten dominiert, und die staatlichen Einnahmen stehen größtenteils mit der Produktion und dem Verkauf eines bestimmten Rohstoffs in Verbindung. In mehreren Fällen erhöhten die Verluste infolge des Verfalls der Rohstoffpreise noch die bereits erheblichen außenwirtschaftlichen und budgetären Ungleichgewichte, die angesichts des von Unsicherheit geprägten Anlageklimas manchmal schwierig zu finanzieren waren und Druck auf die Wechselkurse ausübten. In Saudi-Arabien weiteten sich z.B. sowohl das Leistungsbilanz- als auch das Haushaltsdefizit im letzten Jahr auf 9% des BIP aus. Diese wachsenden Ungleichgewichte sowie die damaligen negativen Aussichten für die Ölpreise waren mit ein Grund dafür, daß der Saudi Riyal Mitte 1998 und erneut Anfang 1999 unter starken Druck geriet.

– schwache Importnachfrage aus Japan

Ein weiterer wichtiger Einflußfaktor für die Entwicklung des Außenhandels im vergangenen Jahr war die äußerst schwache Importnachfrage aus Japan. Zwar ist es den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens gelungen, eine relativ ausgewogene regionale Struktur für ihre Exporte aufzubauen, dennoch dürfte Japan als wichtiger Endabnehmer der Exporte und als Motor des Handels innerhalb der Region die rasche Erholung des Außenhandels und das Wirtschaftswachstum insgesamt erheblich gehemmt haben (Tabelle III.6). Die lateinamerikanischen und osteuropäischen Länder konnten sich dagegen auf lebhaftere Exportmärkte stützen.

– wesentliche Veränderungen bei Konjunktur und Preisen

Darüber hinaus veränderten sich die grundlegenden Bestimmungsfaktoren im Warenhandel durch die Finanzkrisen in Asien im zweiten Halbjahr 1997. Anders als andere aufstrebende Volkswirtschaften, in denen sich die Konjunkturlage kaum veränderte und der reale effektive Wechselkurs der Währung stieg, befanden sich viele Volkswirtschaften Asiens im letzten Jahr in einer außergewöhnlich tiefen Rezession und verzeichneten eine erhebliche Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit (Tabelle III.7). Die daraus resultierenden Einkommens-, Preis- und Substitutionseffekte schlugen sich in den asiatischen Handelsbilanzen deutlich nieder und dürften sich angesichts der durch die jüngsten Krisen in Rußland und

Bestimmungsfaktoren im Außenhandel			
	Konjunkturelle Ausschläge <sup>1</sup>	Preisumschwung <sup>2</sup>	Wachstum der Nettoexporte <sup>3</sup>
Asien			
China	– 1,7	3,7	0,8
Krisenländer <sup>4</sup>	–15,5	–36,2	28,0
Lateinamerika			
Argentinien	– 0,6	10,8	0,8
Brasilien	– 2,9	– 0,5	8,9
Mexiko	– 0,3	16,0	7,6

<sup>1</sup> Veränderung der Zuwachsrate des realen BIP 1996–98. <sup>2</sup> Veränderung des realen effektiven Wechselkurses 1996–98. <sup>3</sup> Wachstum des Exportvolumens abzüglich Wachstum des Importvolumens 1998. <sup>4</sup> Gewichteter Durchschnitt von Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. Tabelle III.7

Brasilien ausgelösten Verschiebungen der Wettbewerbspositionen und der Positionen im Konjunkturzyklus noch fortsetzen.

## Anpassung an die Krisensituation in Asien

### Jüngste Entwicklungen

Die durch die weitreichenden Finanzmarkturbulenzen in Asien ausgelösten Rezessionen erwiesen sich als schwerwiegend (Tabelle III.8). Die Produktion in den fünf von der Krise betroffenen Volkswirtschaften sank im vergangenen Jahr um 8½%, ein Rückgang, wie er seit über 40 Jahren nicht mehr zu verzeichnen gewesen war. In weniger stark betroffenen Ländern wie Singapur und Taiwan war das Wachstum ungewöhnlich niedrig, während für die erfolgreiche Verteidigung der Dollarbindung in Hongkong ein drastischer Produktionsrückgang in Kauf genommen werden mußte.

Schwerwiegende  
Rezessionen ...

Das eigentliche Ausmaß der Krise des Jahres 1998 wurde jedoch noch in vielerlei anderer Hinsicht offenkundig. In den meisten Ländern brach die Inlandsnachfrage zusammen. Die Anlageinvestitionen waren stark rückläufig, da sich die Unternehmen mit Überkapazitäten konfrontiert sahen und bemüht waren, ihre Bilanzen zu sanieren, die wegen einer zu hohen Verschuldung nicht mehr tragfähig waren. So schrumpften die Anlageinvestitionen beispielsweise in Korea 1998 um mehr als ein Viertel. Auch die Verbraucherausgaben ließen deutlich nach, da sich die Einkommensaussichten in einem von Personalabbau, Kostenreduzierung und Preisrückgängen bei Vermögenswerten geprägten Umfeld eintrübten.

... und Nachfrage-  
einbrüche

Arbeitslosigkeit war bis zum Ausbruch der Krise lediglich eine natürliche Begleiterscheinung im raschen Wandel begriffener, dynamischer Volkswirtschaften gewesen. Dann jedoch erreichte sie ein insbesondere angesichts der nur unzureichend entwickelten sozialen Sicherheitssysteme kritisches Ausmaß. Anfang 1999 stieg die Arbeitslosenquote in Korea auf 8½%, im Vergleich zu nur 3% im Jahr 1997; in Hongkong verdoppelte sie sich auf 6%.

Anstieg der  
Arbeitslosigkeit ...

Der Umschwung in den Handelsbilanzen machte die großen Anpassungen in den einzelnen Volkswirtschaften besonders deutlich. Tabelle III.9 dokumentiert den Einbruch der Importnachfrage in den meisten asiatischen Volkswirtschaften,

... und Umschwung  
der Handels-  
bilanzen in einen  
Überschuß

Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen									
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Leistungsbilanzsaldo		
	1991–96	1997	1998	1991–96	1997	1998	Durchschnitt 1991–96	1997	1998
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						in Prozent des BIP		
Asien <sup>1</sup>	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
China	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hongkong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 <sup>2</sup>	-3,5 <sup>2</sup>	0,3 <sup>2</sup>
Indien	5,5	5,1	5,8	9,7 <sup>3</sup>	5,2 <sup>3</sup>	7,1 <sup>3</sup>	- 1,2	-1,7	- 2,4
Korea	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapur	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwan	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Indonesien	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malaysia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Philippinen	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Thailand	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
Lateinamerika <sup>1</sup>	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentinien	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brasilien	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Chile	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Kolumbien	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
Mexiko	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Osteuropa <sup>1</sup>	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Polen	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
Tschechische Republik	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Ungarn	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Rußland	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 <sup>4</sup>	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Israel	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
Saudi-Arabien	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Afrika	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 <sup>5</sup>	-4,7 <sup>5</sup>	-15,3 <sup>5</sup>
Südafrika	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0

Anmerkung: Angaben für 1998 teilweise geschätzt.

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. <sup>2</sup> Saldo der Güter und nichtfaktorgebundenen Dienstleistungen. <sup>3</sup> Großhandelspreise. <sup>4</sup> 1993–96. <sup>5</sup> In Prozent der Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

der in Indonesien, Korea und Thailand mit über 30% zu Buche schlug. Auch die Exporte gingen wertmäßig zurück (wenngleich deutlich geringer als die Importe), insbesondere bedingt durch sehr niedrige Ausfuhrpreise für Rohstoffe und für das Überschußangebot an Industrieerzeugnissen. Weitere Ursachen für die schleppende Entwicklung der Exporte waren Produktionsstörungen, Engpässe bei der Außenhandelsfinanzierung und – wie bereits erörtert – die Regionalstruktur des asiatischen Außenhandels. Eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit gab dem Export jedoch wieder etwas Auftrieb. Bedingt durch diese Entwicklungen im Warenhandel entstanden dort, wo zuvor noch erhebliche Außenhandelsdefizite verzeichnet worden waren, beträchtliche Überschüsse. Dieser Umschwung machte

Entwicklung des Warenhandels in Asien und Lateinamerika							
	Exportwachstum <sup>1</sup>			Importwachstum <sup>1</sup>			Veränderung der Handelsbilanz 1998 in % des durchschnittlichen Außenhandels <sup>2</sup>
	Durchschnitt 1990–96	1997	1998	Durchschnitt 1990–96	1997	1998	
	Prozent						
Asien							
China	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	– 1,3	1,6
Hongkong	13,9	4,1	– 7,5	15,7	5,1	–11,5	5,6
Indien	11,3	3,6	– 4,1	9,8	9,7	2,9	– 6,8
Korea	11,3	5,0	– 2,2	14,1	– 3,8	–35,5	42,7
Singapur	16,1	0,0	–12,0	15,1	0,8	–21,4	12,3
Taiwan	7,9	5,3	– 9,3	10,2	11,8	– 8,4	– 1,6
Indonesien	12,3	7,3	– 8,8	15,0	– 2,9	–34,4	25,4
Malaysia	17,8	0,7	– 6,8	20,1	0,8	–25,8	22,7
Philippinen	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	–16,4	33,7
Thailand	16,0	3,3	– 5,8	16,3	–13,1	–31,6	34,0
Lateinamerika							
Argentinien	14,6	10,8	– 1,7	33,2	28,1	3,1	– 4,8
Brasilien	5,1	10,9	– 3,5	17,7	16,6	– 7,4	5,0
Chile	10,4	10,8	–12,0	14,3	10,4	– 4,5	– 7,5
Kolumbien	9,6	8,8	– 7,0	17,0	12,4	– 0,5	– 5,6
Mexiko	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	– 6,9
Peru	8,4	15,5	–15,8	21,5	8,3	– 4,6	– 7,7
Venezuela	9,5	0,4	–25,3	6,1	45,6	17,2	–48,6

<sup>1</sup> Jährliche Veränderung der Export- bzw. Importwerte in US-Dollar in Prozent. <sup>2</sup> Durchschnitt der Warenexporte und -importe.  
Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.9

ein Viertel oder mehr des Warenhandels in den von der Krise betroffenen Ländern aus.

In der Regel war die Krise der Realwirtschaft von einer Rückführung der Preisblasen bei den Vermögenswerten begleitet. In Dollar ausgedrückt waren die Aktienkurse in den meisten Volkswirtschaften bis Anfang September 1998 gegenüber ihren Höchstständen von 1997 um mehr als die Hälfte gefallen, da sich die Anleger von den regionalen Aktienbörsen zurückzogen und die Rentabilität der Unternehmen schwand (Grafik III.3). Zudem kam es zu erheblichen Korrekturen bei den Immobilienpreisen (Tabelle III.10). Dem großen, oftmals sogar noch wachsenden Angebot im Immobilienbereich stand eine sinkende Nachfrage gegenüber, so daß sich die Immobilienpreise und Mieterträge 1998 nahezu ohne Unterbrechung nach unten entwickelten. Erste Daten deuten darauf hin, daß sich diese Schwäche Anfang 1999 fortsetzte.

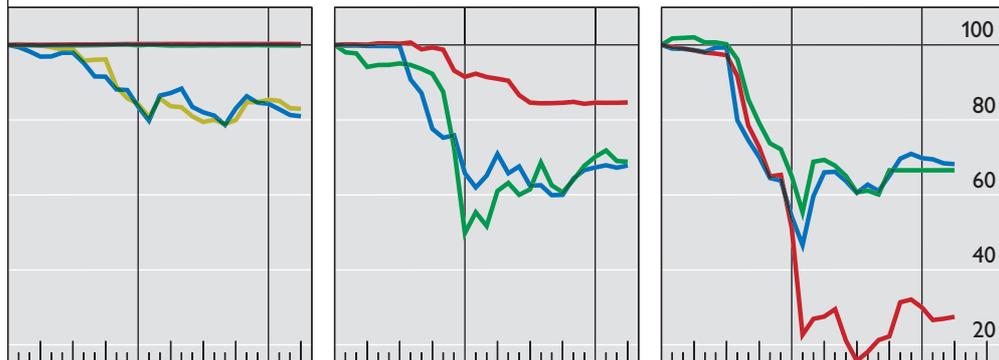
Rückgang der Preise von Vermögenswerten

Vor dem Hintergrund der tiefen Rezession versiegten im Laufe des Jahres 1998 die Bankkredite an den Privatsektor. Bis zum Jahresende schrumpfte das Kreditgeschäft in Indonesien, auf den Philippinen und in Thailand rasch, und in Hongkong und Korea vollzog sich der Rückgang kaum langsamer. In Malaysia war das Kreditwachstum im gesamten Jahresverlauf positiv, wenngleich es weit hinter

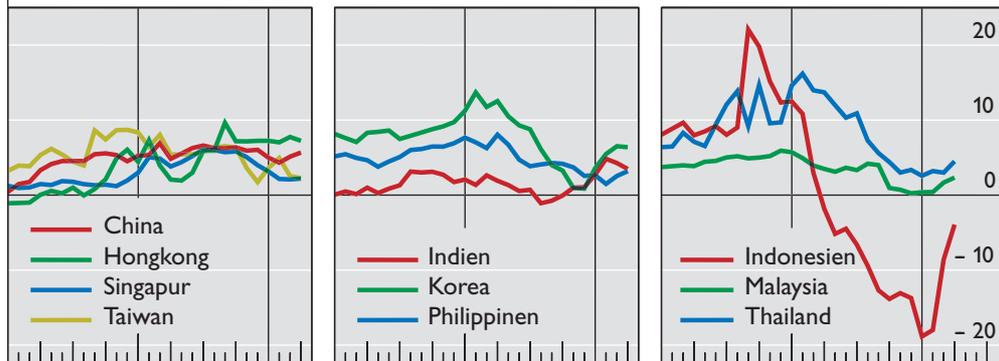
Bankkredite stark rückläufig

## Entwicklungen an den Finanzmärkten in Asien

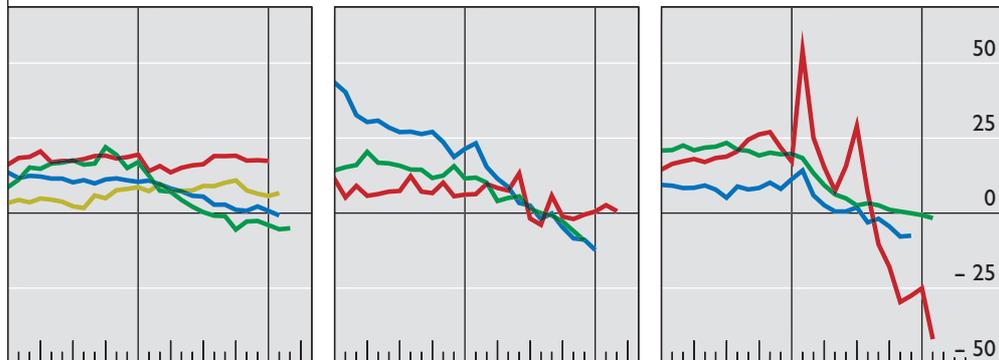
### Wechselkurse<sup>1</sup>



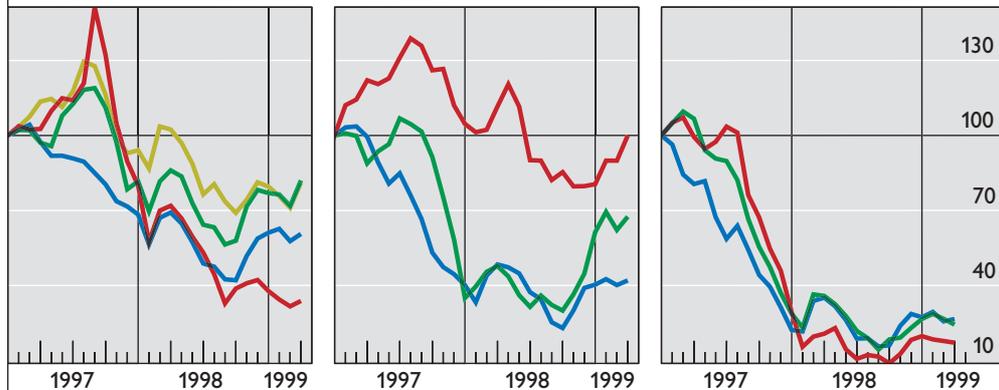
### Reale Zinssätze<sup>2</sup>



### Reales Kreditwachstum<sup>3</sup>



### Aktienkurse<sup>4</sup>



<sup>1</sup> US-Dollar je Einheit Landeswährung; Dezember 1996 = 100. <sup>2</sup> 3-Monats-Zinssätze deflationiert mit der jährlichen Inflationsrate; Prozent. <sup>3</sup> Veränderung der Inlandskredite an den privaten Sektor gegenüber dem Vorjahr, deflationiert mit der jährlichen Inflationsrate; Prozent. <sup>4</sup> In US-Dollar gerechnet; Dezember 1996 = 100.

Wertindikatoren für Immobilien in ausgewählten asiatischen Städten						
	Quote leerstehenden Büroraums		Veränderung* des Mietwerts von Büroraum Ende 1998 gegenüber		Veränderung* des Mietwerts von Verkaufsräumen Ende 1998 gegenüber	
	Dezember 1997	Dezember 1998	1997	3. Q. 1998	1997	3. Q. 1998
	Periodenendstand in Prozent					
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Hongkong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Jakarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapur	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9

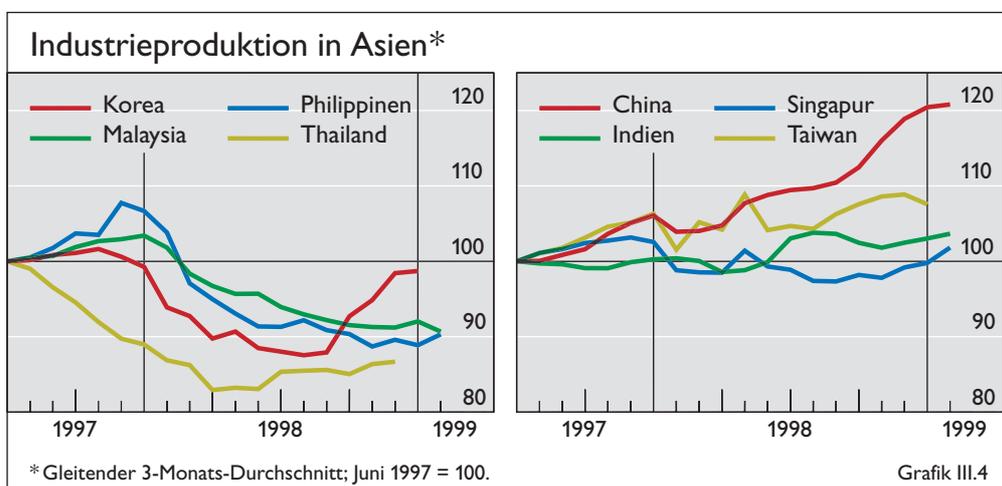
\* In der jeweiligen Landeswährung.  
Quelle: Jones Lang LaSalle.

Tabelle III.10

dem von der Regierung gesetzten Ziel zurückblieb. Anfang 1999 begann sich das Kreditgeschäft dann auch in Malaysia zu verringern.

Neben dem relativ düsteren Allgemeinbild waren jedoch – insbesondere in der zweiten Jahreshälfte – auch einige positivere Entwicklungen zu sehen. Erstens begann sich gegen Ende des Jahres 1998 ein Ende der Wirtschaftsschwäche abzuzeichnen, als die zuvor eingebrochene Industrieproduktion – außer in Indonesien – offenbar die Talsohle durchschritten hatte (Grafik III.4). In Korea waren entscheidende wirtschaftspolitische Anpassungen bereits in einem frühen Stadium der Krise vorgenommen worden, so daß die Industrieproduktion im letzten Quartal 1998 sogar einen starken Aufschwung verzeichnen konnte. Außerdem wurden die Wachstumsprognosen für das Jahr 1999 seit Ende 1998 zunehmend nach oben korrigiert. Der Eindruck, daß die Krise unter Kontrolle gebracht werden konnte, wurde noch dadurch verstärkt, daß sich der Außenhandel in mehreren Volkswirtschaften gegen Ende 1998 etwas erholte. Die Aktienkurse zogen in den letzten Monaten des Jahres wieder stark an.

Positivere  
Faktoren u.a.:  
– jüngste  
Entwicklung der  
Industrie-  
produktion



– geringe Wirkung der Abwertung auf die Inflation

Zweitens reagierte die Preisentwicklung auf die Währungsabwertung in vielen Ländern Asiens überraschend gedämpft. Von Mitte 1997 bis Mitte 1998 werteten die Währungen in Malaysia, Korea, auf den Philippinen und in Thailand um rund 60% ab, aber die Verbraucherpreise stiegen in allen Ländern höchstens um 10%. Selbst in Indonesien war der Inflationsanstieg deutlich geringer als die Abwertung der Währung. Wie bereits im letztjährigen Jahresbericht erläutert, war es vor allem auf die schwache Nachfrage, flexible Arbeitskosten und einen durch hohe Lagerbestände und ein umfangreiches Immobilienangebot bedingten Druck auf die Preise zurückzuführen, daß die Abwertung nur begrenzt auf die Preise durchschlug.

– Stabilisierung der Wechselkurse

Eine weitere wichtige Ursache für die günstige Inflationsentwicklung mag auch darin gelegen haben, daß sich der Eindruck verstärkte, die kräftigen Währungsabwertungen im zweiten Halbjahr 1997 und zu Beginn des Jahres 1998 würden nicht von Dauer sein. In der Tat stabilisierte sich der Wechselkurs der meisten asiatischen Währungen gegenüber dem Dollar, und gegen Ende des Berichtsjahres kam es sogar zu einer gewissen Erholung. Da die Wechselkurse nicht auf das Niveau von vor der Krise zurückkehrten und die Inflation eingedämmt war, blieb in Malaysia, auf den Philippinen und in Thailand etwa die Hälfte der nach der Krise von Mitte 1997 realisierten Wettbewerbsvorteile erhalten. Die erhebliche Festigung des koreanischen Won im Jahr 1998 führte zu einer beträchtlichen realen Wertsteigerung, wenngleich das Niveau, das unmittelbar vor Ausbruch der Asien-Krise bestanden hatte, nicht erreicht wurde. Die gestärkte Wettbewerbsposition in vielen Ländern Asiens gibt Anlaß zur Hoffnung auf eine Erholung im Exportsektor, sofern von den wichtigsten Märkten eine ausreichend starke Nachfrage ausgeht.

#### *Geld- und Fiskalpolitik bei Überwindung der Krise*

Als sich die Devisenmärkte im vergangenen Jahr allmählich wieder stabilisierten, schien eine Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik in Asien immer stärker angezeigt, und zwar nicht nur, um die Inlandsnachfrage anzuregen, sondern auch, um eine Sanierung der Banken und Unternehmen zu erleichtern.

Lockerung der Geldpolitik ...

Die Lockerung der Geldpolitik führte in nahezu allen Ländern zu einem deutlichen Absinken der kurzfristigen Zinsen, häufig unter das Vorkrisenniveau. Es kam die Frage auf, wie groß der Spielraum für eine weitere Lockerung sei. Zu Beginn des Jahres 1999 waren die realen kurzfristigen Zinsen in vielen Volkswirtschaften immer noch deutlich positiv, obwohl die Konjunktur weiterhin gedämpft blieb und die Sanierung der Banken vielleicht von einem etwas expansiveren Kurs profitiert hätte (s. weiter unten). Eine wichtige Überlegung in vielen Ländern war, daß eine zu schnelle Lockerung die neugewonnene Stabilität am Devisenmarkt untergraben könnte. Da viele asiatische Volkswirtschaften eine hohe Ersparnisbildung aufweisen und Zinserträge dort einen wesentlichen Teil des privaten Einkommens ausmachen, könnte eine starke Zinssenkung überdies die Stimmung der privaten Haushalte beeinträchtigen. Angesichts des Ausmaßes der Krise und der Verwerfungen, die sie in der Wirtschaftsstruktur und im Prozeß der Finanzintermediation erzeugt hatte, ließ sich darüber hinaus nur schwer beurteilen, welche Auswirkungen die bereits zum Jahresbeginn 1999 verzeichneten erheblichen Zinssenkungen auf die Realwirtschaft haben würden.

Ein weiteres prägendes Merkmal im Jahr 1998 war die Lockerung der Fiskalpolitik. In mehreren asiatischen Volkswirtschaften wiesen die öffentlichen Haushalte 1998 erhebliche Defizite aus (Tabelle III.11). Auch die haushaltspolitischen Zielsetzungen der Länder, die vom IVF vorgegebenen Anpassungsprogrammen folgten, wurden beträchtlich nach unten korrigiert: In Indonesien, Korea und Thailand war für das Jahr 1998 ursprünglich ein ausgewogener Staatshaushalt angestrebt worden, aber Mitte des Jahres wurde die Vorgabe auf ein Defizit von 3–8% des BIP geändert. Die Haushaltsdefizite waren offensichtlich größtenteils auf die tiefe Rezession zurückzuführen, während diskretionäre Lockerungen der Fiskalpolitik nur in relativ geringem Umfang vorgenommen wurden. In einigen Fällen erwies es sich sogar als schwierig, die staatlichen Ausgaben auf das in den revidierten Programmen vorgesehene Niveau anzuheben. Da die meisten dieser Volkswirtschaften zuvor eine strenge Budgetdisziplin praktiziert und eine niedrige Staatsverschuldung aufgewiesen hatten, sind relativ hohe Defizite für einen begrenzten Zeitraum wahrscheinlich angemessen. Die haushaltspolitische Last der umfassenden Restrukturierung im Unternehmens- und Finanzsektor dürfte aber dennoch bedeuten, daß die Defizite mittelfristig zurückgeführt werden müssen und direkte Konjunkturimpulse für die Wirtschaft nur in bescheidenem Rahmen realisiert werden können.

Haushaltssalden aufstrebender Volkswirtschaften <sup>1</sup>				
	Überschuß (+)/Defizit (-)			Zinszahlungen
	Durchschnitt 1994–96	1997	1998 <sup>2</sup>	1998 <sup>2</sup>
	in Prozent des BIP			
Asien				
China	-1,0	-0,8	-1,2	1,0
Hongkong	0,7	5,7	-1,6	-
Indonesien	0,7	-0,9	-3,4	2,3
Korea	0,4	-1,5	-4,2	0,8
Malaysia	3,7	6,3	-1,7	2,5
Singapur <sup>3</sup>	13,2	9,6	16,4	2,4
Thailand	2,3	-0,7	-2,4	0,7
Lateinamerika				
Argentinien	-1,4	-1,4	-1,1	1,9
Brasilien	-2,4 <sup>4</sup>	-4,3 <sup>4</sup>	-7,5 <sup>4</sup>	8,0
Chile	2,2	1,9	0,4	0,7
Kolumbien	-2,0	-4,2	-5,5	3,2
Mexiko	0,0	-0,5	-0,7	3,6
Peru	-0,2	-0,9	0,9	1,7
Venezuela	-1,3	1,9	-4,0	2,6

<sup>1</sup> Der öffentliche Sektor wird von Land zu Land unterschiedlich definiert. China: Staatsbudget; Hongkong, Korea: konsolidierter zentraler Staatshaushalt; Brasilien, Malaysia, Mexiko: öffentlicher Sektor; Argentinien: öffentlicher Sektor (ohne Finanzinstitute); Chile, Kolumbien, Peru, Singapur, Thailand, Venezuela: zentraler Staatshaushalt. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. <sup>3</sup> Die hohen Zinszahlungen in Singapur sind auf die Emission staatlicher Schuldtitel zurückzuführen, die vor allem den inländischen Anleihemarkt fördern und als Referenzpapiere dienen sollen. <sup>4</sup> Operatives Konzept, d.h. ohne die Inflationskomponente von Zinszahlungen auf die Inlandsverschuldung.

Quellen: IVF; IIF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.11

In Hongkong  
Aktienmarkt-  
interventionen

Die Fiskal- und Geldpolitik in Hongkong und Malaysia ging in die gleiche Richtung wie in praktisch allen Ländern der Region, aber diese beiden Volkswirtschaften griffen 1998 darüber hinaus auch zu unkonventionelleren Maßnahmen. In Hongkong gerieten die Devisen- und Aktienmärkte 1997 und 1998 wiederholt gleichzeitig stark unter Druck, und es mehrten sich die Stimmen, daß dies als Marktmanipulation zu werten sei und nicht als Ergebnis einer Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten. Nach Angaben der Währungsbehörden wurde Mitte 1998 eine „Zwei-Märkte-Spekulation“ versucht, als die Anleger sowohl am Aktienmarkt als auch in bezug auf den Hongkong-Dollar beträchtliche Short-Positionen eingingen. Aufgrund des Currency-Board-Regimes in Hongkong hätte der daraus resultierende Druck auf den Wechselkurs zu einem Anstieg der inländischen Zinssätze führen können und damit – bedingt durch die in der Folge sinkenden Aktienkurse – Spekulationsgewinne ermöglicht. Um diese Strategie zu vereiteln, intervenierten die Währungsbehörden im August mit erheblichen Käufen (in Höhe von rund US-\$ 15 Mrd. bzw. 6% der damaligen Marktkapitalisierung) an den Aktien- und Futures-Märkten. Durch diese Intervention kam es in der Folge zu einer Lockerung der Zinssätze, und die Abwärtsbewegung der Aktienkurse kam zum Stillstand. Um Bedenken zu zerstreuen, daß sie von ihrem traditionellen marktwirtschaftlichen Ansatz abgehen würden, verpflichteten sich die Währungsbehörden, die Aktienbestände marktüblich zu verwalten und schrittweise wieder abzustoßen. Im September wurden zudem eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um die Zinsvolatilität zu senken und die Anfälligkeit der inländischen Finanzmärkte für Marktmanipulationen zu verringern.

In Malaysia Kapital-  
verkehrscontrollen

Mit dem Ziel, eine expansivere Wirtschaftspolitik zu ermöglichen, band Malaysia den Ringgit im September 1998 an den Dollar und führte strikte Kontrollen ein (die dann zu Beginn des Jahres 1999 modifiziert wurden), um den Kapitalabfluß zu bremsen und Offshore-Transaktionen in der Landeswährung in Grenzen zu halten. Aufgrund dieser Maßnahme verlor Singapur ein Viertel seines Aktienhandels und einen erheblichen Teil seines Devisengeschäfts. Darüber hinaus wurden einige aufsichtsrechtliche Vorschriften für die Klassifizierung von Krediten gelockert. Gleichermäßen unkonventionell war die Anweisung an die Banken, ihre Kreditvergabe im Laufe des Jahres 1998 um 8% zu steigern.

Der Rückgriff Malaysias auf Kapitalverkehrskontrollen hat die Diskussion um die Frage, ob eine vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs für die Mehrzahl der aufstrebenden Volkswirtschaften verfrüht sei, neu belebt. Insbesondere wird in den letzten Jahren zunehmend dafür plädiert, den Zustrom von kurzfristigem Kapital so lange zu bremsen, bis Märkte, Finanzinstitute und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen ausreichend entwickelt sind. Maßnahmen zur Kontrolle von Kapitalzuflüssen können nützlich sein, vor allem, wenn sie mittels marktbasierter Instrumente, z.B. strengerer Mindestreservevorschriften für kürzerfristige Zuflüsse, implementiert werden. Mit Bedacht konzipiert, können solche Maßnahmen dazu beitragen, einen Boom bei der Inlandskreditvergabe und die häufig damit einhergehende Preisblase bei den Vermögenswerten zu verhindern und dabei gleichzeitig eine liberale Haltung gegenüber längerfristigen Zuflüssen wie beispielsweise Direktinvestitionen aufrechtzuerhalten.

Weit weniger Akzeptanz findet eine Regulierung der Kapitalabflüsse, und zwar insbesondere dort, wo bereits ein liberaleres Regime besteht. Zugunsten

solcher Kontrollen wird häufig argumentiert, daß sie den Entscheidungsträgern den notwendigen Raum verschaffen können, um Anpassungsprogramme zu formulieren und zu implementieren, die dazu beitragen könnten, das Vertrauen der Anleger wiederherzustellen. Als Gegenargument wird ins Feld geführt, daß solche Kontrollen auch dazu mißbraucht werden können, zu lange an einem ungeeigneten wirtschaftspolitischen Kurs festzuhalten oder die Sanierung eines schwachen Finanzsektors zu verzögern. Die Beschränkung der Kapitalabflüsse verliert zudem an Wirksamkeit, wenn entsprechende Lücken im Regelwerk aufgespürt und ausgenutzt werden. Um diese Lücken wieder zu schließen, werden oft immer komplexere und weitreichendere Kontrollen eingeführt, bis schließlich die Gefahr besteht, daß die produktive Wirtschaftstätigkeit ernsthaft Schaden nimmt. Kontraproduktive Effekte können darüber hinaus dadurch entstehen, daß eine Regulierung der Kapitalabflüsse eine negative Signalwirkung haben kann, die zu einem gegebenen kritischen Zeitpunkt die Kapitalzuflüsse beeinträchtigt. Wenn dieser Vertrauensverlust auf Nachbarländer übergreift, die ähnliche Probleme haben (aber keine Kapitalverkehrskontrollen eingeführt haben), können Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalverkehrs in einem bestimmten Land für andere Länder besonders schädliche Auswirkungen haben. Der durch eine Regulierung der Kapitalabflüsse bewirkte potentielle Verlust an Vertrauen und Glaubwürdigkeit könnte ferner einen Anstieg der Kosten der internationalen Kreditaufnahme zur Folge haben, der möglicherweise weit über die Dauer der Krise hinaus anhält.

Gefahren von  
Beschränkungen  
der Kapitalabflüsse

#### *China und Indien*

Vor allem aufgrund ihrer relativ starken Abschottung von den internationalen Finanzmärkten waren die beiden bevölkerungsreichsten Länder Asiens von der Krise in anderen Ländern der Region weniger stark betroffen. Dennoch ließ die Krise verschiedene Schwachstellen zutage treten, und die wirtschaftliche und finanzielle Situation verschlechterte sich.

Offiziellen Statistiken zufolge lag das Produktionswachstum in China 1998 knapp unter den angestrebten 8%. Viele Indikatoren wiesen jedoch auf einen sich verlangsamenden Trend der Konjunktur hin, der in der aggregierten Produktionsstatistik noch nicht zum Ausdruck kam: Die Arbeitslosigkeit nahm zu, wachsende Lagerbestände drückten auf die Preise, die Energieproduktion fiel – teilweise bedingt durch die schwache Nachfrage der Unternehmen – um nahezu 4%, Import- und Exportwachstum gingen stark zurück, und die Rentabilität der Staatsbetriebe verschlechterte sich. Um der Abschwächung entgegenzuwirken, wurden die Staatsausgaben in der zweiten Jahreshälfte erhöht. Die Infrastrukturausgaben wurden angehoben, die Staatsbetriebe wurden gehalten, ihre Investitionstätigkeit zu erhöhen, und die staatlichen Banken wurden gedrängt, ihre Kreditvergabe für Infrastruktur und Wohnbau auszuweiten. Die Geldpolitik wurde expansiver, Zinsen wurden gesenkt und Maßnahmen ergriffen, um das Kreditgeschäft der Banken zu fördern.

In China Wachstum nahe den Zielvorgaben trotz Anzeichen einer Abschwächung

Die Strategie, den Yuan gegenüber dem US-Dollar zu stabilisieren, wurde beibehalten. Dies wurde aus mehreren Gründen als notwendig angesehen. Die Handelsbilanz und die Leistungsbilanz wiesen erhebliche Überschüsse auf, und die internationalen Reserven waren beträchtlich sowie überdies durch umfangreiche

Stabiler  
Yuan/Dollar-Kurs

Kapitalverkehrsbeschränkungen gestützt. Zudem wurde das Risiko erneuter Spekulationen gegen den Hongkong-Dollar als hoch eingeschätzt, und die Angst, eine Abwertung könnte in der Region und darüber hinaus eine neue Abwertungsrunde auslösen, war weit verbreitet. Gleichzeitig scheinen der Kapitalabfluß und die nicht erfaßten Importe jedoch zugenommen zu haben, denn der Anstieg der Devisenreserven im Jahr 1998 (\$ 5 Mrd.) blieb in weit stärkerem Maße als in den beiden vorangegangenen Jahren hinter dem Überschuß in der Leistungsbilanz (\$ 20 Mrd.) und den Direktinvestitionen aus dem Ausland (rund \$ 40 Mrd.) zurück.

Besorgnis  
hinsichtlich des  
Finanzsektors

Die Finanzkrise in der Region legte zudem die Schwächen des chinesischen Finanzsystems offen. In den letzten Jahren war verstärkt bekannt geworden, daß die großen staatlichen Banken umfangreiche Bestände an notleidenden Krediten hatten und die Wertpapiermärkte nur unzureichend reguliert und beaufsichtigt waren. Die ausländischen Kreditgeber wurden im Laufe des Jahres 1998 entsprechend vorsichtiger. Ende 1998 wurde eine Investmentgesellschaft mit erheblichen ausländischen Verbindlichkeiten geschlossen. Anders als erwartet, übernahm die Zentralregierung keinerlei Verpflichtung, die nichtregistrierten Auslandsschulden der Gesellschaft abzulösen. Dies ließ die Kosten für Auslandskredite nach oben schnellen, zeigte gleichzeitig jedoch auch, daß sich die Behörden bewußt waren, daß eine Politik pauschaler Garantien für Auslandsverbindlichkeiten ein „moral hazard“-Verhalten hervorruft. Außerdem wurden Pläne zur Sanierung der staatseigenen Banken und zur Straffung der Bankenaufsicht ausgearbeitet. Für die Währungsbehörden ergeben sich jedoch unweigerlich Zielkonflikte daraus, daß zur Ankurbelung der Wirtschaftstätigkeit auch weiterhin auf die staatlichen Banken gesetzt wird.

Indien

In Indien hielt das kräftige Wirtschaftswachstum 1998 an. Die Inflation beschleunigte sich, und das Leistungsbilanzdefizit blieb vor dem Hintergrund schwacher Exporte weiterhin beträchtlich. Das Defizit der öffentlichen Haushalte stieg auf über 6% des BIP. In Verbindung mit den Finanzlücken in anderen Bereichen des öffentlichen Sektors wurde die Wirtschaftstätigkeit im Privatsektor auch weiterhin durch die schwere Belastung, die dieses haushaltspolitische Ungleichgewicht für die inländische Spartätigkeit darstellte, beeinträchtigt. Um den Haushalt wieder auf eine solide Basis zu stellen, wurde im März 1999 eine mittelfristige Konsolidierungsstrategie angekündigt, auf die die Zentralbank mit einer Lockerung ihres geldpolitischen Kurses reagierte. Gleichzeitig sah sich die Zentralbank durch die regionale Finanzkrise veranlaßt, die aufsichtsrechtlichen Regelungen zu verschärfen. Allerdings blieben Fortschritte bei der Finanzreform sowie bei zahlreichen Strukturreformen in anderen wichtigen Bereichen unzureichend.

#### *Sanierung der Banken und Unternehmen*

Als sich das Klima in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten im vergangenen Jahr verschlechterte, wurden die Bankensysteme in mehreren asiatischen Ländern einer massiven Belastung ausgesetzt. Ende 1998 waren die notleidenden Kredite Angaben zufolge auf über 10% der gesamten Ausleihungen – in Indonesien und Thailand auf bis zu 45% – gestiegen, während fast alle Banken in den von der Krise betroffenen Ländern erhebliche Verluste hinnehmen mußten.

Kosten einer  
Bankenkrise  
abhängig von ...

Die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Bankenkrise und ihrer Bewältigung sind oft sehr hoch. Frühere Krisen in den neunziger Jahren belasteten den

Haushalt gemessen am BIP mit zwischen 4% (Norwegen und Schweden) und 17% (Venezuela), obwohl der Anteil notleidender Kredite der Banken damals in den meisten Fällen weit niedriger war als heute in Asien. Für die Beurteilung der volkswirtschaftlichen Kosten einer Bankenkrise sind zwei Aspekte von Bedeutung. Als erstes ist wichtig, inwieweit das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Bankinstitute gewahrt werden kann. Ein Vertrauensverlust kann die Einleger dazu veranlassen, ihre Vermögenswerte abzuziehen, und dies wiederum mindert den Umfang der Finanzintermediation und die Effizienz der Ressourcenallokation. Wenn Vermögenswerte ins Ausland verlagert werden, kann dies zu einer Währungskrise führen oder eine bereits bestehende Krise vertiefen. In Argentinien kam es 1995 zu einem vorübergehenden Verlust an Vertrauen in das inländische Bankensystem. Drastische Anpassungen der Wirtschaftspolitik wurden erforderlich und trugen zu einem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit bei. Auf ähnliche Weise wurde auch die Eindämmung der Krise in Indonesien Ende 1997 durch einen Run auf die Banken erschwert.

... Vertrauen der  
Bankkunden ...

Als zweites stellt sich die Frage, wie stark die Kreditvergabe während einer Krise zurückgehen kann. Angesichts der wichtigen Rolle, die den Krediten in der wirtschaftlichen Entwicklung zukommt – insbesondere in Asien, wo das Kreditgeschäft gemessen am BIP sehr hoch ist –, könnte eine drastisch reduzierte Bereitstellung von Bankkrediten beträchtliche gesamtwirtschaftliche Konsequenzen haben. Selbst in einem soliden Bankensystem würde die Nachfrage nach Bankkrediten als natürliche Reaktion auf den Mangel an Investitionsmöglichkeiten, der einem vorangegangenen Aufschwung folgt, schrumpfen. Diese Kreditkontraktion wird jedoch viel stärker ausfallen, wenn die Banken, wie in Asien, mit umfangreichen Beständen notleidender Kredite belastet sind, mit denen massive Investitionen in Sachvermögenswerte finanziert wurden. Werden Banken geschlossen, verlieren auch solvente Kreditnehmer „ihre“ Bank und haben danach in der Regel Schwierigkeiten, bei anderen Banken Kredit zu bekommen. Werden die Banken hingegen am Leben erhalten, so straffen sie mit großer Wahrscheinlichkeit ihre Kreditvergabestandards und rationieren die Kredite. Eine solche Kreditverknappung beschränkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zusätzlich, was die Probleme für Schuldner und Banken noch verschärft. Als Folge früherer Banken Krisen fiel die Bankkreditvergabe in Mexiko innerhalb von zwei Jahren real um die Hälfte, während Finnland und Schweden einen Rückgang von mehr als 20% zu verzeichnen hatten. Wie bereits erwähnt, begann sich die reale Kreditgewährung der Banken im letzten Jahr in allen von der Krise betroffenen Volkswirtschaften zu verringern.

... und  
Ausmaß der  
Kreditkontraktion

Eine schnelle Kreditkontraktion im Kontext einer Bankenkrise wirft die Frage auf, was die Geldpolitik zu ihrer Kompensierung tun kann. Durch eine Lockerung der Geldpolitik würden die kurzfristigen Zinsen gesenkt, und die Renditenstrukturkurve würde wahrscheinlich steiler werden. Dies würde die Nachfrage anregen und die Nettozinsmargen der Banken erhöhen und so zur Entspannung der Situation beitragen. Diese Strategie wurde Anfang der neunziger Jahre in den USA mit Erfolg eingesetzt. In den kleinen, offenen Volkswirtschaften Asiens dürfte es jedoch schwierig sein, die Geldpolitik überhaupt noch weiter zu lockern, als es bisher geschehen ist, weil die Gefahr besteht, daß eine allzu expansiv angelegte Geldpolitik neue Turbulenzen an den Devisenmärkten auslösen könnte. Zudem

Mögliche  
Auswirkungen  
einer Lockerung  
der Geldpolitik

könnten sehr niedrige Zinsen und entsprechend viel niedrigere Finanzierungskosten notleidender Kredite den Druck hinsichtlich einer wirksamen Sanierung des Finanzsektors mindern.

Zur Bewältigung der tiefgreifenden Banken Krisen wurden in Asien in den vergangenen zwei Jahren mehrere Sanierungs- und Rekapitalisierungsinitiativen in die Wege geleitet. Die ersten Etappen der Sanierungsprogramme für den Bankensektor wiesen eine Reihe gemeinsamer Merkmale auf. Um einen Run auf die Banken zu verhindern, sahen sich die Behörden in der Regel zunächst gezwungen, Garantien für Bankeinlagen zu gewähren und explizite Einlagensicherungssysteme zu entwickeln. Daneben wurden Änderungen der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen vorgenommen. Die Aufsichtsvorschriften wurden verschärft, wenngleich in einigen Fällen (in Malaysia und – in geringerem Maße – in Thailand) auch zeitlich begrenzte Zugeständnisse gemacht wurden, um den Banken zu helfen, sich aus ihrer akuten Schiefelage zu befreien.

Darüber hinaus wurden in den meisten der von der Krise betroffenen Länder Portfoliomanagementgesellschaften errichtet, die einen Teil der notleidenden Kreditportfolios der Finanzinstitute übernehmen sollten. Dahinter stand häufig das Bestreben, die Banken von ihrer reservierten Haltung gegenüber einer Vergabe neuer Kredite abzubringen, die mit der wachsenden Besorgnis über die Handhabung notleidender Ausleihungen zunahm. Die Strategien variierten von dem Versuch, zweifelhafte Aktiva schnell abzustoßen, bis zum Bemühen, Notverkäufe zu vermeiden. Die erste Variante wurde in Thailand eingesetzt, die zweite in Malaysia.

Die Befürchtung, daß die erzwungene Schließung einer Bank eine Flut von Bankinsolvenzen im gesamten System nach sich ziehen und das Problem der Kreditrationierung noch verschlimmern würde, mag schließlich erklären, warum bis Anfang 1999 nur eine relativ kleine Zahl von Bankkonkursen zugelassen worden war. Die Behörden konzentrierten sich vielmehr auf die Rekapitalisierung von Banken sowie auf Bankenzusammenschlüsse. In den letzten anderthalb Jahren wurde eine Vielzahl von Rekapitalisierungsplänen aufgelegt, die häufig eine Beteiligung der Aktionäre, eine Verbesserung der operativen Effizienz und Veränderungen in der Geschäftsleitung zur Voraussetzung hatten. Wo nötig, wurden einige in Schwierigkeiten geratene Banken vorübergehend verstaatlicht. Darüber hinaus wurde die Übernahme von schwachen Banken durch größere und weniger schwache gefördert (wie in Korea und Thailand), obwohl die Suche nach geeigneten Käufern häufig dadurch sehr erschwert wurde, daß die Bankenkrise das gesamte System erfaßt hatte. Außerdem wurden die Behörden wesentlich offener im Hinblick auf Übernahmen durch ausländische Banken. In mehreren Ländern – wie Indonesien und Thailand – wurden die Beschränkungen für Beteiligungen ausländischer Banken gelockert oder ganz abgeschafft.

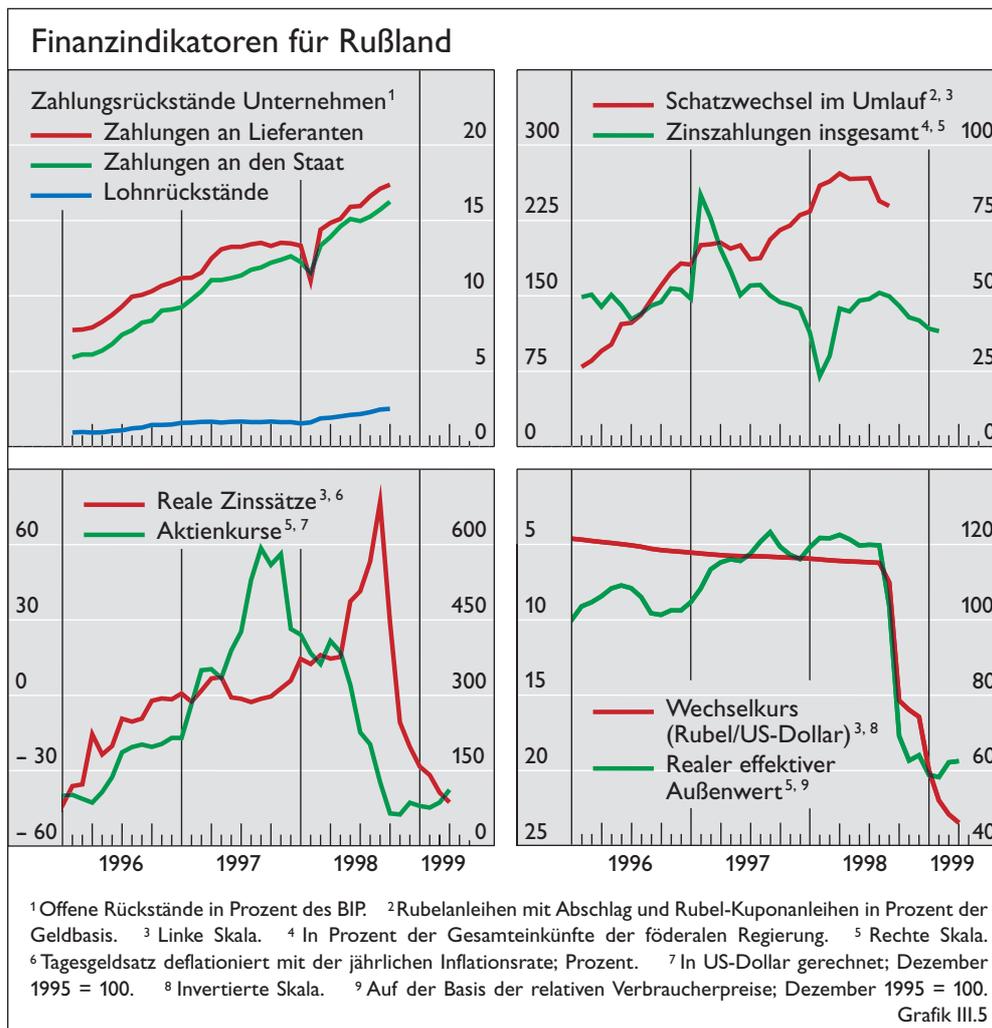
In den meisten Ländern wurden die Programme zur Lösung der Schwierigkeiten der Banken von Sanierungsinitiativen für überlebensfähige Unternehmen begleitet, die dabei unterstützt werden sollten, ihren Betrieb neu zu strukturieren und ihren durch einen reduzierten Cash-flow noch drückender gewordenen Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen. Im Frühjahr 1999 waren viele dieser Programme noch nicht sehr weit über die Planungsphase hinausgekommen. Dies war zum einen dadurch bedingt, daß die Schwächen der meisten Länder im

Handels- und Gesellschaftsrecht – insbesondere in bezug auf das Konkursverfahren – einer schnelleren und wirksameren Umschuldung und Sanierung im Wege standen. Zum anderen waren die angeschlagenen Gläubiger nicht zu Zugeständnissen bereit. Am größten waren die Fortschritte noch in Korea, wo die Regierung und die fünf größten „Chaebol“ (Konglomerate) Ende 1998 eine Rationalisierung, verstärkte Spezialisierung und Schuldenreduzierung vereinbarten. Allerdings gilt es diese Zusagen noch in die Tat umzusetzen.

## Die Finanzkrise in Rußland und ihre Auswirkungen auf Osteuropa

Die Schwierigkeiten Rußlands mit der Kontrolle der Staatsfinanzen, die beschleunigte Emission kurzfristiger Staatstitel, fallende Rohstoffpreise und eine reale Aufwertung der Währung stellten die Schuldendienstfähigkeit des Landes Ende 1997 und in der ersten Hälfte des Jahres 1998 immer mehr in Frage. Dadurch wurde der Rubel wiederholt angegriffen, und als Reaktion wurden die Zinsen bis Ende Mai auf 150% angehoben, obwohl sich die Inflation weiterhin unterhalb von 10% bewegte. Um die Stabilität des Rubels zu stützen, die seit einigen Jahren ein zentraler Bestandteil der Geldpolitik war, wurde Rußland im Juli ein auf zwei Jahre angelegtes internationales Finanzierungspaket von fast \$ 23 Mrd. angeboten; davon

Phasen der Krise in Rußland



wurden \$ 4,8 Mrd. sofort vom IWF verfügbar gemacht. Angesichts der starken Opposition im Parlament gegenüber wichtigen Maßnahmen, die höhere Staatseinnahmen zum Ziel hatten, erwies sich die Implementierung des Anpassungsprogramms jedoch als schwierig. Da die realen Zinssätze sehr hoch waren, zehrten die Kosten für den Schuldendienst des Staates etwa die Hälfte der Haushaltseinnahmen auf (Grafik III.5). Die Währungsreserven nahmen weiter ab, und ein Versuch, die sehr kurzfristige Laufzeit marktfähiger Staatstitel zu verlängern, schlug praktisch fehl, so daß es bis Ende des Jahres kurzfristige Rubelverbindlichkeiten in Höhe von nahezu \$ 20 Mrd. zu finanzieren galt. Darüber hinaus sanken die Aktienkurse auf neue Tiefstände, die inländischen Zinsen blieben hoch, und die Zinsaufschläge bei russischen Eurobonds erreichten 2000 Basispunkte.

Wirtschafts-  
politische  
Reaktionen

Angesichts steigender Finanzierungsprobleme sowohl im Inland als auch im Ausland kündigte Rußland Mitte August 1998 einen radikalen Kurswechsel an. Hierzu gehörten vor allem die Ausweitung und spätere Abschaffung der Wechselkursbandbreite, die Aussetzung des Handels mit Schatzwechseln in Verbindung mit einer vorgeschriebenen Umstrukturierung der Staatsverschuldung sowie ein 90tägiges Moratorium für die Tilgung von Unternehmens- und Bankverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern. An den internationalen Finanzmärkten löste der Eindruck einer grundlegenden Änderung der Spielregeln zwischen Gläubigern und Schuldern eine unerwartet starke Reaktion aus (s. Kapitel V).

Die Regierung versuchte die negativen Auswirkungen der Krise vom August aufzufangen, indem sie auf administrative Maßnahmen zurückgriff, die in der Vergangenheit bereits abgeschafft worden waren. Sie erließ umfangreiche Beschränkungen für Devisenmarktgeschäfte, das Defizit im Staatshaushalt wurde verstärkt über eine direkte Kreditaufnahme bei der Zentralbank finanziert, und die Exporteure mußten 75% ihrer Erlöse abliefern. Der stark angeschlagene Bankensektor wurde durch Direktkredite der Zentralbank über Wasser gehalten, eine eigens zur Rekapitalisierung der Banken geplante neue Institution nahm jedoch ihre Tätigkeit nie auf. Ohne Zugang zu Bankkrediten waren die Unternehmen noch stärker auf eigene Finanzmittel, Zahlungsrückstände und Tauschgeschäfte angewiesen. Auch Bankeinlagen waren weitgehend gesperrt.

Auswirkungen auf  
die Wirtschaft ...

Wirtschaftswachstum und Inflation entwickelten sich infolge der Krise und der unzureichenden Reaktion der Politik in entgegengesetzte Richtungen. Im letzten Quartal 1998 sank die statistisch erfaßte Produktion um 9% und damit auf etwa die Hälfte des Niveaus von 1989, während die Inflationsrate Anfang 1999 auf 100% kletterte. Die Anpassungen gingen hauptsächlich zu Lasten der Importnachfrage, die im letzten Quartal 1998 in Dollar gerechnet um mehr als die Hälfte fiel. Da der russische Warenhandel immer noch in erster Linie von Rohstoffen geprägt wird, reagierten die Exportvolumina nur geringfügig auf die Abwertung des Rubels, während die Exportpreise den Verfall der Rohstoffpreise widerspiegeln.

... und auf die  
Mittelaufnahme im  
Ausland

Ende 1998 konnte Rußland die mehr als \$ 100 Mrd. betragenden Fremdwährungsverbindlichkeiten aus der Zeit der Sowjetunion (die seit der Unabhängigkeit Rußlands eingegangenen Schulden werden auf weitere \$ 60 Mrd. geschätzt) nicht mehr bedienen, während die Prämie auf russische Eurobonds weiterhin sehr hoch war und das Land somit praktisch von den internationalen Kapitalmärkten

ausgeschlossen war. Ende März 1999 traten Rußland und der IWF in neue Verhandlungen über ein Programm ein, das Rußland die Erfüllung seiner Schuldendienstverpflichtungen für 1999 in Höhe von schätzungsweise \$ 17½ Mrd. ermöglichen soll. Da die staatlichen Währungsreserven Ende März auf \$ 6½ Mrd. zurückgegangen waren, wurde verstärkt gefordert, einen Teil der aus der Sowjetunion übernommenen Verbindlichkeiten nicht nur umzustrukturieren, sondern abzuschreiben.

Die Rußland-Krise ging auf eine Reihe fundamentaler Schwächen zurück, die bei dem 1992 begonnenen Übergangsprozeß nicht ausreichend berücksichtigt worden waren. Erstens hat Rußland es bisher nicht vermocht, einige der wesentlichen Eckpfeiler einer Marktwirtschaft zu errichten. Der institutionelle Rahmen für die rechtliche Durchsetzung privater Verträge und wirksamen Wettbewerbs ist nach wie vor nur in Ansätzen vorhanden. Die Strukturreform in der Realwirtschaft ist nur zum Teil vollzogen. Anders als in anderen im Übergang befindlichen Volkswirtschaften – wie beispielsweise Polen – sind nur wenige dynamische Mittelstandsunternehmen gegründet worden, die den notwendigen Wachstumsschub bewirken könnten, und gleichzeitig wurden durch die Schaffung großer Finanz-Industrie-Konglomerate alte Strukturen zementiert. Zudem wurden die Fortschritte in der Privatisierung nicht durch die Einrichtung tragfähiger Systeme zur verbesserten Unternehmenssteuerung untermauert. Seit Beginn des Übergangsprozesses ist die Kapitalflucht – teilweise infolge des Ausschlachtens ertragschwacher, aber substanzstarker Unternehmen – sehr ausgeprägt. Die Mobilität der Arbeitskräfte ist nach wie vor gering, und Einkommensunterschiede haben soziale Spannungen hervorgerufen.

Ein zweiter gravierender Schwachpunkt sind die öffentlichen Finanzen. In den Jahren 1992–98 lag das Defizit des föderalen Haushalts im Durchschnitt bei 7½% des BIP. Ein faires und effizientes System der Steuereintreibung fehlt noch immer, und die Beziehung zwischen den auf Bundes- und auf einzelstaatlicher Ebene anfallenden Steuereinnahmen und Ausgaben bleibt weiterhin im dunkeln. Daß der Staat selbst zunehmend mit Zahlungen in Verzug gerät, hat außerdem zum Entstehen einer Verzugsmentalität in allen Wirtschaftssektoren beigetragen (Grafik III.5). Probleme im Bereich der öffentlichen Finanzen waren schon oft eine bedeutende Hürde bei der Formulierung und Einhaltung von IWF-Programmen.

Drittens schließlich wurde auch die Rolle der Finanzintermediation in der Realwirtschaft nur unzureichend gefördert. Die Banken verließen sich auf ihre Erträge aus Arbitragegeschäften, die entweder im Zusammenhang mit der kontinuierlichen Abwertung des Rubels (vor 1998) oder durch den umfangreichen Ankauf hochrentierender Staatstitel (seit 1993, als der Markt für Staatstitel eröffnet wurde) zustande kamen. Diese Wertpapiere wurden häufig durch Fremdwährungsaufnahmen finanziert, und die Banken sahen sich in der Folge mit beträchtlichen offenen Fremdwährungspositionen konfrontiert. Die ausstehenden Kredite an den privaten Sektor sind dagegen mit rund 15% des BIP sehr niedrig, so daß sich noch keine Kreditkultur entwickelt hat. Die meisten russischen Banken haben es zudem versäumt, ihr Einlagengeschäft auszubauen. Viele Finanzinstitute waren von großen Unternehmen sogar mit dem ausdrücklichen Ziel errichtet worden, relativ leichten Zugang zu günstigen Zentralbankkrediten zu erlangen. Es ist daher nicht verwunderlich, daß die Verwendung des Rubels im Inland nur wenig

Grundlegende Schwächen u.a.:  
– unzureichende strukturelle Veränderungen

– wenig solide öffentliche Finanzen

– nur begrenzte Finanzintermediation

zugenommen hat und die Wirtschaft weiterhin stark von der Dollarisierung geprägt wird.

Auswirkungen auf die Finanzmärkte in Osteuropa nur vorübergehend ...

Die Rußland-Krise hatte einen erheblichen – wenn auch nur vorübergehenden – Einfluß auf die Finanzmärkte in Osteuropa. Da ausländische Großanleger, insbesondere Investmentfonds, einen beträchtlichen Teil ihrer Portfolios an osteuropäischen Aktien abstießen, brachen die regionalen Aktienmärkte ein, und die meisten Währungen gerieten unter Druck. In Ungarn – dem Land mit dem am besten entwickelten und liquidesten Kapitalmarkt – sanken die Aktienkurse von Ende Juli bis Ende September um 45%, wodurch sämtliche Gewinne aus den beiden vorangegangenen Jahren aufgezehrt wurden. In anderen Ländern waren die Rückgänge weniger dramatisch: Am polnischen und am slowakischen Aktienmarkt war die ausländische Beteiligung traditionell relativ gering, und das ausländische Engagement in tschechischen Aktien hatte sich bereits Ende 1996 reduziert. Da sich die Kurse ab Oktober 1998 wieder erholten, verzeichneten die osteuropäischen Märkte auf das Jahr gerechnet nur geringfügige Verluste. Die Auswirkungen auf Finanzierungskosten und Umfang der privaten Kapitalströme hielten sich ebenfalls in Grenzen. Verglichen mit anderen aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhten sich die Zinsaufschläge auf osteuropäische Anleihen kaum; in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn stiegen sie um weniger als 100 Basispunkte (Grafik III.1). Dennoch geriet der öffentliche Sektor in einigen Ländern durch höhere Zinsen und eine verminderte Verfügbarkeit von Krediten unter Druck, und eine Reihe von Großunternehmen aus dem privaten Sektor waren gezwungen, vorübergehend auf direkte Kreditaufnahmen im Ausland zu verzichten. Zu einer Umkehr der internationalen Bankkreditströme kam es jedoch nicht (Tabelle III.3), und in geringem Umfang wurden weiterhin internationale Schuldtitel abgesetzt.

Die durch die Rußland-Krise ausgelösten Finanzmarkturbulenzen schwächten den ungarischen Forint und den polnischen Zloty, die zuvor unter Aufwertungsdruck gestanden hatten. Durch den Zufluß kurzfristiger Mittel war der Zloty vor der Krise fast an die Obergrenze seiner Schwankungsbreite gedrückt worden, und der Forint war ähnlichen Kräften ausgesetzt gewesen. Als eine weitere reale Aufwertung gestoppt war, verminderten sich die Befürchtungen hinsichtlich eines Rückgangs der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Im Oktober war der Zloty in die Mitte seiner Schwankungsbreite zurückgekehrt, und die Zentralbank verzichtete auf eine Verstärkung der Kapitalverkehrskontrollen. Mehrere Länder der Region reagierten auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten mit einer Anhebung ihrer kurzfristigen Zinsen, die sich jedoch nur begrenzt auf die längerfristigen inländischen Zinssätze übertrug. Als die Stabilität wiederhergestellt war, führten die polnische und die tschechische Zentralbank daher ihre bereits zuvor geplanten Zinssenkungen durch.

... infolge grundlegender Verschiebungen

Daß die Krise in Rußland nur begrenzt auf die anderen osteuropäischen Länder übergriff, zeigt, wie sehr diese ihre Handels- und Finanzbeziehungen inzwischen auf Westeuropa ausgerichtet haben und welche Fortschritte sie beim Übergang zu modernen Marktwirtschaften erzielt haben. Der Außenhandel der osteuropäischen Länder hat sich deutlich gewandelt: Nahezu zwei Drittel der Ausfuhren gehen heute in EU-Länder und nur noch 5% nach Rußland. Auch das finanzielle Engagement osteuropäischer Banken in Rußland ist begrenzt. So gerieten die Banken weder unter Druck, noch verzeichneten sie einen Rückgang

ihrer Aktienkurse gegenüber denen anderer Unternehmen, als die Finanzkrise Mitte des vergangenen Jahres über die Region hereinbrach. In Ungarn und Polen führte der erfolgreiche Übergangsprozeß in den letzten Jahren zu hohen Wachstumsraten. In der Tschechischen Republik dagegen dämpfte die Notwendigkeit weiterer Sanierungen im Unternehmens- und Finanzsektor im Jahr 1998 die Wirtschaftstätigkeit. Die Inflationsraten waren in den osteuropäischen Ländern zwar nach wie vor höher als in den EU-Ländern, bewegten sich aber stetig nach unten. In Ungarn und Polen wurden zudem Anstrengungen zur Stärkung des Bankensystems unternommen, indem u.a. mehr Wettbewerb aus dem Ausland zugelassen wurde. Angesichts der Fortschritte beim Übergangsprozeß wurden mit mehreren osteuropäischen Ländern Gespräche über einen EU-Beitritt aufgenommen.

Einige Schwächen bleiben jedoch weiter bestehen. Die erheblichen Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz geben in vielen im Übergang befindlichen Volkswirtschaften immer noch Anlaß zur Sorge. Trotz der in einigen Ländern erzielten Fortschritte bleibt der Bankensektor labil, was sich auch an den niedrigen internationalen Bonitätseinstufungen ablesen läßt. Die Finanzmärkte sind noch immer wenig entwickelt, und die Aufsicht bedarf einer weiteren Stärkung. Schließlich ist auch das Netz der sozialen Sicherheit noch immer nicht hinreichend ausgebaut.

Verbleibende Schwächen

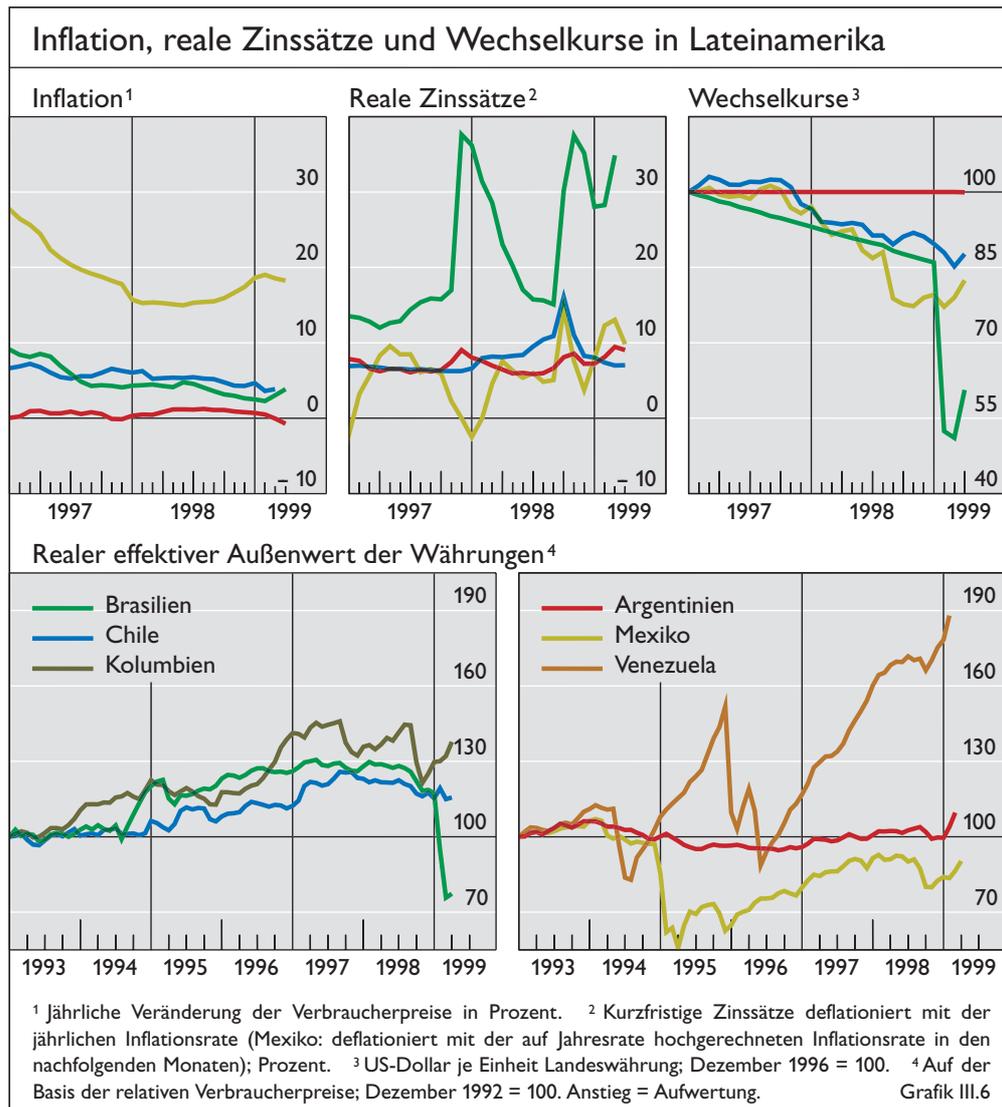
## Entwicklung in Lateinamerika

Obwohl Lateinamerika nach der Asien-Krise weiterhin beträchtliche Kapitalströme anziehen konnte, deuteten grundlegende Schwierigkeiten auf eine potentielle Anfälligkeit für Turbulenzen im Finanzsektor hin. Erstens bestanden in den letzten Jahren außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Im vergangenen Jahr weiteten sich die Handels- und Leistungsbilanzdefizite in nahezu allen lateinamerikanischen Ländern erneut deutlich aus. Ein wichtiger Grund für die große Diskrepanz zwischen Export- und Importwachstum fast die gesamten neunziger Jahre hindurch war die stetige reale Aufwertung der Währung in vielen Ländern (Grafik III.6). In der jüngsten Vergangenheit sah sich die Region außerdem mit niedrigen Rohstoffpreisen konfrontiert, und der wirtschaftliche Einbruch in Asien beeinträchtigte die Exporte einiger Länder zusätzlich. Zweitens war die Sparquote der Region niedrig, so daß die Länder in hohem Maße auf Finanzmittel aus dem Ausland angewiesen waren. Drittens schließlich hatten mehrere Länder Schwierigkeiten, die Defizite des öffentlichen Sektors in Grenzen zu halten. Teilweise bedingt durch niedrige Rohstoffpreise, hohe Zinsen und ein sich verlangsamendes Wachstum verschlechterten sich die öffentlichen Finanzen vieler Länder im letzten Jahr weiter.

Grundsätzliche Schwierigkeiten in Lateinamerika ...

Diese Schwierigkeiten wurden durch den Vertrauensschwund an den internationalen Märkten Mitte 1998 noch verschärft. Da die Finanzströme aus dem Ausland unmittelbar danach nahezu völlig versiegteten, fielen die Kurse der international gehandelten lateinamerikanischen Anleihen sowie die inländischen Aktienkurse beträchtlich, und mehrere Währungen gerieten stark unter Druck. Am direktesten betroffen waren Länder mit einem hohen Haushaltsdefizit (z.B. Brasilien und Kolumbien) oder politischen Unwägbarkeiten (Venezuela). Als

... durch Finanzmarkt-turbulenzen an den Tag gebracht



Reaktion auf die Turbulenzen kam es in der gesamten Region zu drastischen wirtschaftspolitischen Anpassungen, wobei zuerst die Geldpolitik gestraft wurde. Die Wachstumsaussichten verschlechterten sich rapide, und im letzten Quartal wurde das BIP-Wachstum aufs Jahr gerechnet negativ, während es in der ersten Jahreshälfte noch bei nahezu 3% gelegen hatte.

Einige kleinere Volkswirtschaften der Region wurden zudem von Naturkatastrophen heimgesucht (bedingt durch El Niño und den Hurrikan Mitch). In Ecuador kam noch erschwerend hinzu, daß es an Maßnahmen zur Behebung des haushaltspolitischen Ungleichgewichts und der Probleme im Bankensektor fehlte. Die unzureichende wirtschaftspolitische Reaktion führte wiederum dazu, daß der Zugang zu Finanzhilfen seitens der internationalen Gemeinschaft versperrt blieb.

#### Die Krise in Brasilien

Durch die Asien-Krise traten eine Reihe erheblicher makroökonomischer Ungleichgewichte in der brasilianischen Volkswirtschaft offen zutage. Der Mitte 1994 aufgelegte Real-Plan konnte zwar die Inflationsrate in den einstelligen Bereich

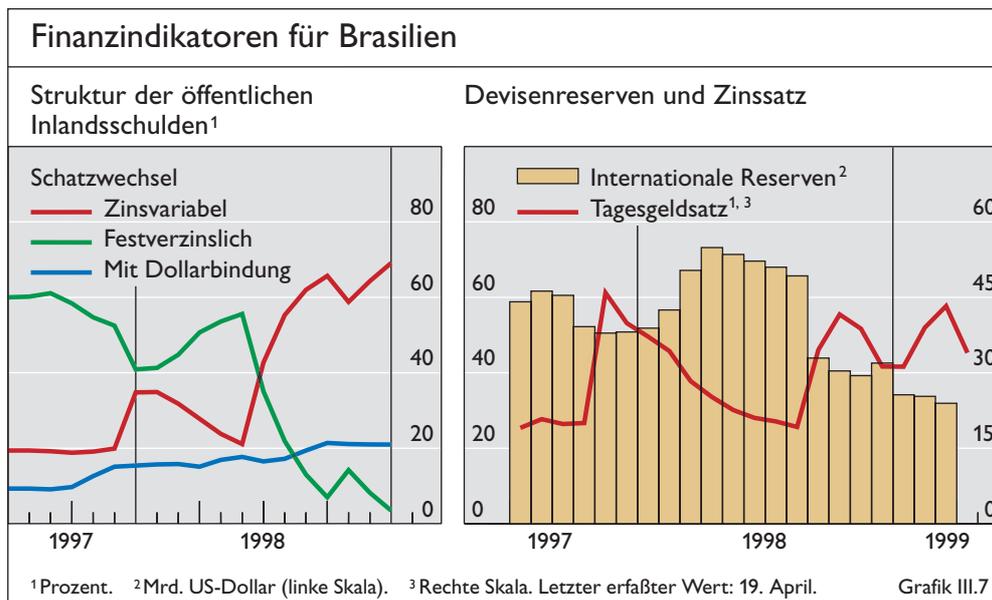
In Brasilien gesamt-  
wirtschaftliche  
Ungleichgewichte

führen, war jedoch gleichzeitig in starkem Maße auf hohe reale Zinsen angewiesen, um die stark wachsende Inlandsnachfrage einzudämmen. Die hohen Zinssätze trugen wiederum dazu bei, daß das Haushaltsdefizit (ohne den Einfluß der Inflation auf Zinszahlungen) von durchschnittlich 2,4% des BIP in den Jahren 1994–96 auf fast 8% im Jahr 1998 stieg (Tabelle III.11). Diese Verschlechterung des Haushalts-saldos beruhte zum Teil jedoch auch darauf, daß der Primärüberschuß, der im Zeitraum 1994–96 noch 2% betragen hatte, 1998 praktisch verschwunden war. Darüber hinaus brachten die ersten Stufen des Real-Plans eine beträchtliche reale Aufwertung der Währung mit sich, die mit einer Ausweitung des Leistungsbilanz-defizits einherging.

Diese Ungleichgewichte führten unmittelbar nach den Ereignissen in Asien Ende 1997 zu einer ersten Welle starken Drucks auf den Wechselkurs. Die Entscheidungsträger reagierten mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik und der Ankündigung haushaltspolitischer Maßnahmen zur Senkung des Defizits um 2% des BIP im Jahr 1998. Hohe Zinsen und eine Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen riefen Anfang 1998 erneut umfangreiche Kapitalzuflüsse hervor, mit deren Hilfe die Währungsreserven wieder aufgebaut werden konnten (Grafik III.7). Darüber hinaus gab die Zentralbank ihre Absicht bekannt, im Laufe der folgenden Jahre allmählich zu einem flexibleren Wechselkursregime überzugehen. Die Umsetzung der versprochenen haushaltspolitischen Anpassungen erwies sich dagegen als schwierig, da wichtige Maßnahmen zunächst vom Kongreß genehmigt werden mußten.

Die russische Zahlungseinstellung hatte auf Brasilien tiefgreifende Auswirkungen. Die eigentlichen Ursachen für die Ansteckung waren haushaltspolitische Schwächen und eine starke Anfälligkeit gegenüber Einflüssen von außen, doch auch der massive Verkauf internationaler brasilianischer Anleihen (insbesondere der hochliquiden Brady-Anleihen) – möglicherweise um Nachschußforderungen von anderer Seite nachkommen zu können – trug erheblich zur Übertragung der Finanzmarkturbulenzen bei. Da die Inhaber von relativ niedrigverzinslichen inländischen Staatspapieren diese Wertpapiere abstießen, um

Erste wirtschafts-  
politische  
Reaktionen  
Ende 1997



sich im Gegenzug mit höherverzinslichen internationalen brasilianischen Anleihen einzudecken, beschleunigte sich der Kapitalabfluß.

Eindämmung der  
Krise Ende 1998

Unterschiedliche Maßnahmen trugen zu einer Entspannung bei. Erstens wurden den Inhabern von Inlandsanleihen zusätzliche Anreize in Form von Zins- und Wechselkursgarantien geboten, um umfangreiche Verkäufe dieser Papiere zu verhindern. Die deutliche Veränderung in der Struktur der Staatsverschuldung, die kurz vor den Entwicklungen in Rußland in die Wege geleitet worden war, wurde weiter vorangetrieben; dabei wurden die traditionellen festverzinslichen Titel mehr und mehr durch variabel verzinsliche und an den Dollar gebundene Schatzwechsel ersetzt (Grafik III.7). Zweitens intervenierten die Währungsbehörden massiv am Devisenmarkt. Das Ausmaß dieser Interventionen dürfte aus der Nettoveränderung des Bestands an internationalen Reserven nicht vollständig zu erkennen sein, da die Privatisierung des Telekommunikationssystems um die Jahresmitte zu starken Zuflüssen führte und die Stützung des Wechselkurses zusätzlich durch außerbilanzielle Transaktionen an den Futures- und Terminmärkten betrieben wurde. Drittens erhöhten die Währungsbehörden die Zinsen kräftig.

Haushaltspolitische  
Anpassung und  
offizielle Finanzhilfe

Nach den Präsidentschaftswahlen im Oktober wurde ein unter der Führung des IWF ausgehandeltes Unterstützungspaket angekündigt, das erhebliche Mittelzuwendungen bereits in frühen Programmphasen vorsah und an umfangreiche haushaltspolitische Anpassungen gebunden war. Die finanzielle Hilfe belief sich auf rund \$ 41½ Mrd. Davon übernahm der IWF \$ 18 Mrd., während sich die Weltbank und die Interamerikanische Entwicklungsbank jeweils mit \$ 4,5 Mrd. engagierten. Eine weitere Kreditfazilität in Höhe von \$ 13,3 Mrd., die von der BIZ koordiniert wurde und hinter der die Zentralbanken von 19 Industrieländern standen, wurde der Zentralbank in Verbindung mit einem parallel dazu von Japan geschnürten Paket in Höhe von \$ 1¼ Mrd. zur Verfügung gestellt. Die Einigung mit dem IWF und die Auszahlung der ersten Tranche Anfang Dezember verbesserten die Aussichten nur geringfügig. Die Spreads auf die internationale Verschuldung Brasiliens blieben weiterhin hoch, und die Kapitalabflüsse setzten sich fort. Zweifel an der Wirksamkeit des haushaltspolitischen Sparkurses kamen auch auf, als der Kongreß einer Reihe entscheidender haushaltspolitischer Maßnahmen seine Zustimmung verweigerte und später zudem einige wichtige Bundesstaaten den Haushaltskonsolidierungsprozeß nicht unterstützten.

Kursfreigabe  
des brasilianischen  
Real ...

Anfang 1999 spitzte sich die Lage am Devisenmarkt zu, möglicherweise bedingt durch ein Teilmoratorium eines Bundesstaates, und die Währungsbehörden gaben das langjährige Wechselkursregime auf. Die Regierung versuchte eine begrenzte und kontrollierte Abwertung durchzuführen und stützte sich dabei auf zwei positive Faktoren: Zum einen verfügte das Land bei der Abwertung über umfangreiche Devisenreserven, und es bestand ein internationales Finanzierungsprogramm. Zum anderen waren die Unternehmen und Banken weniger anfällig, als sie es in Asien gewesen waren, da ihre Positionen gegen plötzliche Zins- oder Wechselkursschwankungen abgesichert worden waren. Ein wesentlicher Schwachpunkt lag jedoch darin, daß das Haushaltsdefizit – angesichts des umfangreichen Bestands an variabel verzinslichen und an den Dollar gebundenen Schatzwechseln sowie der Short-Position der Zentralbank an den Devisenfutures- und -terminmärkten – sehr anfällig gegenüber etwaigen

Abwertungen und hohen Zinsen war. Letztlich wertete der Real in den zwei Monaten nach der Kursfreigabe um 40% ab.

Zwei Punkte gaben im Zuge der Abwertung Anlaß zu besonderer Besorgnis. Der eine war die potentiell explosive Dynamik der inländischen Staatsschuldenquote für den Fall, daß die Zinsen und die Schuldendienstanforderungen nicht wieder nach unten korrigiert werden würden. Um Bedenken wegen einer außer Kontrolle geratenen Schuldenentwicklung Rechnung zu tragen und den Teufelskreis eines in bezug auf die Währung kontinuierlich nach unten und bezüglich der Zinsen kontinuierlich nach oben gerichteten Drucks zu vermeiden, wurden im März 1999 strikte Korrekturmaßnahmen im Fiskalbereich angekündigt. Neben den bereits im November mit dem IWF vereinbarten Maßnahmen wurden weitere Ausgabenrestriktionen und Steuererhöhungen vorgeschlagen, um die Primärüberschüsse der öffentlichen Hand 1999 auf über 3% des BIP steigern zu können.

Eine zweite Sorge waren die Auswirkungen der nominalen Abwertung auf die Preisentwicklung. Da die Inflation in Lateinamerika sehr empfindlich auf Wechselkursänderungen reagiert, war zu erwarten, daß es in Brasilien zu erheblichen und raschen Preissteigerungen kommen würde. Der unmittelbare Inflationsanstieg wurde aber durch eine Reihe von miteinander verknüpften Faktoren in Grenzen gehalten. Erstens wurde der Preisdruck durch die sich vertiefende Rezession eingedämmt. Zweitens war die Wirtschaft seit Anfang der neunziger Jahre stärker dereguliert worden, und Indexierungsmechanismen spielten eine viel geringere Rolle. Drittens beschlossen die Währungsbehörden trotz eindeutig negativer haushaltspolitischer Auswirkungen eine weitere Straffung der Geldpolitik, um so das Vertrauen wiederherzustellen. Es wurde zugelassen, daß die Tagesgeldsätze von knapp 30% Ende 1998 auf 45% Anfang März 1999 stiegen, um den Abwärtstrend des Wechselkurses zu bremsen bzw. umzukehren und damit die Auswirkungen auf die Inflation und die Inflationserwartungen zu begrenzen. Schließlich festigte sich der Wechselkurs wieder, so daß die Zentralbank die Zinsen ab Ende März senken konnte. Außerdem schien sich die monatliche Inflationsrate im März auf 1,3% abgeflacht zu haben. Da sich die Stimmung langsam besserte, erhielt das Land wieder Zugang zu den internationalen Märkten. Im April wurde die Ausgabe einer Staatsanleihe über \$ 2 Mrd. erfolgreich abgeschlossen, wenn auch mit einem nach wie vor beträchtlichen Renditenabstand.

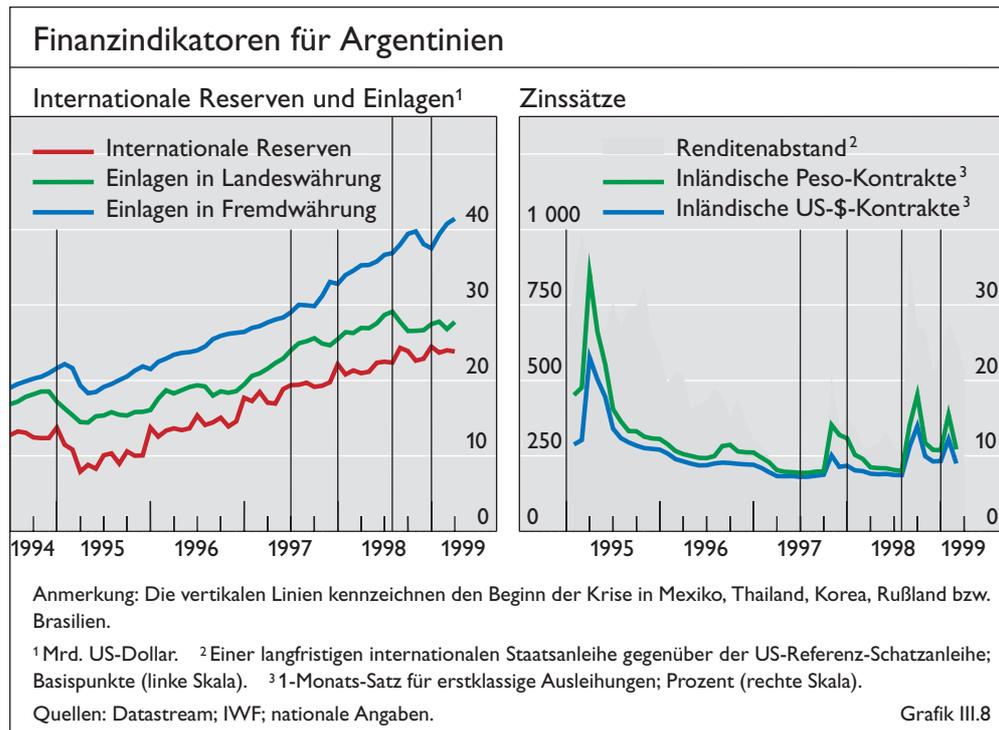
#### *Ansteckung anderer lateinamerikanischer Volkswirtschaften*

Argentinien konnte 1998 weitere Fortschritte bei der Konsolidierung des Staatshaushalts und der Stärkung des Bankensektors erzielen. Das entschlossene Festhalten an einer Currency-Board-ähnlichen Lösung hielt den Anstieg der Verbraucherpreise bei unter 1%. Das jährliche BIP-Wachstum dagegen verringerte sich rapide und sank von mehr als 7% Anfang 1998 auf  $-1\frac{1}{2}\%$  zum Ende des Jahres, und das Leistungsbilanzdefizit erreichte  $4\frac{1}{2}\%$  in Relation zum BIP. Obgleich Argentinien eine relativ geschlossene Volkswirtschaft ist, beeinträchtigte die Konjunkturabschwächung in der Region – insbesondere in Brasilien, das ein Drittel der argentinischen Exporte aufnimmt – die Geschäftstätigkeit in mehreren Wirtschaftszweigen, u.a. der Automobilindustrie. Durch Wechselkursanpassungen innerhalb des Mercosur erhöhte sich der auf der argentinischen Industrie lastende

... wirft Frage der Bewältigung der Schuldendienstverpflichtungen ...

... und der Begrenzung der Wirkung auf die Inflation auf

Auswirkungen auf Argentinien über den Außenhandel ...



Wettbewerbsdruck noch. Daher ist es um so wichtiger, eine größere Flexibilität auf dem Arbeits- und Gütermarkt als Alternative zu Wechselkursanpassungen zu fördern.

... und finanzielle Variablen

Einige Indikatoren deuten darauf hin, daß Argentinien in den letzten Jahren gegenüber finanziellen Schwierigkeiten in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften etwas widerstandsfähiger geworden ist (Grafik III.8). Im Gegensatz zu der Situation nach der mexikanischen Peso-Krise schlugen sich die Turbulenzen in Asien, Rußland und Brasilien kaum in den Devisenreserven nieder. Die Bank-einlagen, die sich in den drei Monaten nach der Krise in Mexiko um 13% verringert hatten, bewegten sich bis August 1998 kontinuierlich nach oben. Die Rußland-Krise dagegen bekam Argentinien deutlich zu spüren. Die auf Peso lautenden Einlagen sanken um 9%, während die Dollareinlagen weiter zunahmen, was darauf schließen läßt, daß das Währungsrisiko größer eingeschätzt wurde. Darüber hinaus erhöhten sich die Zinsaufschläge auf internationale Staatsanleihen für kurze Zeit in ähnlichem Maße wie nach der Mexiko-Krise. Die kurzfristigen Zinsen in Peso wie auch in Dollar stiegen ebenfalls steil an. Für zusätzlichen Druck sorgte vorübergehend die Kursfreigabe des brasilianischen Real, die dazu führte, daß die Zinsaufschläge und die Zinssätze über dem vor der Rußland-Krise erreichten Niveau blieben. Trotz dieser hohen Aufschläge war Argentinien in der Lage, zu Beginn des Jahres 1999 schneller als nach früheren Krisen wieder an die internationalen Kapitalmärkte zurückzukehren.

Dollarisierung

Das unsichere Umfeld veranlaßte die Behörden zu der Ankündigung, sie würden möglicherweise eine Dollarisierung der Wirtschaft ins Auge fassen, um das Vertrauen in ihr Festhalten am Ziel der Währungsstabilität zu stärken. Ein solcher Schritt wirft mehrere Probleme auf. Wenn er als unumkehrbar eingeschätzt wird, wäre die unmittelbare Folge der Dollarisierung der Wegfall der Prämie für das Währungsrisiko (gemessen am Zinsgefälle zwischen Peso- und Dollar-Kontrakten

in Argentinien). Es ist jedoch nicht klar, wie er sich auf die Länderrisikoprämie auswirken würde (diese wird traditionell an der Differenz zwischen Zinsen auf US-Schatzanleihen und in Dollar denominierte argentinische Staatsanleihen gemessen). Sowohl die lang- als auch die kurzfristigen Zinsen auf Dollarkontrakte sind in Argentinien nach wie vor hoch (Grafik III.8), was darauf schließen läßt, daß die argentinischen Schuldner, darunter auch der Staat, erhebliche Kreditrisikoprämien zahlen. Die hohe Auslandsverschuldung des Landes dürfte bei diesen Prämien eine große Rolle spielen. Im Zusammenhang mit der Dollarisierung erhebt sich zudem die Frage nach der Verfügbarkeit eines „lender of last resort“ und der Verteilung der bei der Währungsemission anfallenden Seigniorage.

Auch Mexiko geriet in den Sog der Turbulenzen an den Finanzmärkten. Obwohl sich die mexikanische Wirtschaft in den letzten Jahren zunehmend diversifizierte, hatte der durch die Asien-Krise begünstigte Ölpreisrückgang dennoch beträchtliche Auswirkungen, und zwar insbesondere auf die Staatseinnahmen. Die Fiskalpolitik reagierte entschlossen; u.a. wurden im Laufe des Jahres 1998 drei Runden von Ausgabenkürzungen vorgenommen. Im Zusammenhang mit den Entwicklungen in Rußland ließ der Kapitalzufluß abrupt nach, und der Wechselkurs sank beträchtlich. Die Abwertung bewirkte eine fast unmittelbare Reaktion der Inflation, die – in Verbindung mit der Anhebung einiger staatlich administrierter Preise – dazu führte, daß sich der zuvor abwärtsgerichtete Inflationstrend umkehrte, und die Zentralbank sah sich veranlaßt, die Geldpolitik restriktiver zu gestalten (Grafik III.6). Anfang 1999 waren die Inflation und die Inflationserwartungen wieder rückläufig, und das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich infolge der Straffung der Geld- und Fiskalpolitik erheblich.

Die Aussichten für die mexikanische Wirtschaft sind nicht nur von der Entwicklung der US-Wirtschaft abhängig, sondern auch davon, wie schnell die Sanierung des immer noch geschwächten Bankensystems vorangeht. Das Volumen der Bankkredite liegt real noch immer weit unter dem Vorkrisenniveau von 1994. Ende 1998 wurde den Bankschuldnern zusätzliche Unterstützung angekündigt, möglicherweise um Bedenken zu beschwichtigen, daß die zur Verminderung des Drucks auf den Wechselkurs erforderlichen hohen Zinsen den Abwärtstrend bei den notleidenden Krediten umkehren könnten. Daneben wurde im Kongreß Ende 1998 nach einjähriger Diskussion eine Vereinbarung erzielt, die die Schaffung eines Einlagensicherungssystems vorsieht; dieses wird auch für die notleidenden Kredite zuständig sein, die in den letzten Jahren aus den Bilanzen der Banken ausgegliedert wurden. Wenn die so dringend nötige Ausweitung der Kredite und des Eigenkapitalrahmens in der Kreditwirtschaft realisiert werden soll, so muß diese im Kongreß erzielte Vereinbarung nun umgesetzt werden.

Chile wurde von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften schwer getroffen. Die Kupferpreise sanken drastisch, die Ausfuhren nach Asien brachen ein, und das Wachstum der Exportmärkte in den Nachbarländern schwächte sich angesichts der Ausbreitung der Turbulenzen in Lateinamerika beträchtlich ab. Die Zentralbank reagierte umgehend auf das sich verschlechternde Umfeld; sie hob die Zinsen Anfang 1998 an, um die rasch wachsende Binnennachfrage zu drosseln, und nochmals im September, um die Ausbreitung der Krise zu begrenzen. Da der Peso unter Abwertungsdruck stand, intervenierten die Währungsbehörden darüber hinaus am Devisenmarkt, lange bevor die Währung die untere Grenze ihrer Band-

In Mexiko wirtschaftspolitische Reaktionen ...

... und Sanierung der Banken

Chile

breite erreichte. Die Umkehr der Kapitalströme veranlaßte sie außerdem, den Anteil der Kapitalzuflüsse, der auf einem unverzinsten Reservenkonto zu halten ist, im Juni von 30% auf 10% und im September schließlich auf null zu reduzieren. Ende 1998 und Anfang 1999, als sich die Inflation innerhalb des vorgesehenen Zielkorridors verringerte, lockerte die Zentralbank ihren geldpolitischen Kurs schrittweise, um der markanten Verlangsamung der Konjunktur entgegenzuwirken, ohne aber eine weitere Schwächung der Währung hervorzurufen.

Kolumbien

In Kolumbien setzten die politischen Unwägbarkeiten im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen Mitte 1998 und die erheblichen Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite den Wechselkurs stark unter Druck und machten eine deutliche Straffung der Geldpolitik erforderlich. Nach einer kurzen Ruhepause im Anschluß an die Wahlen verstärkte sich der Druck im August erneut, diesmal ausgelöst durch Entwicklungen im Ausland. Daraufhin wurde das Wechselkursregime angepaßt, wodurch die Bandbreite effektiv um 9% verschoben wurde; gleichzeitig wurden zur Stützung des neuen Niveaus die Zinsen angehoben. Als Ende 1998 entschlossenerer haushaltspolitische Maßnahmen ergriffen und eine Reihe von Krediten internationaler Finanzorganisationen genehmigt wurden, begannen die Zinsen wieder zu sinken. Letztlich hatte die über einen Großteil des Jahres straff geführte Geldpolitik eine gravierende Konjunkturabschwächung zur Folge und ließ die Arbeitslosenzahlen auf Rekordhöhe steigen; gleichzeitig trug sie jedoch auch dazu bei, daß Anfang 1999 eine sehr viel niedrigere Inflationsrate zu verzeichnen war. Die Auswirkungen dieser gegenläufigen Trends bekam auch das Bankgewerbe zu spüren; die notleidenden Kredite nahmen erheblich zu, während die Gewinne schrumpften, vor allem bei den staatseigenen Banken. Die Regierung kündigte daher Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors und zur Rekapitalisierung des Einlagensicherungssystems an.

## IV. Geldpolitik in den entwickelten Industrieländern

### Schwerpunkte

Da sich die Preissteigerungsraten in einigen Ländern in Richtung null bewegten und die Preise in anderen Ländern sogar rückläufig waren, gewannen in den wichtigsten Industrieländern im vergangenen Jahr Fragen nach der angemessenen Ausrichtung der Geldpolitik in einem Umfeld annähernder Preisstabilität neu an Bedeutung. Zu klären ist beispielsweise, wie Zentralbanken verhindern können, daß ein Preisrückgang zu sich verfestigenden Erwartungen künftiger Preisrückgänge führt. Die durchschnittlichen Inflationsraten über einen längeren Zeitraum nahe bei null zu halten wirft auch die Frage nach den Vor- und Nachteilen eines Preisniveaueziels gegenüber einer Zielvorgabe für die Preissteigerungsrate auf. Ein weiteres Thema ist, ob die Geldpolitik in Zeiten stabiler oder sinkender Preise weniger wirksam ist. Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im Gefolge der Rußland-Krise im vergangenen August ließen außerdem die Frage aufkommen, inwieweit die Geldpolitik auf Entwicklungen an den Märkten für Vermögenswerte reagieren sollte, wenn keine Hinweise vorliegen, daß die Preise von Gütern und Dienstleistungen von diesen Entwicklungen bereits beeinflußt werden.

In den USA wurde die Geldpolitik trotz eines starken Wachstums des realen BIP und eines knapperen Arbeitsangebots gelockert, da die Aussichten für die Preisstabilität günstig waren und eine Konjunkturabschwächung erwartet wurde. Die Schwierigkeiten der Geldpolitik bei sehr niedriger Inflation und volatilen Finanzmärkten wurden am deutlichsten in Japan sichtbar, wo sich sowohl die Wirtschaftsentwicklung im Inland als auch die Lage an den Finanzmärkten drastisch verschlechterten. Zwar wurden die kurzfristigen Zinssätze praktisch auf null reduziert, jedoch haben gravierende Schwächen im Finanzsystem offenbar die Reaktionsbereitschaft der Banken und der privaten Haushalte auf geldpolitische Anreize verringert.

Ein Ereignis von herausragender Bedeutung war die Einführung des Euro im Januar 1999. In diesem Zusammenhang galt das Interesse der Geldpolitik im vergangenen Jahr insbesondere der Festlegung des Niveaus, auf dem die Zinssätze im Übergang zur Währungsunion konvergieren sollten. Obwohl die Wirtschaft in einigen kleineren Ländern des Euro-Gebiets relativ stark wuchs, führten die schwache Konjunktur in Deutschland und Italien, auf die zusammen rund 50% des BIP im Euro-Raum entfallen, sowie die Unsicherheit über die Aussichten einer weltweiten konjunkturellen Erholung zu einer Konvergenz bei 3%. Dies bedeutete Zinssenkungen selbst in den Ländern mit den zuvor niedrigsten Zinssätzen. Die Europäische Zentralbank stand vor der wichtigen Frage, wie die Geldpolitik in dem durch die Einführung der einheitlichen Währung gänzlich neuen Umfeld ausgestaltet werden sollte. Vor diesem Hintergrund entschied sich die EZB für eine geldpolitische Strategie mit drei wesentlichen Elementen: einer quantitativen

Definition von Preisstabilität als dem primären Ziel der Geldpolitik, einem Referenzwert für das Wachstum von M3, das als besonders wichtiger geldpolitischer Indikator dient, und schließlich einer breit abgestützten Beurteilung der künftigen Preisentwicklung. Dieser geldpolitische Rahmen verbindet somit Elemente einer Geldmengenstrategie und einer Strategie mit Inflationsziel.

Auch die Geldpolitik in den Ländern mit Inflationszielen wurde im vergangenen Jahr gelockert, da die Zentralbanken sicherzustellen versuchten, daß die Inflation trotz Verlangsamung der Konjunktur und des damit einhergehenden geringeren Preisauftriebs innerhalb des Zielkorridors blieb bzw. in ihn zurückkehrte. Diese Lockerung erfolgte ungeachtet der durch fallende Rohstoffpreise bedingten Währungsabwertung in der Mehrzahl der Länder. Der Druck auf den Wechselkurs wurde allgemein als realwirtschaftlich verursachte Störung interpretiert, auf die von seiten der Geldpolitik nicht reagiert werden sollte. In Kanada vollzog sich der Wertverlust der Währung sehr rasch, wodurch die Gefahr entstand, daß sich Abwertungserwartungen verfestigen würden. Dies veranlaßte die Bank of Canada, die Zinssätze vorübergehend anzuheben.

## USA

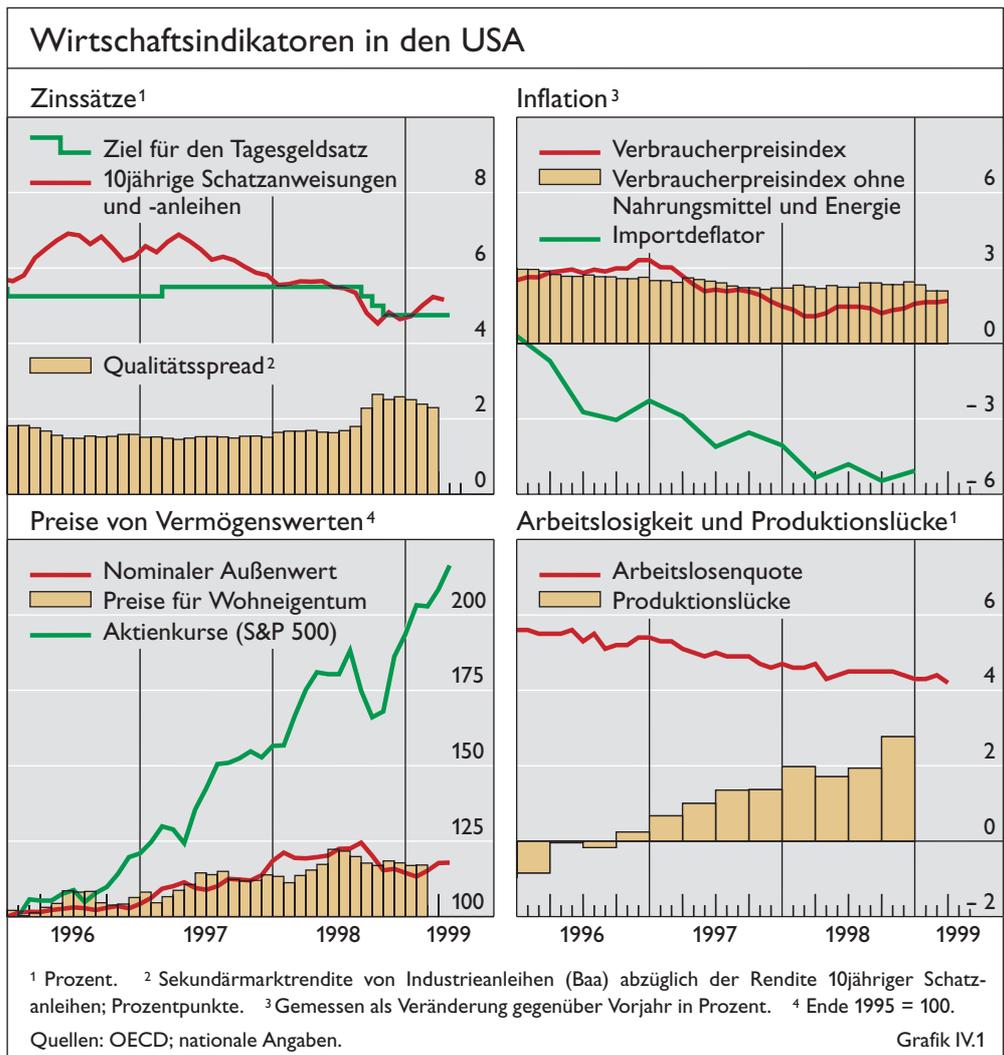
Bei der Beurteilung der künftigen Preisentwicklung mußte sich die Federal Reserve in letzter Zeit nicht nur auf traditionelle Indikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung, sondern in verstärktem Maße auch auf die Lage an den Finanzmärkten stützen. Mit einem realen BIP-Wachstum von 3,9% im Jahr 1998, einer Produktion, die mehr und mehr über frühere Schätzungen des Produktionspotentials hinausging, und einer Arbeitslosenquote, die ihren niedrigsten Wert seit fast 30 Jahren erreichte, mußte die Geldpolitik der Möglichkeit eines zunehmenden Inflationsdrucks Rechnung tragen. Darüber hinaus ließen steigende Preise von Vermögenswerten die Befürchtung aufkommen, daß sich eine Finanzblase entwickeln könnte; dies rechtfertigte ebenfalls eine tendenziell restriktivere Geldpolitik. Da sich bei Energieträgern und primären Rohstoffen angesichts der weltweiten konjunkturellen Abschwächung deutliche Preisrückgänge ergaben und der Dollar bis August aufwertete, blieb der Inflationsdruck jedoch gedämpft, und der geldpolitische Kurs wurde daher bis zum Spätsommer nicht geändert.

Die Finanzkrise in Rußland Mitte August führte an den Finanzmärkten der USA und anderer Länder zu einer beträchtlichen Verunsicherung, die für die inländischen Nachfragebedingungen und die Preisaussichten potentiell von großer Bedeutung war. Durch eine Verringerung des Vermögens der privaten Haushalte und eine Erhöhung der Kapitalkosten hätten die rasant fallenden Aktienkurse die Konsum- und Investitionsausgaben beeinträchtigen können. Darüber hinaus ließen große Risikoaufschläge, ein hohes Volatilitätsniveau und eine in vielen Marktsegmenten abnehmende Liquidität die Wahrscheinlichkeit deutlicher Verluste bei Finanzinstituten und damit die Gefahr einer Verschärfung der Kreditbedingungen größer werden. Um die Wirtschaft vor diesen Effekten zu schützen und gegen einen plötzlichen Konjunkturreinbruch abzusichern, senkte die Federal Reserve die Zinssätze im September, Oktober und November um insgesamt 75 Basispunkte auf 4,75%. Nach der Lockerung der Geldpolitik verbesserte sich die Lage an den Finanzmärkten. Die Aktienkurse, die zwischen Mitte Juli und Ende August um 19%

Geldpolitik bis zum Spätsommer unverändert ...

... dann Volatilität an den Finanzmärkten infolge der Krise in Rußland

Lockerung der Geldpolitik im Herbst



gefallen waren, legten bis Ende März 1999 wieder um 34% zu. In der Folge wurde der Kurs der Geldpolitik nicht weiter geändert, weil es – trotz des anhaltend kräftigen Wirtschaftswachstums und des knappen Arbeitsangebots – keine Anzeichen für einen steigenden Inflationsdruck gab.

Phasen starker Ausschläge bei den Preisen von Finanzaktiva, wie sie im vergangenen Herbst zu beobachten waren, sind eine Herausforderung für die Geldpolitik. Die Auswirkungen von Störungen an den Finanzmärkten zeigen sich unmittelbar am abrupten Anstieg des Handelsvolumens und der Marktvolatilität sowie an der Flucht in sichere und liquide Finanzanlagen. Allerdings sind die weiterreichenden makroökonomischen Auswirkungen aufgrund der Wirkungsverzögerungen zwischen Stimmungsänderungen an den Finanzmärkten, realer Wirtschaftsaktivität und Inflationsdruck möglicherweise zunächst nicht klar zu erkennen. Die Geldpolitik kann daher unbeabsichtigterweise zu restriktiv oder zu lax gefaßt sein. Dies war beispielsweise in einigen Ländern nach dem Einbruch der Aktienkurse im Oktober 1987 der Fall. Damals entschied sich eine Reihe von Zentralbanken für eine Lockerung der Geldpolitik, da befürchtet wurde, der deutliche Verfall der Aktienkurse würde zu einer konjunkturellen Abschwächung führen. Im nachhinein betrachtet wurden die Effekte des Aktienkursrückgangs auf die Gesamtnachfrage jedoch überschätzt, und die geldpolitische Lockerung dürfte

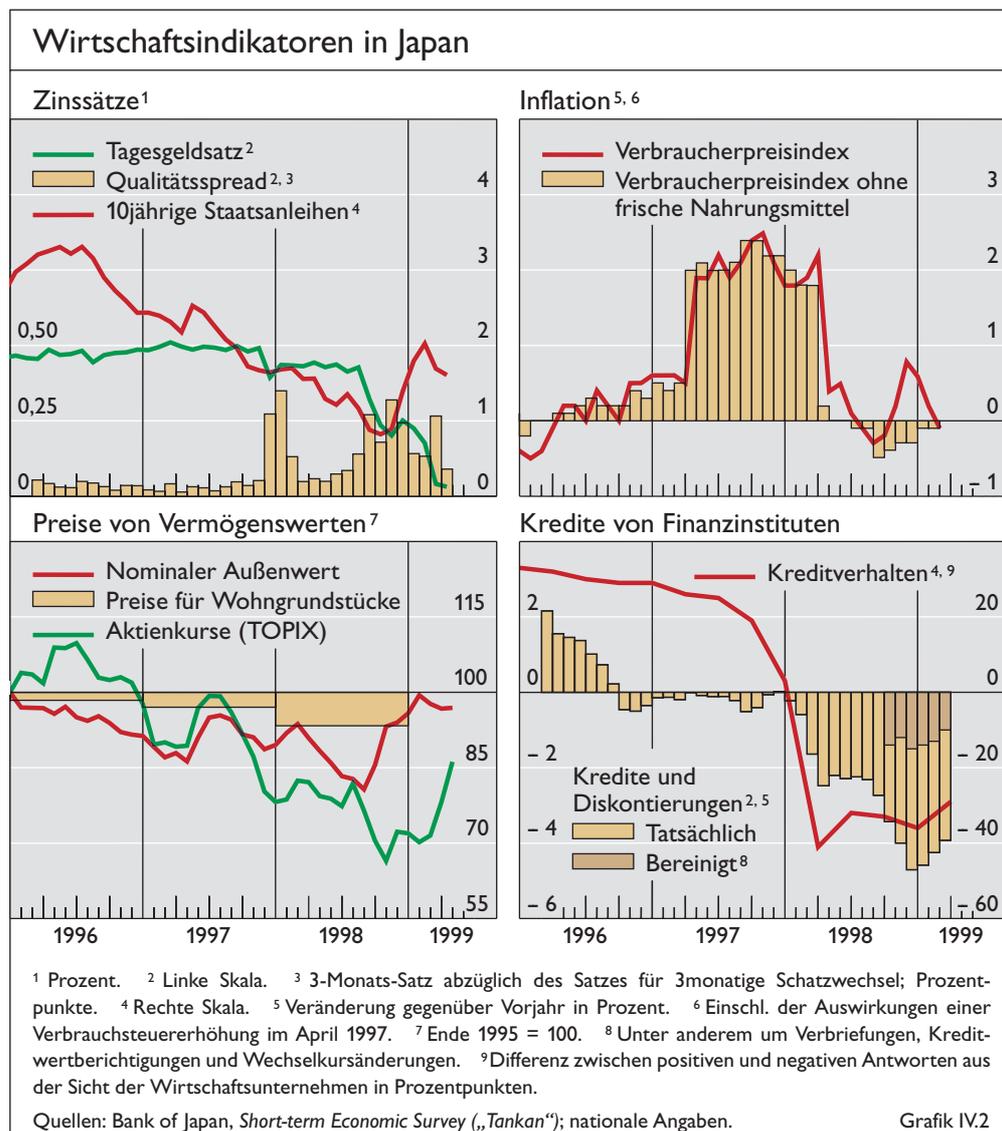
Nach Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten Konzentration auf Preisstabilität im Inland wichtig

sowohl zu der nachfolgenden Belebung der Wirtschaftstätigkeit als auch zur Beschleunigung des Preisauftriebs beigetragen haben. Dieses Beispiel führt vor Augen, daß, so wünschenswert geldpolitische Reaktionen auf Finanzmarkt-turbulenzen sein können, die Geldpolitik wieder in erster Linie auf die Preis-stabilität im Inland ausgerichtet werden muß, sobald sich die Lage an den Finanzmärkten ausreichend beruhigt hat.

## Japan

Weitere Verschlechterung der Lage ...

Die Bank of Japan sah sich im vergangenen Jahr der Schwierigkeit gegenüber, daß sich aufgrund hoher Überschußkapazitäten und Unternehmensschulden sowie der anhaltend ernsten Probleme im Bankensektor eine Deflationsspirale entwickeln könnte. Die allgemeine Wirtschaftslage verschlechterte sich weiter. Das reale BIP sank 1998 um 3%, und die Preise waren einem hartnäckigen Druck nach unten ausgesetzt. Da die Importpreise und die Ölpreise infolge der Entwicklungen in der Weltwirtschaft sanken und im Oktober eine Aufwertung des Yen einsetzte, wurden erstmals seit 1995/96 Rückgänge bei den Verbraucherpreisen registriert.



Die inländischen Großhandelspreise, die seit 1991 rückläufig sind, setzten ihren abwärtsgerichteten Trend fort.

Die Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten fiel in eine Zeit, in der die monetäre Transmission über den traditionellen Zinskanal nur begrenzt wirksam zu sein schien. Zwar wurde der Diskontsatz bei 0,5% belassen, doch senkte die Bank of Japan im September den Tagesgeldsatz, der zuvor stets geringfügig unter dem Diskontsatz gehalten worden war, auf 0,25%. Diese Lockerung der Geldpolitik sollte eine weitere Zunahme des Deflationsdrucks verhindern und wurde zugleich als angemessenes Mittel betrachtet, um die Stabilität der Finanzmärkte aufrechtzuerhalten. Zu weiteren Lockerungen der Geldpolitik kam es im Februar 1999, als der Tagesgeldsatz auf 0,15% und teilweise noch darunter reduziert wurde, sowie Anfang März, als eine massive Liquiditätszufuhr durch die Bank of Japan den Tagesgeldsatz praktisch auf null drückte.

... und Senkung des Tagesgeldsatzes praktisch auf null

Im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen, die im vergangenen Herbst in Japan und anderen Ländern auftraten, ließen Befürchtungen hinsichtlich Ausfallrisiken den Zinsabstand zwischen 3-Monats-Interbanksätzen und Zinssätzen für Schatzwechsel deutlich wachsen. Daraufhin versorgte die Bank of Japan die Finanzmärkte reichlich mit Liquidität. Hierdurch verringerte sich der Abstand zwischen Interbanksätzen und den Zinssätzen für Schatzwechsel zwar, blieb aber dennoch beträchtlich. Trotz der beschleunigten Ausweitung der Geldbasis in den letzten Jahren blieb die Wachstumsrate des Aggregats M2+CD, das in Japan als Schlüsselgröße der Geldpolitik dient, gedämpft. Die Banken waren immer weniger bereit, in einem Umfeld Kredit zu gewähren, in dem die Zahlungsfähigkeit sowohl der Kunden als auch einiger Banken selbst in Frage gestellt war. Zur Verbesserung der Kreditallokation weitete die Bank of Japan ihre Pensionsgeschäfte mit Commercial Paper (CP) aus, um den Unternehmen die Finanzierung zu erleichtern. Dies wiederum ermöglichte es den Banken, ihre Aktivitäten auf dem CP-Primärmarkt zu verstärken. Darüber hinaus richtete die Zentralbank eine Kreditfazilität ein, um einen Teil der von den Finanzinstituten im vierten Quartal vergebenen Neukredite zu refinanzieren.

Geldpolitische Maßnahmen zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung

Der zunehmend stimulierenden Ausrichtung der Geldpolitik wirkten in einem gewissen Ausmaß die deutliche Aufwertung des Yen im Oktober und der schnelle Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen ab November entgegen. Der Renditenanstieg wurde auf die für das Fiskaljahr 1999 geplante beträchtliche Ausweitung der Emissionstätigkeit zurückgeführt sowie auf die Ankündigung, daß das Trust Fund Bureau seine Direktkäufe einstellen würde. Er bewirkte auch eine Erhöhung der Renditen von Unternehmensanleihen und der langfristigen Kreditzinsen für erste Adressen. Setzt sich diese Entwicklung fort, könnte sich die Wirtschaftslage weiter verschlechtern. Auf die Bank of Japan wurde politischer Druck ausgeübt, ihre Käufe von Staatsanleihen zu erhöhen, um die Aufwärtsbewegung der langfristigen Zinssätze zu begrenzen. Ein solcher Druck kann kontraproduktiv sein, wenn der Eindruck entsteht, daß die Geldpolitik Teil des allgemeinen politischen Prozesses ist. Hierdurch kann die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken geschwächt werden, und höhere statt niedrigere Zinssätze können die Folge sein.

Politischer Druck manchmal kontraproduktiv

Im Jahresverlauf ergriff die Regierung verschiedene Maßnahmen, um die Solidität des Finanzsystems wiederherzustellen. So wurden etwa die Long-Term

Credit Bank und die Nippon Credit Bank vorübergehend verstaatlicht, Fusionen einer Reihe anderer Finanzinstitute wurden gefördert, und weitere, selbständig bleibende Banken wurden über den Anreiz öffentlicher Mittel zur Sanierung bewegt. Der Markt reagierte positiv auf diese Schritte, was darin zum Ausdruck kam, daß sich die „Japan-Prämie“ völlig zurückbildete und sich die Aktienkurse von Banken rasch erholten. Allerdings ist derzeit noch offen, ob die Banken mit den Umstrukturierungsmaßnahmen, zu denen sie sich verpflichtet haben, Erfolg haben werden. Insbesondere könnte ein Konflikt zwischen der zugesagten Erhöhung der inländischen Kreditvergabe und der gleichzeitig angestrebten Senkung der Kosten entstehen. Eine deutliche Einschränkung der internationalen Aktivitäten der japanischen Banken könnte dazu beitragen, dieses Problem zu lösen, birgt jedoch andere Risiken.

## Euro-Raum

Die Geldpolitik in den an der Währungsunion teilnehmenden Ländern war 1998 von der Notwendigkeit bestimmt, bis zum Ende des Jahres die Konvergenz der Zinsen auf einem gemeinsamen Niveau zu erreichen. Dies wurde dadurch erschwert, daß trotz erheblicher nominaler Konvergenz, die während der vorangegangenen Jahre erzielt worden war, noch immer deutliche Unterschiede in der Wirtschaftslage der verschiedenen Länder bestanden. Letztlich konvergierten die Zinssätze der Notenbanken bei 3%. Dies bedeutete geringfügige Zinssenkungen in den Ländern mit den niedrigsten Zinssätzen, jedoch recht große in den anderen Ländern.

Konvergenz der  
Zinssätze bei 3%

In den Monaten vor der Einführung des Euro im Januar 1999 gab die EZB ihre geldpolitische Strategie bekannt, die eine quantitative Definition der Preisstabilität als dem primären Ziel der Geldpolitik, einen Referenzwert für das Geldmengenwachstum und eine breit abgestützte Beurteilung der künftigen Preisentwicklung umfaßt.

### *Konjunkturelle und geldpolitische Entwicklungen*

Die Wirtschaftslage in den Ländern des Euro-Währungsraums blieb während der Berichtsperiode uneinheitlich: In einer Reihe kleinerer Länder war das Wirtschaftswachstum anhaltend stark, während die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in einigen größeren Ländern wiederum sehr schwach war. Im Vorfeld des 1. Januar 1999 mußten die einzelnen Notenbanken Überlegungen bezüglich der inländischen Inflationsentwicklung einerseits und die Notwendigkeit einer Konvergenz der Zinssätze andererseits gegeneinander abwägen.

Irland

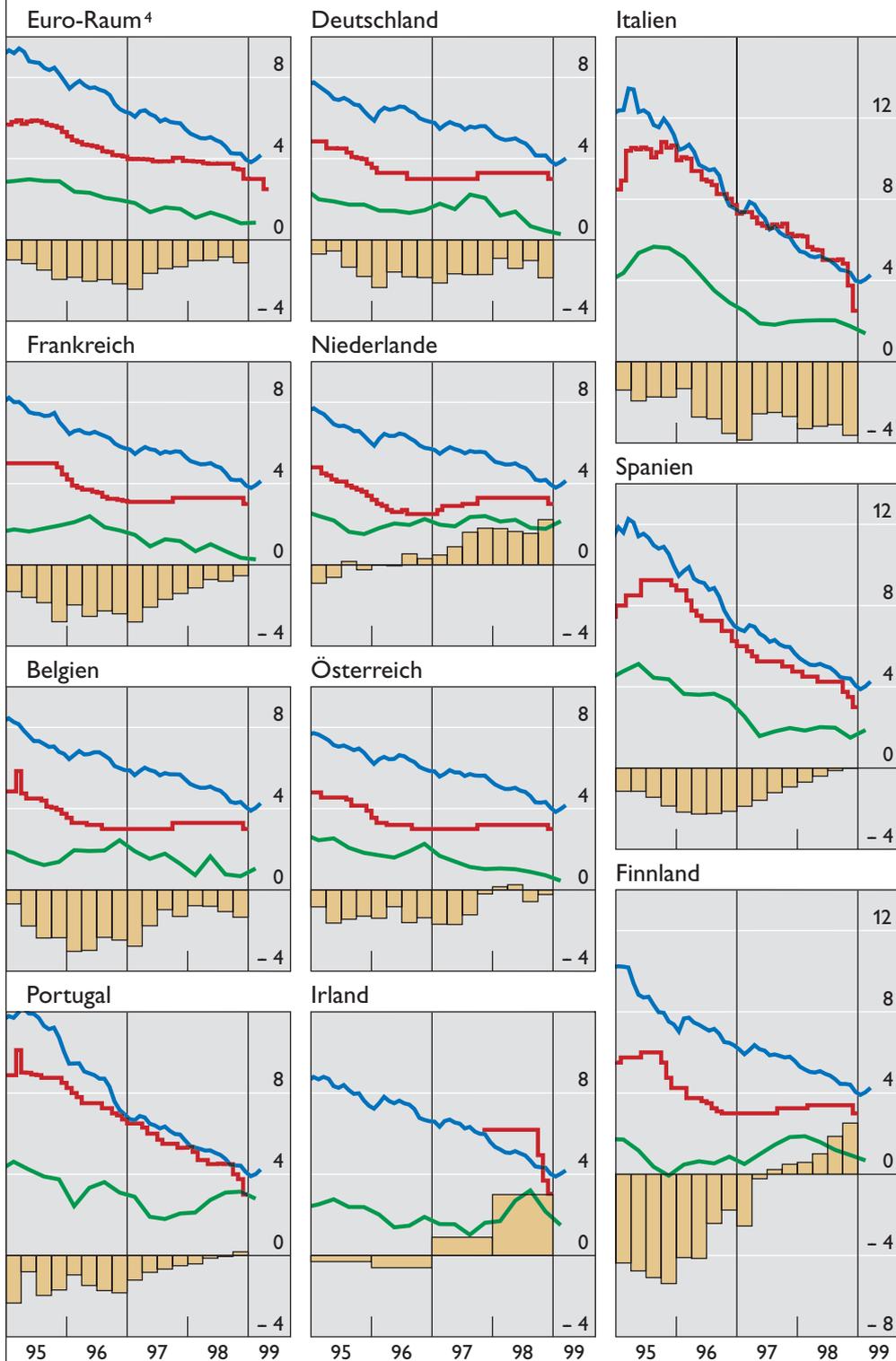
In Irland ließ das im fünften Jahr in Folge ausgesprochen kräftige Wirtschaftswachstum die bereits über dem Potentialpfad liegende Produktion weiter ansteigen und rief einen zunehmenden Inflationsdruck hervor. Im Herbst begann sich die Konjunktur jedoch abzuschwächen, und der Preisdruck ließ nach. Da die Inflationsrate von ihrem mit 3,2% höchsten Wert im August auf 1,7% im Dezember zurückging und die Zinssätze aus Gründen der Konvergenz gesenkt werden mußten, wurde die Geldpolitik ab Oktober gelockert. Auch in Finnland und den Niederlanden war das Wirtschaftswachstum sehr stark, so daß die Produktion nunmehr das geschätzte Potential übertraf. In Finnland begann der Inflationsdruck,

Finnland und  
Niederlande

# Produktionslücken, Inflation und Zinssätze im Euro-Raum

Prozent

Produktionslücke Inflation<sup>1</sup> Notenbanksatz<sup>2</sup> Anleiherendite<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Veränderung der Verbraucherpreise über vier Quartale. Euro-Raum: ab 1996 harmonisierte Definition. Einzelne Länder: nach der Definition der einzelnen Länder. <sup>2</sup> Belgien: zentraler Satz; Niederlande: Satz auf spezielle Ausleihungen; Portugal: Interventionssatz; übrige Länder: Tendersatz. <sup>3</sup> Rendite repräsentativer Staatsanleihen (üblicherweise mit einer Laufzeit von 10 Jahren). <sup>4</sup> Ohne Luxemburg.

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

Grafik IV.3

der sich im Jahr 1997 und Anfang 1998 allmählich aufgebaut hatte, während der Frühjahrsmonate als Folge einer Abschwächung der Importpreise nachzulassen; gegen Ende des Jahres fiel die Inflationsrate auf unter 1%. Auch in den Niederlanden sank die Preissteigerungsrate und verzeichnete im Jahresdurchschnitt einen Wert von 2%.

Portugal

In Portugal schloß sich die Produktionslücke ebenfalls, und die gemessene Inflationsrate stieg von 2,3% Ende 1997 auf 3,2% Ende 1998. Das anhaltend starke Produktionswachstum und der damit verbundene Preisdruck waren teilweise auf die Zinskonvergenz zurückzuführen. Da die Notenbankzinssätze zwischen Mitte 1997 und Ende 1998 von 6% auf 3% gesenkt wurden und sich der Preisauftrieb im gleichen Zeitraum beschleunigte, haben die Realzinsen um mehr als 4 Prozentpunkte nachgegeben. Ein ähnlicher Prozeß, wenn auch weniger ausgeprägt, vollzog sich in Spanien. Hier wurden die Notenbankzinssätze – bei einer nur geringfügig niedrigeren gemessenen Inflationsrate – zwischen Mitte 1997 und Ende 1998 von 5,25% auf 3% zurückgeführt, und die realen kurzfristigen Zinssätze fielen im selben Zeitraum um etwa 2,5 Prozentpunkte.

Spanien

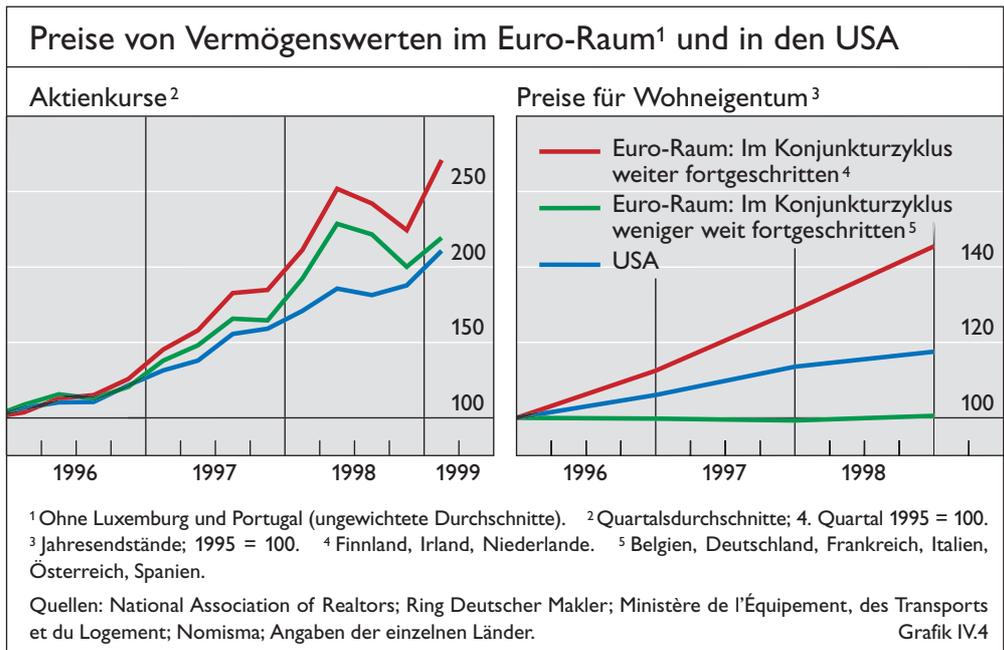
Die drei größten Volkswirtschaften: Frankreich, Deutschland, Italien

Unter den drei größten Volkswirtschaften hatte Frankreich die weitaus günstigste Konjunktur. Bei einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 3,2% im Jahr 1998 verringerte sich die Produktionslücke deutlich. Trotzdem sank die Preissteigerungsrate auf 0,3% im Jahresverlauf. Demgegenüber blieb die Wirtschaftslage in Deutschland und Italien im Durchschnitt schwach und verschlechterte sich im Laufe des Jahres. Nachdem das BIP-Wachstum in Deutschland, Österreich und Belgien im ersten Quartal sehr hoch gewesen war, ließ es in der Folge nach und belief sich im Gesamtjahr durchschnittlich auf rund 3%. In Italien war das Wirtschaftswachstum mit nur 1,4% gering. Die beträchtlichen Produktionslücken in diesen Ländern waren im wesentlichen unverändert, so daß sich der Preisauftrieb generell verminderte; die Preissteigerungsrate reichte von 0,4% in Deutschland bis 0,7% in Österreich. In Italien sank die Inflationsrate auf 1,7%.

Im Lichte dieser Entwicklungen und da die geldpolitische Strategie der EZB von den Finanzmärkten als glaubwürdig angesehen wurde, war eine Konvergenz der Zinssätze im Euro-Gebiet bei 3% möglich, nachdem im Dezember 1998 eine koordinierte Zinssenkung vorgenommen worden war. Im April 1999 senkte die EZB ihren Zinssatz vor dem Hintergrund eines verhaltenen Preisdrucks weiter auf 2,5%.

Stärkster Zinsrückgang in Ländern mit relativ hoher Inflationsrate

Angesichts der Ausrichtung der Geldpolitik an der Entwicklung im Euro-Raum insgesamt hat der Konvergenzprozeß dazu geführt, daß die Zinssätze in Irland, Italien, Spanien und Portugal – Ländern, in denen die Inflationsrate weiterhin relativ hoch ist – am stärksten gefallen sind. Die Bedeutung der beobachteten regionalen Inflationsunterschiede im Euro-Raum sollte jedoch nicht überschätzt werden. Zwar können unterschiedliche Preissteigerungsraten in einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse die dauerhafte Tragfähigkeit der Wechselkursverpflichtung gefährden, in einem Regime mit einer einheitlichen Währung haben sie aber keine vergleichbaren Konsequenzen. Darüber hinaus wird die Bedeutung von Abweichungen in den regionalen Inflationsraten in dem Maße weiter relativiert, wie Inflationsdifferenziale die unterschiedliche Nachfrage – und damit einhergehend unterschiedliche Preissteigerungsraten – von



nicht handelbaren Gütern widerspiegeln. Da jedoch Änderungen der nominalen Wechselkurse nicht mehr möglich sind, wird die Anpassung an etwaige Änderungen der relativen Preise in der Vergangenheit vollständig den Arbeits- und Gütermärkten überantwortet. Die Förderung der Lohn- und Preisflexibilität als Reaktion auf eine gesunkene Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Gebiets ist daher um so wichtiger geworden.

Als bedenklich könnte sich auch die unterschiedliche Preisentwicklung von Vermögenswerten erweisen. Wie Grafik IV.4 zeigt, sind die Preise von Vermögenswerten in Finnland, Irland und den Niederlanden, wo eine kräftige Konjunktur zu verzeichnen war, im allgemeinen stärker angestiegen als im übrigen Euro-Raum. Zwar herrscht unter den Notenbanken weitgehende Einigkeit darüber, daß die Geldpolitik nicht direkt auf die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten reagieren sollte, die Möglichkeit unterschiedlicher Preisentwicklungen bei Vermögenswerten deutet jedoch darauf hin, daß eine einheitliche Geldpolitik auch zu regionalen Immobilienzyklen führen könnte, wie sie in den USA und in Kanada beobachtet wurden.

Unterschiedliche Preisentwicklung von Vermögenswerten

*Geldpolitische Strategie der EZB*

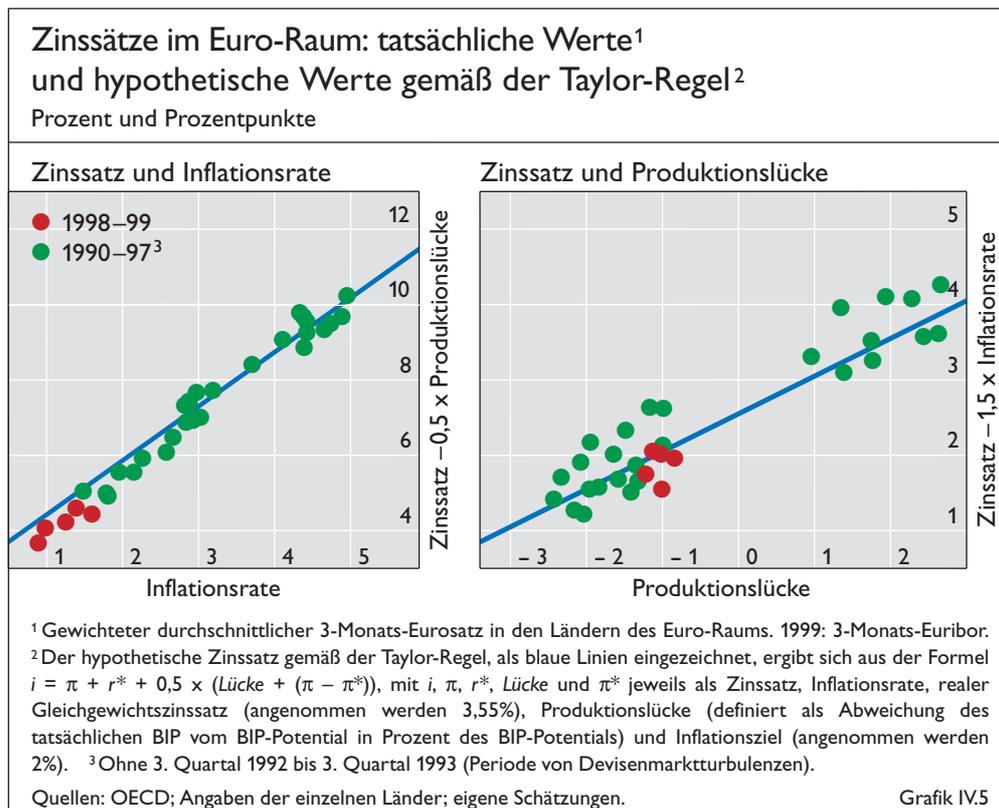
Wie im letztjährigen Jahresbericht ausgeführt, wiesen die Zinsen in den Ländern des Euro-Gebiets – gemessen am gewichteten Durchschnitt der 3-Monats-Zinssätze – in der Vergangenheit eine enge Beziehung mit ähnlich gewichteten Durchschnitten von Produktionslücken und Inflationsraten auf. Insbesondere bewegten sich die kurzfristigen Zinssätze offenbar so, wie es die sogenannte Taylor-Regel vermuten läßt, d.h., sie stiegen um 1,5 Prozentpunkte je zusätzlichem Prozentpunkt der gemessenen Inflationsrate und um 0,5 Prozentpunkte je zusätzlichem Prozentpunkt, um den die Produktion ihr Potential überstieg. Grafik IV.5 zeigt, daß diese empirisch zu beobachtende Beziehung auch im vergangenen Jahr eng blieb, und läßt den Schluß zu, daß die Lockerung der Geldpolitik während der

Trotz Entwicklung der Zinssätze gemäß Taylor-Regel ...

Berichtsperiode durch die Entwicklung der Produktionslücken und der Inflationsrate im Euro-Gebiet insgesamt gestützt wurde.

Trotz einer ähnlichen Entwicklung der durchschnittlichen Zinssätze und der Zinssätze im Euro-Raum gemäß der Taylor-Regel stützt sich die EZB bei ihrer Geldpolitik nicht auf diese Beziehung. Verschiedene Überlegungen deuten sogar darauf hin, daß dies für sie riskant wäre. Erstens besteht beträchtliche Unsicherheit hinsichtlich des „Gleichgewichtsniveaus“ der Realzinsen. Dieses kann zudem im Zeitablauf Änderungen unterliegen, die durch eine Reihe von Einflußfaktoren, einschließlich eines geldpolitischen Regimewechsels, ausgelöst werden können. Wenn z.B. niedrigere Inflationsraten auch geringere Risikoprämien bedeuten, dann dürften die realen Gleichgewichtszinssätze in jüngerer Zeit gesunken sein. Geldpolitik auf der Basis vergangener Beziehungen zwischen Zinssätzen, Inflation und Produktionslücken zu betreiben birgt daher das Risiko, ein unangemessenes geldpolitisches Umfeld zu schaffen. Zweitens dürfte die Errichtung der Währungsunion zu Strukturänderungen führen, die bedeuten könnten, daß frühere Korrelationen zwischen Produktionslücken und Inflationsraten keinen Bestand mehr haben. Angesichts der einheitlichen Währung reagieren die Löhne möglicherweise stärker auf die Wettbewerbsbedingungen innerhalb des Euro-Gebiets und weniger ausgeprägt auf Produktionslücken. Wenn sich der Inflationsdruck, der sich bei einer gegebenen Produktionslücke einstellt, verringert, dann wäre es für die EZB angemessen, in geringerem Maße auf Produktionslücken zu reagieren, als es vormals gültige Korrelationen zwischen Zinssätzen und Produktionslücken nahelegen würden. Drittens können zwar aktuelle Preissteigerungsraten und Produktionslücken Informationen über den Preisdruck in naher Zukunft enthalten, aber im Inflationsprozeß spielen auch eine Reihe anderer Faktoren, wie die Wirtschaftslage

... kein Ersatz für eine Beurteilung durch die geldpolitisch Verantwortlichen vorhanden



im Ausland, Änderungen der Fiskalpolitik und Bewegungen der Importpreise, eine entscheidende Rolle. Da einfache geldpolitische Regeln die Komplexität dieser Zusammenhänge nicht vollständig erfassen können, sind sie kein Ersatz für eine Beurteilung durch die geldpolitisch Verantwortlichen.

Im Herbst 1998 kündigte die EZB die Strategie an, die sie ihrer Geldpolitik in dem mit der Einführung des Euro entstehenden neuen und sich weiter ändernden Umfeld zugrunde legen werde. Kern der Strategie ist das primäre Ziel der Preisstabilität. Eindeutig bekanntzugeben, was unter Preisstabilität verstanden wird, ist sinnvoll, da der Öffentlichkeit damit ein klares Kriterium für die Beurteilung der Geldpolitik geliefert wird. Gleichzeitig wird dadurch die Transparenz der Geldpolitik erhöht, und es wird leichter, die EZB für etwaige Abweichungen der Preissteigerungsrate von diesem Ziel verantwortlich zu machen.

Das Ziel wurde als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Gebiet in Höhe von 0–2% gegenüber dem Vorjahr quantifiziert und ist mittelfristig einzuhalten. Die Wahl dieses Index verdient aus mehreren Gründen Beachtung. Sie bedeutet, daß die EZB die Praxis vieler Zentralbanken übernommen hat, bei der Inflationsmessung auf Verbraucherpreisindizes abzustellen; diese sind binnen kurzer Frist verfügbar, werden von der Öffentlichkeit gut verstanden und werden im Zeitablauf nicht revidiert. Die Verwendung eines für den gesamten Euro-Raum geltenden Maßstabs für die Preisentwicklung zeigt auch, daß sich die EZB bei ihrer Geldpolitik auf die Konjunkturerwicklung im Euro-Gebiet und nicht in den einzelnen Ländern konzentriert. Indem sie den mittelfristigen Horizont der Geldpolitik hervorhebt, erkennt die EZB an, daß sie Preisbewegungen, die durch vorübergehende Faktoren wie z.B. Schocks bei den Rohstoffpreisen und steuerliche Anpassungen hervorgerufen werden, bestenfalls in begrenztem Maße steuern kann. Schließlich impliziert diese Definition, daß Perioden lang anhaltender Rückgänge des HVPI-Niveaus nicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen würden.

Zur Einhaltung der Preisstabilität will sich die EZB auf eine Strategie mit zwei „Säulen“ stützen. Eine Säule dieser Strategie ist der Referenzwert für das Wachstum von M3, der für 1999 mit 4,5% festgelegt wurde. Diese Wahl spiegelt die Tatsache wider, daß das Geldmengenwachstum langfristig eine strukturelle Bestimmungsgröße für den Preisauftrieb darstellt. Die EZB hat deutlich gemacht, daß dieser Referenzwert nicht als Zielgröße zu verstehen ist, denn hierzu müßte das Geldmengenwachstum kurzfristig steuerbar sein. Dies ist jedoch wohl nicht gegeben. Deshalb werden Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert nicht unbedingt automatisch einen Einsatz der geldpolitischen Instrumente durch die EZB bewirken. Vielmehr werden solche Entwicklungen eine tiefgehende Analyse der Ursachen für die Abweichungen auslösen, um festzustellen, ob wirklich Risiken für die Preisstabilität bestehen.

Dem Wachstum eines breit abgegrenzten Geldmengenaggregats kommt dann Indikatorqualität zu, wenn monetäre Ungleichgewichte die künftigen Inflationsraten beeinflussen. Nach einer Schätzung ist dies der Fall. Das linke Feld in Grafik IV.6 zeigt dynamische Out-of-sample-Prognosen für das Preisniveau des Euro-Gebiets auf der Basis eines einfachen Prognosemodells. Das Modell betont den monetären Ursprung der Inflation, läßt aber Variablen wie Energie- und Importpreise, die auf kürzere Sicht oft eine wichtige Rolle bei der Bestimmung des

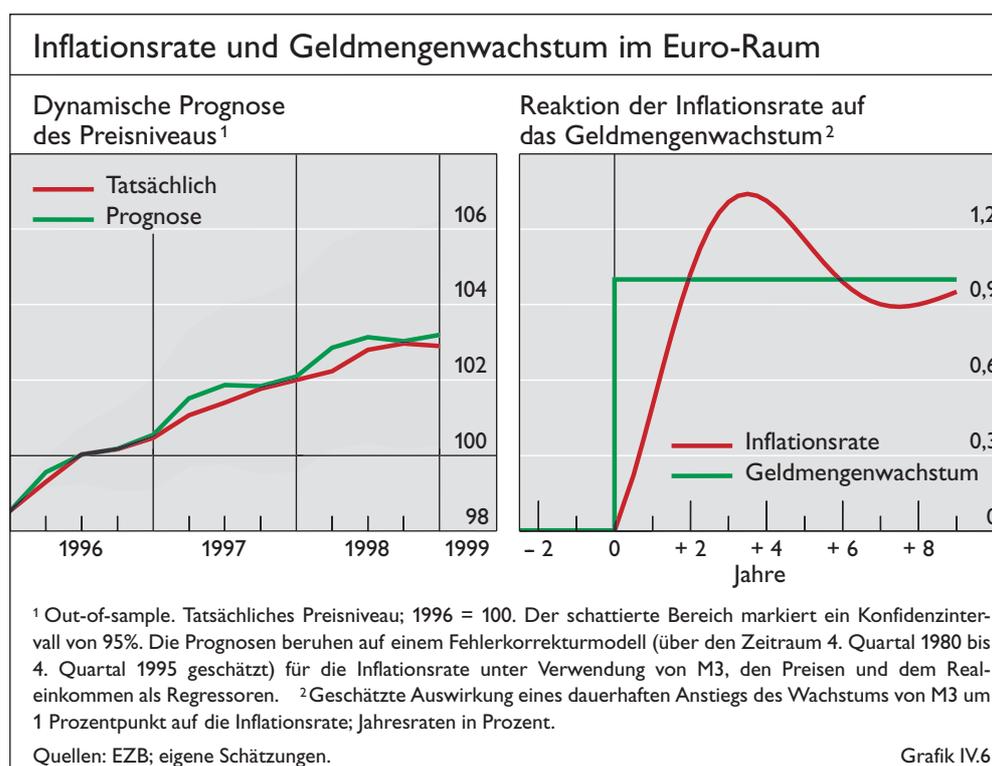
Bekanntgabe einer geldpolitischen Strategie mit Preisstabilität als primärem Ziel ...

... einem Referenzwert für das M3-Wachstum ...

Preisniveaus spielen, außer acht. Trotz seiner Einfachheit prognostiziert das Modell das Preisniveau im Euro-Gebiet über den Schätzzeitraum hinaus jedoch recht gut. Das rechte Feld führt vor Augen, wie die Inflationsrate nach dem Modell auf eine dauerhafte Erhöhung der Wachstumsrate von M3 im Euro-Raum um 1 Prozentpunkt reagiert. Die dynamischen Verlaufsmuster zeigen, daß das Geldmengenwachstum kurzfristig nur geringe Auswirkungen auf die Preissteigerungsrate hat, der Zusammenhang mittelfristig jedoch bedeutend ist. Aus diesen Ergebnissen kann natürlich nicht abgeleitet werden, daß eine Geldmengensteuerung wünschenswert oder gar durchführbar wäre, da insbesondere die Stabilität der Schätzung nicht mit Sicherheit gegeben ist. Auch schließen die Ergebnisse die Möglichkeit nicht aus, daß andere Prognosemodelle, in die das Geldmengenwachstum nicht aufgenommen wird, die künftige Preisentwicklung sogar noch besser vorhersagen könnten. Sie stellen jedoch sehr wohl eine empirische Stütze für die Überlegung dar, die Wachstumsrate von M3 im Euro-Gebiet als Informationsvariable für die in zwei oder drei Jahren auftretende Preissteigerungsrate zu verwenden.

... und breit abgestützter Beurteilung der künftigen Preisentwicklung

Die zweite Säule der geldpolitischen Strategie ist die auf eine breite Basis gestützte Beurteilung der künftigen Preisentwicklung. Dabei wird eine ganze Reihe wirtschaftlicher Indikatoren herangezogen, darunter auch Inflationsprognosen der EZB, internationaler Organisationen, nationaler Behörden und von Marktteilnehmern. Allerdings hat die EZB – im Gegensatz zu einigen, aber sicherlich nicht allen Zentralbanken mit expliziten Inflationszielen – nicht die Absicht, ihre Inflationsprognosen zu veröffentlichen. Eine solche Veröffentlichung wird wegen der mit dem Prognoseprozeß verbundenen Unsicherheit nicht als nützlicher Beitrag zur Erhöhung der Transparenz und Klarheit der geldpolitischen Strategie gesehen.



Die Verwendung eines Referenzwerts für das M3-Wachstum gemeinsam mit einer Beurteilung der künftigen Preisentwicklung deutet darauf hin, daß die EZB die Geldpolitik in der Praxis weitgehend auf ebenso pragmatische Weise betreiben wird wie die Deutsche Bundesbank. Historisch gesehen hat die Bundesbank vor dem Hintergrund des von ihr anvisierten Ziels der Preisstabilität deutlich auf Änderungen der Inflationsrate reagiert und die Abweichungen des Geldmengenwachstums von der Zielvorgabe relativiert, wenn die monetären Beziehungen von nur vorübergehend auftretenden Faktoren gestört wurden, die kaum eine Gefahr für die künftige Preisentwicklung darstellten. Festzuhalten ist außerdem, daß viele Zentralbanken mit expliziten Inflationszielen auch Geldmengenaggregaten als Konjunkturindikatoren beträchtliche Aufmerksamkeit schenken. Die von der EZB angekündigte geldpolitische Strategie ist somit einem Regime mit Inflationsziel in mancher Hinsicht nicht unähnlich, wenngleich die Inflationsprognosen hier nicht veröffentlicht werden und das M3-Wachstum als besonders wichtige Informationsvariable dient.

### Länder mit expliziten Inflationszielen

Auch in Ländern, in denen ein explizites Inflationsziel verfolgt wird, wurde die Geldpolitik von der Abschwächung in der Weltwirtschaft, den sinkenden Rohstoff- und Energiepreisen sowie der höheren Volatilität an den weltweiten Finanzmärkten beeinflusst. Insgesamt entspannten sich die monetären Rahmenbedingungen im Verlauf des betrachteten Jahres. Sowohl die gemessene als auch die Kerninflationsrate bewegten sich nahe dem unteren Wert des Zielkorridors für die Inflation. In dieser Situation hielten es die Notenbanken für wichtig, ihre Entschlossenheit zu demonstrieren, auf Überschreitungen wie auf Unterschreitungen des vorgegebenen Ziels gleichermaßen konsequent zu reagieren. Ein in dieser Weise symmetrisches Vorgehen trägt dazu bei, die Akzeptanz der Geldpolitik in der Öffentlichkeit zu fördern und zu sichern, auf der die Unabhängigkeit der Zentralbanken letztlich fußt.

Einfluß der weltweiten Konjunkturabschwächung, sinkender Rohstoff- und Energiepreise sowie der Volatilität an den Finanzmärkten

Im Vereinigten Königreich setzte im Oktober 1998 ein Prozeß der monetären Lockerung ein, nachdem der Kurs der Geldpolitik angesichts des kräftigen Wachstums und erster Befürchtungen, die Inflationsraten könnten wieder steigen, zuvor wiederholt gestrafft worden war. Vor dem Hintergrund sich eintrübender Aussichten für die Weltproduktion und für die britischen Exporte, deutlicher Veränderungen in der Risikobewertung an den Finanzmärkten sowie einem schwächer werdenden Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern in den Fortgang der Konjunktur wurden die Zinsen von 7,5% auf 7,25% gesenkt. Da sich die Anzeichen mehrten, daß die wirtschaftliche Abschwächung stärker ausfallen würde als zunächst angenommen, wurden die Zinsen bis April 1999 insgesamt um weitere 2 Prozentpunkte auf 5,25% reduziert.

Vereinigtes Königreich

In Kanada lag die Inflation im vergangenen Jahr nahe beim unteren Referenzwert des Zielkorridors. Einerseits bewirkte die Abwertung des kanadischen Dollars einen deutlichen Anstieg der Importpreise für viele Verbrauchsgüter des Nichtenergiesektors sowie für Dienstleistungen, andererseits wirkten inländische Angebotsüberschüsse und der anhaltende Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise dem Anstieg des Preisniveaus entgegen. Da die Rohstoffproduktion für die

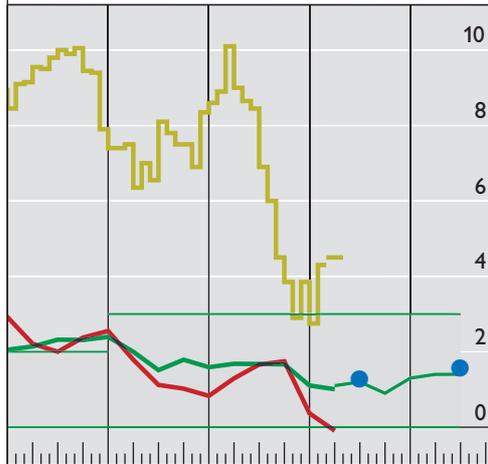
Kanada

## Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit expliziten Inflationszielen

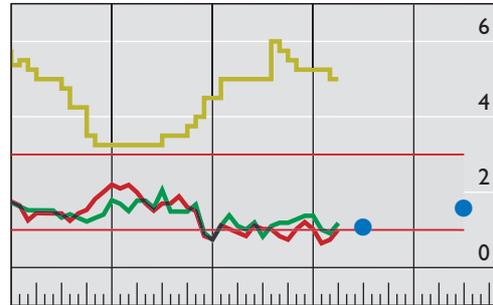
Prozent

- Gemessene Inflationsrate
- Kerninflationsrate
- Inflationsprognose der Zentralbank
- Inflationsprognose des Marktes
- Notenbanksatz
- Inflationsziel

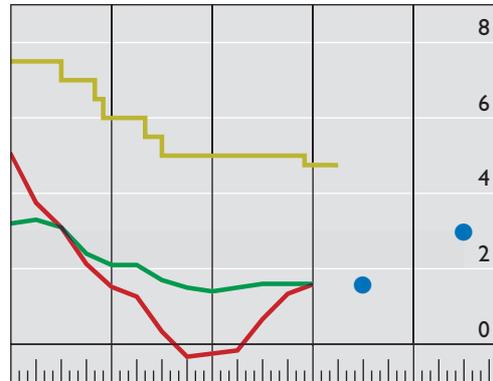
Neuseeland



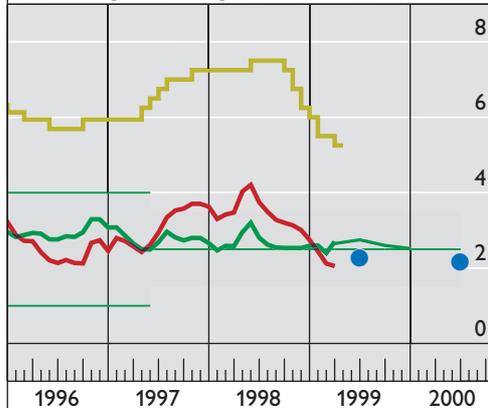
Kanada



Australien



Vereinigtes Königreich



Schweden



Anmerkung: Inflationsraten gemessen als Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Für Neuseeland basiert die Kerninflationsrate auf dem Verbraucherpreisindex abzüglich Kreditdienstleistungen, und der Notenbanksatz entspricht der offiziellen Cash Rate (vor März 1999: Tagesgeld). Erläuterung der Kerninflationsrate (bereinigte Inflationsrate) und des Notenbanksatzes in den anderen Ländern s. letztjähriger Jahresbericht, Grafik IV.7 und Tabelle IV.1. Die Inflationsprognose des Marktes bezieht sich auf die jährliche gemessene Inflationsrate (Neuseeland und Vereinigtes Königreich: Kerninflationsrate); die Erhebungen wurden im März 1999 durchgeführt.

Quellen: © Consensus Economics, London; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.7

kanadische Wirtschaft von großer Bedeutung ist, übte der Verfall der Rohstoffpreise im Jahresverlauf einen beträchtlichen Abwertungsdruck auf die Währung aus. Dieser Druck verschärfte sich nach der Krise in Rußland im August noch erheblich, als die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten auch auf die

kanadische Wirtschaft übergriffen. Angesichts des sprunghaften Anstiegs der Risikoprämien an den Anleihemärkten sowie der Abwertung der Währung wurde der Notenbanksatz Ende August um 1 Prozentpunkt auf 6% angehoben, obgleich es Anzeichen für eine konjunkturelle Abschwächung als Folge der Entwicklungen in Asien gab. Auf diese Weise gelang es, die Lage an den Märkten zu stabilisieren. Danach wurden die Zinsen im September, Oktober und November 1998 (als Reaktion auf die Zinssenkungen in den USA) sowie im März 1999 jeweils um 0,25 Prozentpunkte zurückgenommen. Obgleich die Zinsen damit im Jahr 1998 per saldo gestiegen sind, haben sich die monetären Bedingungen unter dem Einfluß des schwächeren kanadischen Dollars insgesamt deutlich entspannt.

In Australien, wo die Geldpolitik darauf zielte, über den Konjunkturzyklus eine durchschnittliche Inflationsrate von 2–3% einzuhalten, zog die Inflation wieder etwas an, blieb aber unter 2%. Obgleich die Abwertung des australischen Dollars einen Anstieg der Großhandelspreise bei den Importgütern ausgelöst hat, haben sich die Verbraucherpreise nicht so stark erhöht, wie es vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit zu beobachtenden Beziehung hätte erwartet werden können. Angesichts der günstigen Aussichten für die Preisentwicklung sowie der Erwartung, daß die Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfelds und die Asien-Krise das robuste Wirtschaftswachstum in Australien dämpfen könnten, wurden die Zinsen im Dezember um 0,25 Prozentpunkte auf 4,75% gesenkt, um die Konjunktur zu unterstützen.

Australien

In Neuseeland wurde der Ende 1996 eingeschlagene Kurs einer allgemeinen Lockerung der monetären Bedingungen – gemessen an einem Durchschnitt aus Zinssatz und Wechselkurs – im vergangenen Jahr fortgesetzt. Damit wurde den günstigen Aussichten für die Preisentwicklung Rechnung getragen, die zu einem guten Teil auf die während der vorangegangenen Abschwächungsphase entstandenen Überkapazitäten zurückzuführen sind. Ungewöhnlich war aber, daß die Lockerung vor allem durch sinkende Zinsen und nicht durch eine Abwertung der Währung zustande kam. Als Folge der jüngsten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten und der damit verbundenen Zunahme der Risikoscheu stellten die Anleger in mehreren Währungen tendenziell Short-Positionen glatt. Zusammen mit der Einschätzung an den Märkten, daß die Phase der geldpolitischen Lockerung in Neuseeland vorüber sein könnte, führte dies zu einer Stärkung der neuseeländischen Währung.

Neuseeland

In Schweden wurde die Geldpolitik im Betrachtungszeitraum vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Konjunktur und einer gemessenen Inflationsrate, die infolge rückläufiger Hypothekarzinsen unter null gesunken war, gleichfalls gelockert. Da die Inflationsprognose einen Wert unter dem als Referenzgröße verwendeten Band von 1–3% für den von der Sveriges Riksbank zugrunde gelegten Zeithorizont von 1–2 Jahren ergab, wurde der Satz für Pensionsgeschäfte schrittweise von 4,35% im Juni 1998 auf 2,9% im März 1999 gesenkt. Da die schwedische Währung im zweiten Halbjahr 1998 ebenfalls nachgab, entspannten sich die monetären Rahmenbedingungen noch weiter.

Schweden

#### *Wechselkurse und Geldpolitik*

Die jüngste Erfahrung von Ländern mit expliziten Inflationszielen veranschaulicht, daß dem Wechselkurs im geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine

Wechselkurs ist von Bedeutung für den Transmissionsprozeß ...

... und hat Einfluß auf die Inflation über zwei Kanäle

Problematik des Ausgleichs binnenwirtschaftlich bedingter Preisstörungen durch wechselkurspolitische Maßnahmen

Schlüsselrolle zukommt. Angesichts der engen Beziehung zwischen dem Wechselkurs und den Inlandspreisen beeinflussen zinspolitische Schritte die Inflation um so schneller und durchschlagender, je offener eine Volkswirtschaft ist. Wechselkursveränderungen wirken über zwei verschiedene Kanäle auf die Inflation, nämlich direkt über die Kosten importierter Endprodukte, die im Verbraucherpreisindex enthalten sind, und indirekt über den Effekt einer Veränderung des realen Wechselkurses auf die Gesamtnachfrage. Dies stellt die Geldpolitik vor wichtige Herausforderungen. Da die direkte Übertragung von Wechselkursänderungen vergleichsweise schnell wirkt, könnten die Zentralbanken in offeneren Volkswirtschaften im Prinzip engere Zielkorridore für die Inflationsrate ansteuern und eine kürzere Referenzperiode wählen. Allerdings kann die Strategie, binnenwirtschaftlich bedingte Ausschläge des Preisniveaus durch wechselkurspolitische Maßnahmen ausgleichen zu wollen, starke Schwankungen des nominalen und realen Wechselkurses erforderlich machen, die ausgeprägte Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit haben könnten. Darüber hinaus besteht die Gefahr sich häufig ändernder Notenbankzinssätze. Um diese Risiken zu begrenzen, verfolgen die Zentralbanken, die sich an einem Inflationsziel orientieren, in der Regel einen eher gradualistischen Ansatz, bei dem Abweichungen der Inflation vom angestrebten Zielpfad erst im Zeitverlauf ausgeglichen werden. In einigen Fällen hat die Erfahrung mit dem Einfluß von Wechselkursänderungen es ratsam erscheinen lassen, den zugrundegelegten Zeithorizont weiter zu fassen. So stellt die Reserve Bank of New Zealand mittlerweile auf einen Zeitraum von 18–24 Monaten ab, nachdem bei der Einführung der Inflationssteuerung zunächst eine Periode von 6–18 Monaten gewählt worden war. Ein eher gradualistischer Ansatz ist auch dann angezeigt, wenn Unsicherheit hinsichtlich der Wirkungsintensität der Transmissionswege oder der gesamtwirtschaftlichen Lage besteht. Darüber hinaus kann ein derartiger Ansatz häufige Anpassungen der geldpolitischen Strategie vermeiden helfen. Dies erscheint deswegen wünschenswert, weil es zumeist schwierig ist, der Öffentlichkeit zu erläutern, daß Modifikationen in der Ausrichtung der Geldpolitik lediglich eine Reaktion auf neue Informationen und nicht ein Eingeständnis früherer Fehler darstellen.

Verwendung von MCI

Das Vorliegen eines Wechselkurskanals im monetären Transmissionsmechanismus ist zudem für die grundsätzliche Beurteilung und Bestimmung der geldpolitischen Ausrichtung von Bedeutung, denn sowohl der Wechselkurs als auch die Zinsen beeinflussen die Gesamtnachfrage, die Produktionslücke und den Preisauftrieb. Einige Zentralbanken verwenden einen sogenannten Monetary Conditions Index (MCI), der als gewichteter Durchschnitt eines kurzfristigen Zinssatzes und des Wechselkurses ermittelt wird. Er dient sowohl als geldpolitisches Instrument wie auch zur Erfassung von Änderungen in der Ausrichtung der Geldpolitik. Bei einem solchen Ansatz wird Schwankungen des Wechselkurses meist eher mit entsprechenden Anpassungen der kurzfristigen Zinsen begegnet, um den MCI auf einem bestimmten Niveau zu halten.

Allerdings ist es unter den Zentralbanken weithin unstrittig, daß es keine automatische Reaktion der Geldpolitik auf Wechselkursbewegungen geben sollte. Vielmehr hängt das angemessene Vorgehen davon ab, ob im Wechselkurs reale ökonomische Veränderungen ihren Niederschlag finden, auf die die Geldpolitik nicht reagieren sollte, oder ob Störungen der Preisentwicklung vorliegen, denen

die Geldpolitik angemessen Rechnung tragen sollte. Die explizite Verwendung eines MCI hat den Nachteil, daß sie Marktteilnehmer zu der Annahme verleiten könnte, die Zentralbank werde automatisch auf Änderungen des Wechselkurses antworten. Kommt es dann nicht zu dem erwarteten geldpolitischen Schritt, könnte dies an den Finanzmärkten den Eindruck schüren, daß die Zentralbank das Geschehen nicht mehr unter Kontrolle hat. Bei einer deutlichen Abwärtsbewegung des Wechselkurses könnten die Marktteilnehmer diese Entwicklung dann in ihrer Erwartungsbildung einfach fortschreiben. In einem solchen Umfeld muß es zentrales Anliegen der Geldpolitik werden, Spannungen an den Devisenmärkten zu vermeiden. In Kanada entstand eine solche Situation als Folge des Zahlungsausfalls Rußlands: Als die kanadische Währung unter starken Druck geriet, mußte die Bank of Canada die Zinsen abrupt anheben, um das Vertrauen an den Märkten wiederherzustellen. Da die Marktteilnehmer dazu neigen, Veränderungen des MCI bisweilen falsch zu deuten, kündigten vor kurzem sowohl die kanadische als auch die neuseeländische Zentralbank an, in Zukunft größere Schwankungen des MCI innerhalb einer weitgefaßten Bandbreite zuzulassen, bevor von seiten der Geldpolitik reagiert wird.

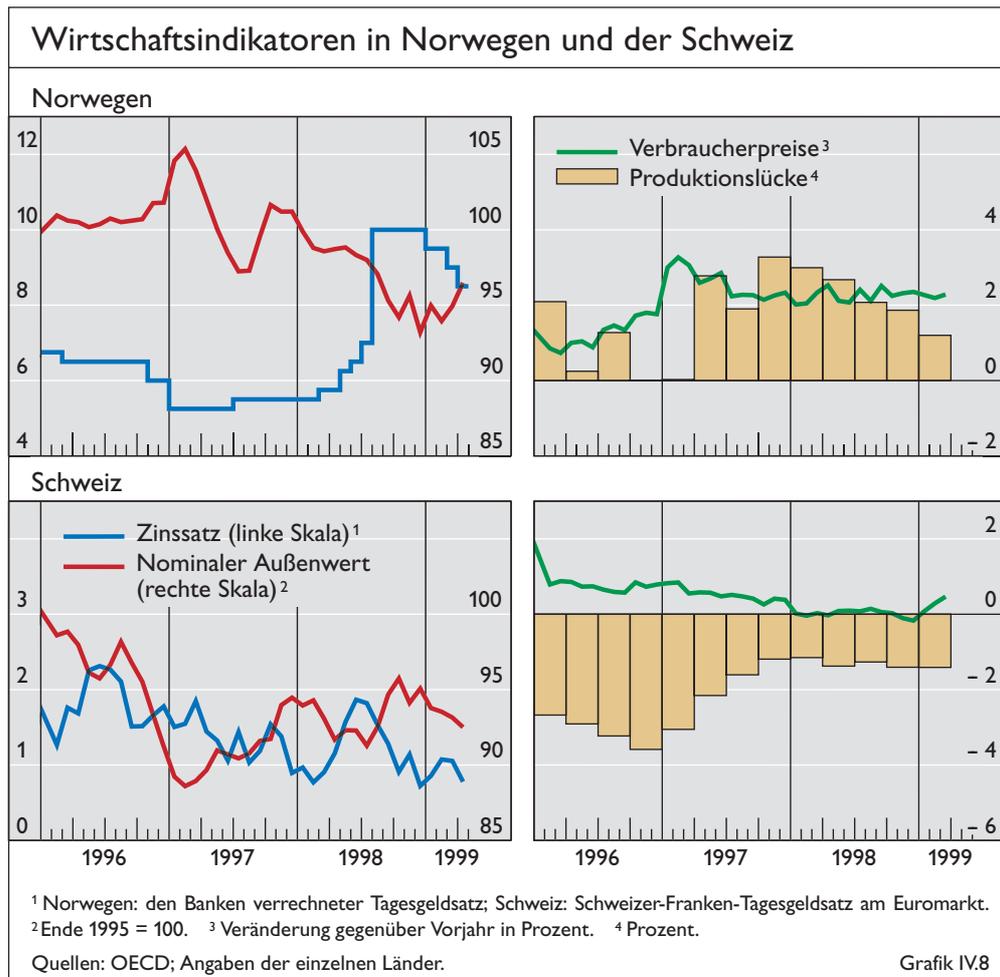
Auch in der Schweiz beeinflussten Wechselkursüberlegungen die Umsetzung der Geldpolitik im Berichtszeitraum. Seit dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse in den frühen siebziger Jahren haben Portfolioumschichtungen an den internationalen Finanzmärkten wiederholt zu Phasen der Aufwertung des Schweizer Frankens geführt, die die Konjunktur in der Schweiz tendenziell dämpften. Die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im Herbst 1998 lösten erneut eine solche Phase aus. Da die Inflationsrate praktisch bei null lag und eine beträchtliche Produktionslücke bestand, wurde die Verhinderung einer Aufwertung als besonders wichtig erachtet, um in einem Umfeld, das durch unzureichendes Wirtschaftswachstum gekennzeichnet war, einem Abwärtstrend der Preise entgegenzuwirken. Die Schweizerische Nationalbank begegnete diesen Herausforderungen mit einer reichlichen Liquiditätsversorgung und drückte den Tagesgeldsatz auf unter 1%, womit der in den letzten Jahren verfolgte Kurs einer stärker expansiv ausgerichteten Geldpolitik fortgesetzt wurde.

Wenn die kürzliche Einführung des Euro auch keine unmittelbaren Wirkungen auf den Wechselkurs des Schweizer Frankens hatte, so könnten doch etwaige längerfristige Veränderungen des realen Wechselkurses gegenüber dem Euro die wirtschaftliche Lage in der Schweiz angesichts der engen Handelsverflechtung mit den Ländern des Euro-Raums in erheblichem Maße beeinflussen. Die Schweizerische Nationalbank hat daher signalisiert, daß solche Entwicklungen – je nach ihrer Ursache und ihrem Ausmaß – die Geldpolitik möglicherweise zu entsprechenden Gegenmaßnahmen veranlassen würden. Eine dauerhafte Anbindung des Wechselkurses steht hingegen nicht zur Debatte. Da die Finanzmärkte offensichtlich mit einer nachhaltigen Aufwertung des Schweizer Frankens rechnen, würde eine Wechselkursbindung einen Anstieg des Zinsniveaus in der Schweiz mit sich bringen, der insbesondere die stark zinsabhängigen Wirtschaftsbereiche belasten würde.

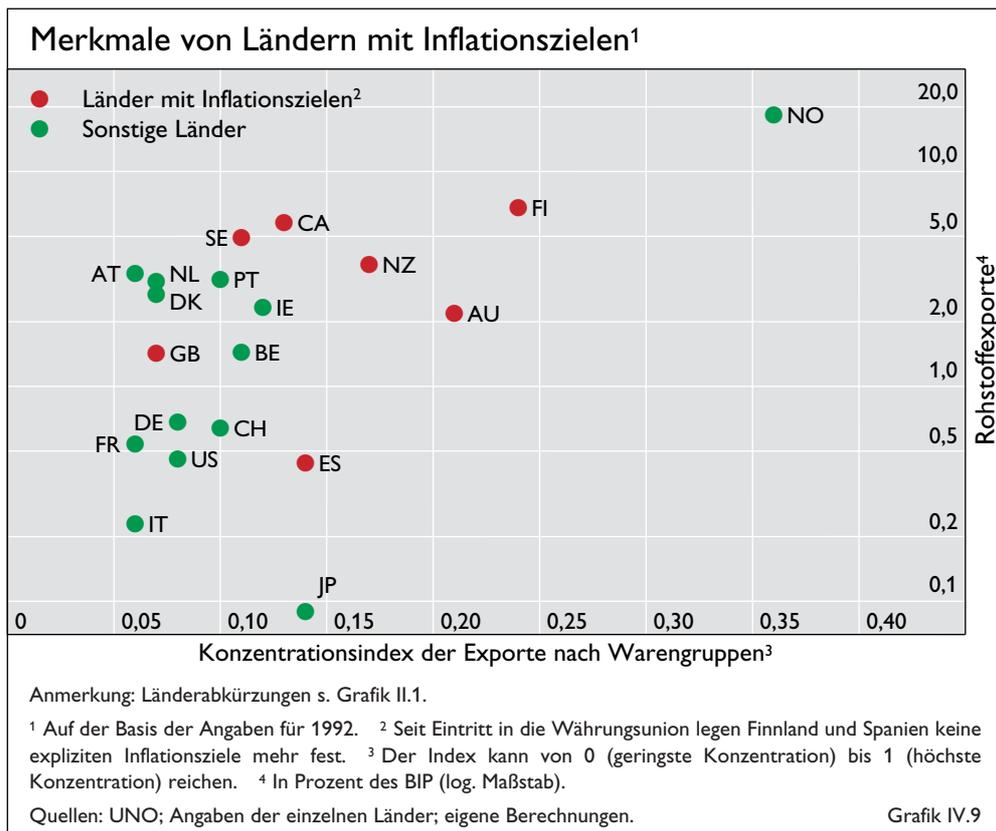
Auch in Norwegen spielten Wechselkursbewegungen für die zinspolitischen Entscheidungen im vergangenen Jahr eine bedeutende Rolle. Die Geldpolitik ist hier darauf ausgerichtet, den Wechselkurs gegenüber der ECU bzw. dem Euro in

Bedeutung des Wechselkurses für die Schweiz

Wechselkurs und Zinssätze in Norwegen



einem impliziten Band zu halten, jedoch ohne den Anspruch, diese Schwankungsmarge unter allen Umständen verteidigen zu wollen. Gemäß den Vorgaben der Regierung für die norwegische Zentralbank sollte die Geldpolitik bei ausgeprägten Wechselkursänderungen eingesetzt werden, um den Wechselkurs behutsam in die Bandbreite zurückzuführen. Als die norwegische Krone – ebenso wie die Währungen einer Reihe weiterer Länder, deren Exporte einen hohen Rohstoffanteil aufweisen – im August 1998 unter Abwertungsdruck geriet, wurden die Zinsen schrittweise um insgesamt 3 Prozentpunkte angehoben. Zusammengekommen wurden die Zinsen im Jahr 1998 um 4,5 Prozentpunkte heraufgesetzt, um dem Abwertungstrend der Krone entgegenzusteuern. Zwar dürfte die geldpolitische Straffung in diesem speziellen Fall durchaus geeignet gewesen sein, um einer Überhitzung der Konjunktur vorzubeugen, doch führt das skizzierte Beispiel auch vor Augen, welche Schwierigkeiten ein Wechselkursziel für Länder mit sich bringen kann, die potentiell großen Veränderungen der Terms of Trade ausgesetzt sind. Wie aus Grafik IV.9 hervorgeht, tendieren Länder, deren Exportstruktur stark durch die Ausfuhr von Rohstoffen und eine wenig differenzierte Produktpalette geprägt ist, denn auch eher dazu, die Geldpolitik an einem expliziten Inflationsziel auszurichten. Im Rahmen eines solchen Regimes ist die Zentralbank nur dann gehalten, auf Wechselkursbewegungen zu reagieren, wenn diese einen Einfluß auf die künftige Preisentwicklung haben.



## Geldpolitik bei Preisstabilität

Das Erreichen der Preisstabilität und die Wahrscheinlichkeit, zeitweise sogar bei fallenden Preisen Geldpolitik betreiben zu müssen, stellen die Zentralbanken vor eine Reihe von Fragen, z.B. ob mittels eines expliziten Ziels für die Geldwertstabilität verhindert werden kann, daß ein beobachteter Preisrückgang bei der Erwartungsbildung einfach als Trend in die Zukunft fortgeschrieben wird, und – falls dies zutrifft – welche Vor- und Nachteile dann mit einem Preisniveauziel bzw. einer Zielvorgabe für die Preissteigerungsrate verbunden sind. Darüber hinaus ist auch die Frage wichtig, ob die Geldpolitik in Phasen sinkender Preise möglicherweise grundsätzlich weniger wirksam ist. (Zur Erörterung der geldpolitischen Implikationen der stärkeren nominalen Preisrigiditäten, die durch die jüngste Phase sinkender Inflationsraten hervorgerufen wurden, s. Kapitel II.)

Eine Situation einmal erreichter Preisstabilität weckt die Befürchtung, daß sich ein Preisrückgang selbst verstärken und auf diese Weise zu einer Deflationsspirale führen könnte. Im Augenblick ist die Gefahr eines derartigen Szenarios allerdings wohl eher gering. Erstens sind in jüngerer Zeit nur in Australien, Japan, Schweden und der Schweiz die Verbraucherpreise gesunken, und dies zumeist auch nur über ein oder zwei Quartale hinweg. Darüber hinaus wiesen die ermittelten Kerninflationsraten in der Regel keine negativen Werte auf. Zweitens schlug sich in den niedrigen Inflationsraten vor allem der starke Rückgang der Öl- und anderer Rohstoffpreise nieder, der auch sinkende Importpreise zur Folge hatte. Da diese Preisrückgänge zum Teil den Effekt der weltweiten Abschwächung

Gefahr einer  
Deflationsspirale ...

... vermindert durch zunehmende Bedeutung der Preisstabilität für die geldpolitische Strategie

der Wirtschaftsentwicklung auf die Rohstoffnachfrage widerspiegeln, ist davon auszugehen, daß sie nur vorübergehender Natur sind. Tatsächlich deutet die Wende bei den Rohstoffpreisen seit Anfang 1999 darauf hin, daß sich der Preistrend an den internationalen Rohstoffmärkten umkehren könnte. Drittens haben die Zentralbanken in den letzten Jahren immer mehr darauf geachtet, die Inflationsrate nahe den expliziten oder impliziten Zielvorgaben zu halten, und sie haben hervorgehoben, daß es wichtig ist, bei Über- und Unterschreitungen dieses Ziels gleichermaßen zu reagieren. Im 20. Jahrhundert waren Phasen starker Preisrückgänge stets unmittelbar besonderen währungspolitischen Initiativen zuzuschreiben. Hierzu gehören beispielsweise die Rückkehr vieler Länder zum Goldstandard unter Verwendung der Vorkriegskurse in den zwanziger Jahren sowie die verfehlte Geldpolitik während der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre. Aus diesen Ereignissen dürften die Notenbanken wichtige Lehren gezogen haben. Heutzutage messen die Zentralbanken weltweit dem Ziel niedriger, aber noch positiver Inflationsraten größere Bedeutung bei, was die Wahrscheinlichkeit deflationärer Phasen verringern dürfte.

#### *Historischer Hintergrund*

Bei der Untersuchung der Wirkung rückläufiger Preise und der Frage nach den Anforderungen, die eine solche Situation für die Geldpolitik mit sich bringt, stellt sich u.a. das Problem, daß es seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs praktisch keine derartigen Entwicklungen gegeben hat. Es müssen daher ältere Daten herangezogen werden. Tabelle IV.1 zeigt die durchschnittlichen Inflationsraten sowie die Veränderungsrate der Produktion für zehn Länder zurück bis in die achtziger Jahre des letzten Jahrhunderts; unterschieden wird dabei nach Deflations- und Nichtdeflationsphasen. Weil kürzere vorübergehende Störungen einen deutlichen Einfluß auf das Preisniveau haben können, wird Deflation hier als eine Phase definiert, in der der Verbraucherpreisindex über mindestens zwei Jahre hinweg sinkt. Darüber hinaus werden jeweils die Zeiträume 1882–1913 und 1923–39 separat betrachtet, da sich die Deflationsphasen zwischen den beiden Weltkriegen möglicherweise von jenen vor dem Ersten Weltkrieg unterscheiden. Bei der Interpretation der Tabelle muß natürlich berücksichtigt werden, daß historische Daten oftmals eine geringere Qualität besitzen als jüngere Daten und daß sich die Struktur der Wirtschaft seit Ende des 19. Jahrhunderts grundlegend verändert hat, wobei die Produktion von Dienstleistungen, die wohl weniger konjunkturragibel ist, stark an Bedeutung gewonnen hat.

Preisrückgänge ohne darauffolgende Produktionsrückgänge vor dem Ersten Weltkrieg verbreitet

Aus der Tabelle geht hervor, daß Phasen deflationärer Entwicklung in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg relativ häufig auftraten. Noch bemerkenswerter ist jedoch, daß während dieser Perioden die Produktion weiterhin zunahm, wenn auch in geringerem Maße als in Zeiten steigender Preise. Demgegenüber gingen Deflationsphasen in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen mit Produktionsrückgängen einher. Dies scheint jedoch ausschließlich auf die Weltwirtschaftskrise zurückzuführen zu sein, die wohl durch geldpolitische Fehler hervorgerufen bzw. verstärkt wurde. Klammert man deshalb den Zeitraum zwischen 1930 und 1933 bei der Betrachtung aus, so zeigt sich, daß in anderen Perioden sinkender Preise zwischen den beiden Weltkriegen das Einkommen im Durchschnitt ebenfalls gestiegen ist. Nach der Analyse der historischen Entwicklung ist die Einschätzung,

Ausnahme: Weltwirtschaftskrise

Deflationsphasen im Überblick					
	Deflationsphasen <sup>1</sup>		Nichtdeflationsphasen		Nachrichtlich: Anzahl Deflations- jahre
	Preise	Produktion	Preise	Produktion	
	Durchschnittliches jährliches Wachstum in Prozent				
<b>1882–1913</b>					
USA	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Japan <sup>2</sup>	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Deutschland	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
Frankreich	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italien	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Vereinigtes Königreich	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Kanada	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Belgien	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Schweden	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Dänemark	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
<i>Durchschnitt</i>	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
<b>1923–39</b>					
USA	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Japan	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Deutschland <sup>3</sup>	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
Frankreich	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italien	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Vereinigtes Königreich	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Kanada	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Belgien	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Schweden	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Dänemark	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
<i>Durchschnitt</i>	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
darunter: 1923–39 ohne 1930–33					
USA	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Japan	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Deutschland <sup>4</sup>	–	–	1,6	7,1	0
Frankreich	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italien	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Vereinigtes Königreich	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Kanada	–	–	0,6	6,6	0
Belgien	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Schweden	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Dänemark	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
<i>Durchschnitt</i>	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

<sup>1</sup> Deflation definiert als mindestens zwei aufeinanderfolgende Jahre des Preisrückgangs. <sup>2</sup> 1885–1913.  
<sup>3</sup> 1926–38. <sup>4</sup> 1926–29 und 1934–38.  
Quellen: B.R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975. Tabelle IV.1

Deflation führe zu sinkender Produktion, offenbar weitgehend durch die Erfahrung der Weltwirtschaftskrise geprägt.

Interessant ist die Überlegung, warum Phasen sinkender Preise – mit Ausnahme der frühen dreißiger Jahre – nicht auch von einer rückläufigen Produktionsentwicklung begleitet wurden. Hierfür bieten sich zwei Erklärungen an. Da

Preisrückgänge entweder durch eine Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage oder durch eine Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Angebots hervorgerufen werden können, könnte ein erster Erklärungsansatz darin bestehen, daß Phasen rückläufiger Preise in der Geschichte in Zeiten relativ günstiger Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Angebots aufgetreten sind. In diesem Zusammenhang ist an die Verbreitung technischer Neuerungen zu denken, wie etwa Eisenbahn und Elektrizität Ende des 19. Jahrhunderts oder Computer und Telekommunikation in jüngerer Zeit. Ein zweiter Erklärungsansatz besteht darin, daß die Preisrückgänge nicht stark genug waren oder nicht lange genug anhielten, um die Erwartung auch in Zukunft sinkender Preise entstehen zu lassen. Diese Vermutung wird durch die Beobachtung gestützt, daß die langfristigen Zinsen – außer während der Weltwirtschaftskrise – in Zeiten sinkender Preise in der Regel nicht nennenswert zurückgingen. Hierin dürfte zum Ausdruck kommen, daß die Finanzmarktakteure Preisrückgänge als eine vorübergehende Erscheinung bewerteten.

#### *Vorgabe eines Ankers für die Erwartungsbildung*

Bedeutung der  
Vorgabe eines  
Ankers für die  
Erwartungsbildung

Die These, die Weltwirtschaftskrise sei dadurch verschärft worden, daß Preisrückgänge tendenziell auch die Erwartung in Zukunft sinkender Preise hervorgerufen, legt die Schlußfolgerung nahe, daß es für die Zentralbanken wichtig ist, nach Möglichkeit eine niedrige Preissteigerungsrate als Anker für die Inflationserwartungen vorzugeben, damit diese weniger stark auf aktuelle wirtschaftliche Entwicklungen reagieren. Da die Preisbildung durch die Einschätzung der künftigen Preisentwicklung mitbestimmt wird, kann eine Stabilisierung der langfristigen Erwartungen außerdem bewirken, daß eine konjunkturelle Abschwächung weniger stark auf die Preise durchschlägt.

Preisniveaueziele und  
Inflationsziele

Um zu verhindern, daß sich ein Preisrückgang durch entsprechende Erwartungsbildung selbst verstärkt, kann die Zentralbank z.B. eine quantitative Definition von Preisstabilität vornehmen. In jüngerer Zeit sind mehrere Zentralbanken dazu übergegangen, explizite Zielwerte für die Inflationsrate als Kern ihrer geldpolitischen Konzeption zu formulieren. In einem Umfeld, in dem es einem Rückgang des Preisniveaus entgegenzusteuern gilt, stellt sich allerdings die Frage, ob nicht eine explizite Zielvorgabe für das Preisniveau selbst (die möglicherweise im Zeitverlauf steigen könnte) von Vorteil wäre. Ein Unterschied zwischen einer Zielvorgabe für die Preissteigerungsrate und einer Zielvorgabe für das Preisniveau selbst besteht darin, daß die Zentralbank zur Einhaltung von Preisniveauezielen frühere Zielverfehlungen auf jeden Fall rückgängig machen muß, während dies bei Abweichungen von der angestrebten Inflationsrate nicht der Fall ist. Dieser Unterschied kann in einer Situation, in der die Preise unerwartet sinken, entscheidend sein. Wenn die Zentralbank ein Inflationsziel anstrebt, muß sie die Inflationsrate lediglich wieder auf den formulierten Zielpfad bringen. Bei einem Preisniveaueziel muß die Zentralbank dagegen auch das Zurückbleiben hinter dem Zielwert ausgleichen. Im Ergebnis bedeutet dies, daß die auf kurze Sicht erwartete Inflationsrate im Falle eines plötzlich sinkenden Preisniveaus unter einem geldpolitischen Regime mit Preisniveaueziel vergleichsweise höher ausfällt als bei einer an der Inflationsrate ausgerichteten Konzeption. Das heißt wiederum, daß unter einem Preisniveaueziel möglicherweise niedrigere reale Zinsen erwartet werden

und die Geldpolitik stärker stimulierend wirken kann als bei einem Inflationsziel. Diese Überlegungen dürften auch eine Erklärung dafür liefern, weshalb das einzige Beispiel für ein explizites Preisniveaueziel einer Zentralbank – das die Sveriges Riksbank einfuhrte, als sie die Wechselkursparität 1931 für kurze Zeit aufgegeben hatte – aus einer Zeit stammt, in der es die Hauptaufgabe der Geldpolitik war, deflationären Tendenzen entgegenzuwirken.

Für grundsätzlich jedes geldpolitische Ziel gilt aber natürlich, daß es glaubwürdig sein muß, wenn es von Nutzen sein soll. Daher dürfte es besser sein, wenn ein solches Ziel bereits hinreichend lange vor einer Phase sinkender Preise eingeführt wurde. Wird ein expliziter Zielwert erst dann angekündigt, wenn das Preisniveau bereits unter deutlichen Abwärtsdruck geraten ist, so besteht die Gefahr, daß die geldpolitisch Verantwortlichen nicht in der Lage sein werden, die selbstgesetzte Vorgabe einzuhalten.

Bedeutung der Glaubwürdigkeit

#### *Bedeutung niedriger Inflationsraten für die Geldpolitik*

Es besteht weithin Einvernehmen darüber, daß dauerhaft auf sehr niedrigem Niveau gehaltene Inflationsraten ein günstiges Umfeld für wirtschaftliches Wachstum bieten und aus diesem Grunde wünschenswert sind. Da sich die Inflationsraten in einer Reihe von Ländern nahe bei null bewegen, dürften sich die Zentralbanken in Zukunft jedoch häufiger auch mit kurzen Phasen sinkender Preise konfrontiert sehen. Ein mögliches Problem könnte in diesem Zusammenhang sein, daß sich die Nominallöhne als nach unten starr erweisen könnten. Wenn dies der Fall ist, könnte ein Rückgang des Preisniveaus zu einem Anstieg der Reallöhne führen, der sich lähmend auf die Beschäftigung und die gesamtwirtschaftliche Aktivität auswirkt. Ein anderes Problem ergibt sich daraus, daß es nicht möglich ist, die nominalen Zinsen negativ werden zu lassen. Wenn ein kontraktiver Nachfrageschock auftreten sollte und die Preise zu fallen beginnen, hätte dies einen Anstieg der Realzinsen zur Folge, der die Nachfrage zusätzlich dämpfen könnte.

Mögliche Nominallohnrigidität nach unten ...

Empirisch ist die These nach unten starrer Nominallöhne keineswegs eindeutig zu belegen. Darüber hinaus gibt es zwei weitere Gründe, die Rolle starrer Löhne nicht überzubewerten. Da Phasen des Preisrückgangs in der jüngeren Vergangenheit selten waren, ist es nicht verwunderlich, daß auch Senkungen der Nominallöhne kaum beobachtet werden konnten. Die Flexibilität der Nominallöhne nach unten könnte durchaus zunehmen, wenn die durchschnittlichen Inflationsraten über einen längeren Zeitraum hinweg nahe bei null liegen. Relativiert wird die Bedeutung einer Starrheit der Nominallöhne nach unten ferner dadurch, daß die Lohnstückkosten selbst bei unveränderten Löhnen sinken können, sofern die Produktivität steigt.

... nicht überzubewerten

Bislang gibt es auch keinen Aufschluß darüber, ob und gegebenenfalls in welchem Ausmaß die Geldpolitik bei sinkenden Preisen an Wirksamkeit einbüßt, weil die nominalen Zinssätze nicht negativ werden können. Die erwarteten realen langfristigen Zinssätze sind im Rahmen des monetären Transmissionsmechanismus wohl von größerer Bedeutung als die tatsächlichen realen kurzfristigen Zinsen. Ein Preisverfall dürfte, wie oben erörtert, daher nur dann bedenklich sein, wenn er so lange anhält, daß auch für die Zukunft mit sinkenden Preisen gerechnet wird. Überdies beeinflußt die Geldpolitik die Gesamtnachfrage nicht allein über das reale Zinsniveau, sondern auch über den Wechselkurs und die Verfügbarkeit von

Untere Grenze der nominalen Zinssätze bei null

Kredit. So kann die Rückführung der kurzfristigen Nominalzinsen auf null durchaus ausreichen, um auf dem Weg über eine Abwertung der Währung die Nachfrage zu beleben – vorausgesetzt natürlich, daß sich nur einzelne Länder dieser Strategie bedienen. Auch geldpolitische Maßnahmen, die auf eine weniger restriktive Kreditvergabe zielen, dürften sich selbst dann als effektiv erweisen, wenn die Nominalzinsen nahe bei null liegen.

Ein anhaltend sinkendes Preisniveau stellt allerdings ein gravierendes Problem dar, soweit auch die Preise von Vermögenswerten betroffen sind. Eine besondere Schwierigkeit sind in diesem Zusammenhang Rückgänge bei den Preisen von Vermögenswerten, die als Sicherheiten für Bankkredite dienen. Da zwischen realen Zinsen und den Preisen von Vermögenswerten ein negativer Zusammenhang besteht, könnte ein Anstieg der realen Zinsen aufgrund einer deflationären Entwicklung den Wert von Sicherheiten stark beeinträchtigen und so zu einer Verschärfung der Kreditkonditionen führen, die die kontraktiven Tendenzen möglicherweise zusätzlich verstärkt. Wie die jüngsten Erfahrungen in Japan vermuten lassen, wo der Preisverfall von Vermögenswerten seit Anfang der neunziger Jahre das Bankensystem grundlegend geschwächt hat, beeinflußt ein Rückgang des Preisniveaus die Wirtschaftslage möglicherweise am stärksten durch seinen Effekt auf das Bankensystem.

## V. Turbulenzen an den Märkten für Vermögenswerte

### Schwerpunkte

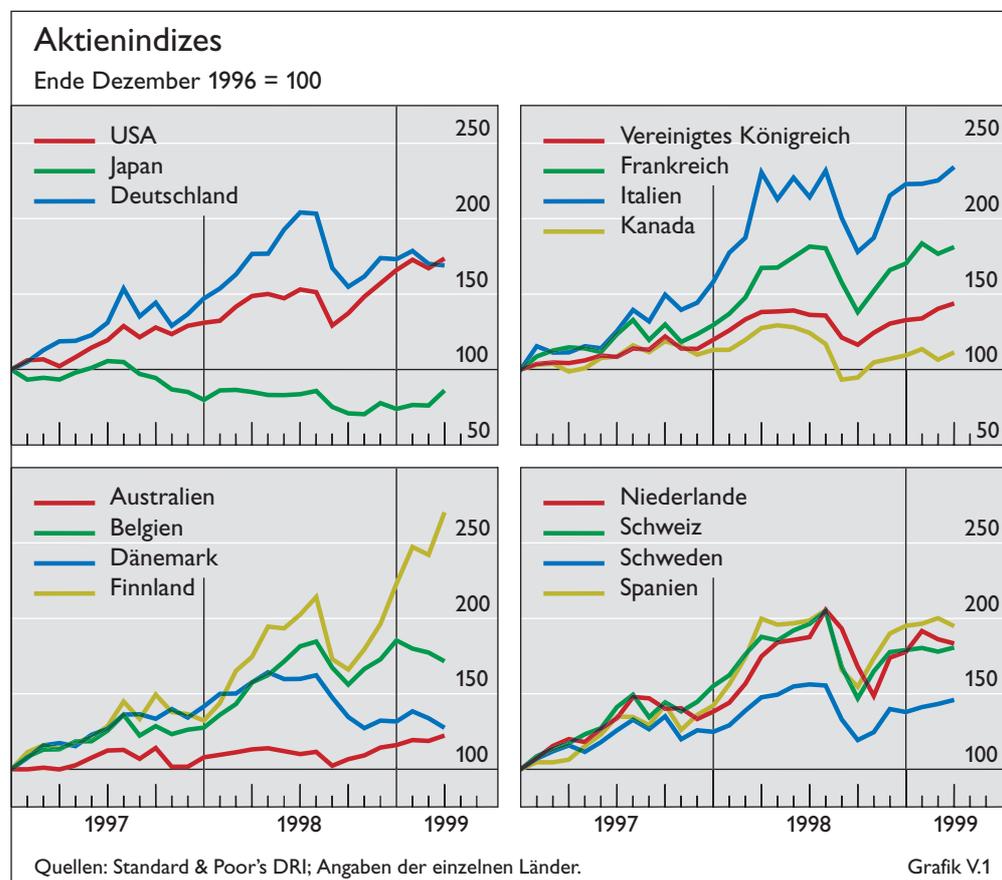
Einem Beobachter, dem nur Jahresdaten vorliegen, würde die Entwicklung in der Berichtsperiode als bloße Fortsetzung der Trends vorangegangener Jahre erscheinen. Im Vergleich zum Jahresanfang 1998 erreichten die lebhaften Aktienmärkte in der Mehrzahl der Industrieländer neue Rekorde, die Staatsanleiherenditen gaben weiter nach, und die Immobilienpreise setzten ihre Aufwärtsentwicklung fort. Kaum etwas in diesem Bild deutet darauf hin, daß die prägenden Ereignisse der Berichtsperiode in den beiden Monaten nach der Bekanntgabe des russischen Schuldenmatoriums Mitte August 1998 stattfanden. Während dieses kurzen Zeitraums waren die Finanzmärkte weltweit außerordentlich starken Anspannungen ausgesetzt, was Marktteilnehmer und Wirtschaftspolitiker befürchten ließ, ein Zusammenbruch des Finanzsystems stünde unmittelbar bevor. Da die Anleger offenbar fast jede Art von Risiko scheuten, versiegte die Liquidität sowohl an den Finanzmärkten der Industrieländer als auch an denen der aufstrebenden Volkswirtschaften, und viele potentielle Kreditnehmer erhielten selbst zu extrem hohen Zinssätzen keine Finanzmittel. Die Preise aller Kategorien von Vermögenswerten, mit Ausnahme der Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer, gaben nach, und der Wertpapierabsatz kam zum Stillstand. Ebenso bemerkenswert sind jedoch die Erholung der Aktienkurse in den meisten Ländern seit November 1998 sowie die relative Ruhe, die sich an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere wieder eingestellt hat. Die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten in den Industrieländern und die mit der aktuellen Bewertung der Aktienmärkte zusammenhängenden Fragen werden im ersten Teil dieses Kapitels diskutiert.

Die Ereignisse des vergangenen Jahres – so ungewöhnlich ihr Ausmaß auch war – könnten durchaus als natürliche Begleiterscheinung der modernen Finanzlandschaft angesehen werden, wie sie sich durch den gemeinsamen Einfluß von Innovation und Liberalisierung entwickelt hat. Größere und komplexere Finanzmärkte sind bei der Allokation von Kapital und Risiko effizienter, sie sind aber potentiell auch stärkeren Turbulenzen ausgesetzt, da sich Spannungen schneller denn je zuvor über zunehmend integrierte Marktsegmente ausbreiten können. Anhand der Erfahrungen der jüngsten Finanzmarkturbulenzen werden im zweiten Teil dieses Kapitels einige besondere Kennzeichen von Finanzmärkten in Phasen der Anspannung betrachtet.

### Entwicklung an den Märkten für Vermögenswerte in den Industrieländern

Die seit langem etablierten Finanzmärkte (mit Ausnahme Japans) hatten gegenüber den Turbulenzen, von denen Südostasien im Jahr 1997 erfaßt worden war,

eine beträchtliche Widerstandsfähigkeit gezeigt. Anfang 1998 schien es, daß es außer dem Vergleich mit den in der Vergangenheit beobachteten Bewertungsrelationen kaum etwas gab, das den Aufwärtstrend der Preise von Finanzaktiva gefährden könnte. Der ausgeprägte Rückgang der Nachfrage in Asien wurde als nützliche Bremse der Preisauftriebstendenzen in Nordamerika gesehen, wo mit einer sehr lebhaften inländischen Nachfrage gerechnet wurde. Die Finanzmärkte in Europa antizipierten bereits die potentiellen Vorteile der Einführung einer einheitlichen Währung, als die Unsicherheit über die anfängliche Zusammensetzung des Euro-Raums noch nicht vollständig ausgeräumt war. Da die Aktienkurse verlorenes Terrain wiedergutmachten und ihre früheren Höchstwerte übertrafen, blieb als einzige Spur der Korrektur vom Oktober 1997 nur eine gewisse Unsicherheit, denn die Volatilität war weiterhin relativ hoch. Dieser Zustand der Selbstzufriedenheit wurde mit einem Male erschüttert, als Rußland ein Moratorium für einen Teil seiner Rubel-Schulden verhängte. Diese Ankündigung wirkte wie ein Katalysator und führte bei den Marktteilnehmern zu einer umfassenden Überprüfung ihrer Erwartungen. Auf diese Weise wurde eine Kettenreaktion ausgelöst, die rasch praktisch alle Marktsegmente erfaßte und in vielen Fällen sogar deren Funktionsfähigkeit beeinträchtigte. Die Lockerung der geldpolitischen Bedingungen in der Mehrzahl der wichtigsten Volkswirtschaften ermöglichte ab Oktober 1998 eine allmähliche Entspannung; zuvor jedoch war es bereits zu Befürchtungen hinsichtlich der Ertragskraft und zeitweise auch hinsichtlich der Überlebensfähigkeit wichtiger Finanzintermediäre gekommen.



## Aktienmärkte

Von der wichtigen Ausnahme Japans abgesehen, setzten die Aktienkurse ihren Trend zu immer neuen Höhenrekorden bis Mitte 1998 fort. An den meisten größeren Finanzmärkten wurde dieser Trend Mitte Juli unterbrochen, weil negative Auswirkungen der Finanzkrise in Asien auf die Unternehmensgewinne befürchtet wurden. Die geänderte Risikobeurteilung durch die Marktteilnehmer im Gefolge des russischen Schuldenmoratoriums drückte zusätzlich auf die Kurse, so daß die wichtigsten Aktienindizes von Mitte Juli bis zur ersten Oktoberwoche um 20–40% nachgaben; dies waren die größten Rückschläge für die Aktienbörsen seit 1987. In Kontinentaleuropa war der Kursrückgang besonders dramatisch. Hier spielten möglicherweise die engen wirtschaftlichen Beziehungen zu Rußland und der gleichzeitige Eindruck einer Abschwächung der Konjunktur eine Rolle. Während des vierten Quartals 1998 erholten sich die Aktienmärkte in allen größeren Volkswirtschaften, und die Kurse erreichten in vielen Fällen wieder ihr Niveau vom Frühsommer. Zwar wurde die Kurserholung durch die Lockerung der Geldpolitik in den USA und in Europa unterstützt, wenn auch nur in Form eines Signals der Bereitschaft von seiten der Zentralbanken, den Gefahren von Finanzmarkt-turbulenzen zu begegnen; das Tempo, mit dem sich die Kurse dann erholten, überraschte jedoch viele Beobachter. Besonders deutlich war die Erholung in den USA, wo die Aktienbörse zum Jahresende mit Rekordwerten schloß. Dagegen drückte die anhaltende Rezession in Japan fast während der gesamten Berichtsperiode weiter auf die Aktienkurse. Im ersten Quartal 1999 förderte ein Kursanstieg bei den Bankaktien, der auf das erhöhte Vertrauen der Anleger in die geplante Sanierung des Bankensektors zurückzuführen war, eine begrenzte Erholung der japanischen Aktienkurse.

Deutliche Kursrückgänge im Herbst ...

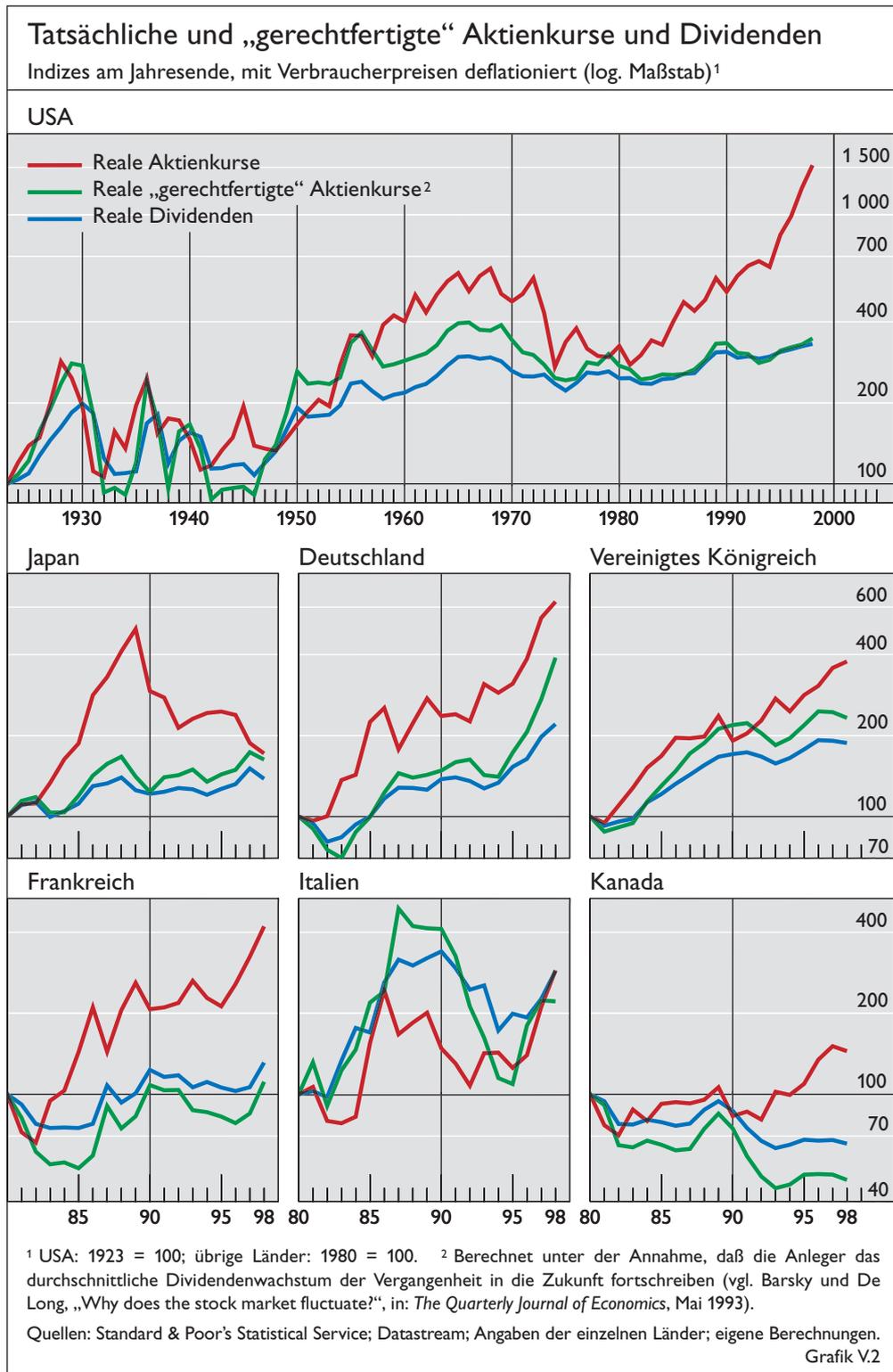
... mit späterer Umkehr

Das aktuelle Kursniveau an den Aktienmärkten gibt möglicherweise Anlaß zur Sorge, zumindest wenn man die in der Vergangenheit angewandten

Wertkennzahlen von Aktienkursen <sup>1</sup>								
	Dividendenrendite				Kurs/Gewinn-Verhältnis <sup>2</sup>			
	Tiefstwert		Durchschnitt	März 1999 <sup>3</sup>	Spitzenwert		Durchschnitt	März 1999 <sup>3</sup>
	Niveau	Jahr			Niveau	Jahr		
USA	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Japan	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Deutschland	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
Frankreich	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italien	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Vereinigtes Königreich	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Kanada	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Niederlande	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Belgien	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Schweiz	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Schweden	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

<sup>1</sup> Seit 1973; auf der Basis von Tagesdaten. <sup>2</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). <sup>3</sup> Monatsendstand.

Quelle: Datastream. Tabelle V.1



Aktuelles Kursniveau schwierig zu erklären durch historische Vergleichsmaßstäbe ...

Bewertungsmaßstäbe anlegt. Die Dividendenrenditen sind in den meisten G10-Ländern seit Anfang der achtziger Jahre dem Trend nach gefallen, da die Aktienkurse schneller gestiegen sind als die Dividendenzahlungen. Außer in Japan, Italien und Schweden liegen die Dividendenrenditen derzeit überall nahe ihren Tiefstwerten, und im Vereinigten Königreich und in den USA haben sie sogar historische Tiefstände erreicht (Tabelle V.1). Geht man davon aus, daß

die Dividenden weiterhin entsprechend ihren bisherigen durchschnittlichen Zuwachsraten steigen, würde das allgemein niedrige Niveau der Dividendenrenditen bedeuten, daß viele Aktienmärkte derzeit überbewertet sind. In den USA ist die Anfang der achtziger Jahre begonnene Aktienhausse jener der fünfziger und sechziger Jahre vergleichbar, die ebenfalls von sinkenden Dividendenrenditen gekennzeichnet war. Damals endete der lang andauernde Kursanstieg am Aktienmarkt mit einem scharfen Rückgang der Aktienkurse nach dem ersten großen Ölpreisschock im Jahr 1973.

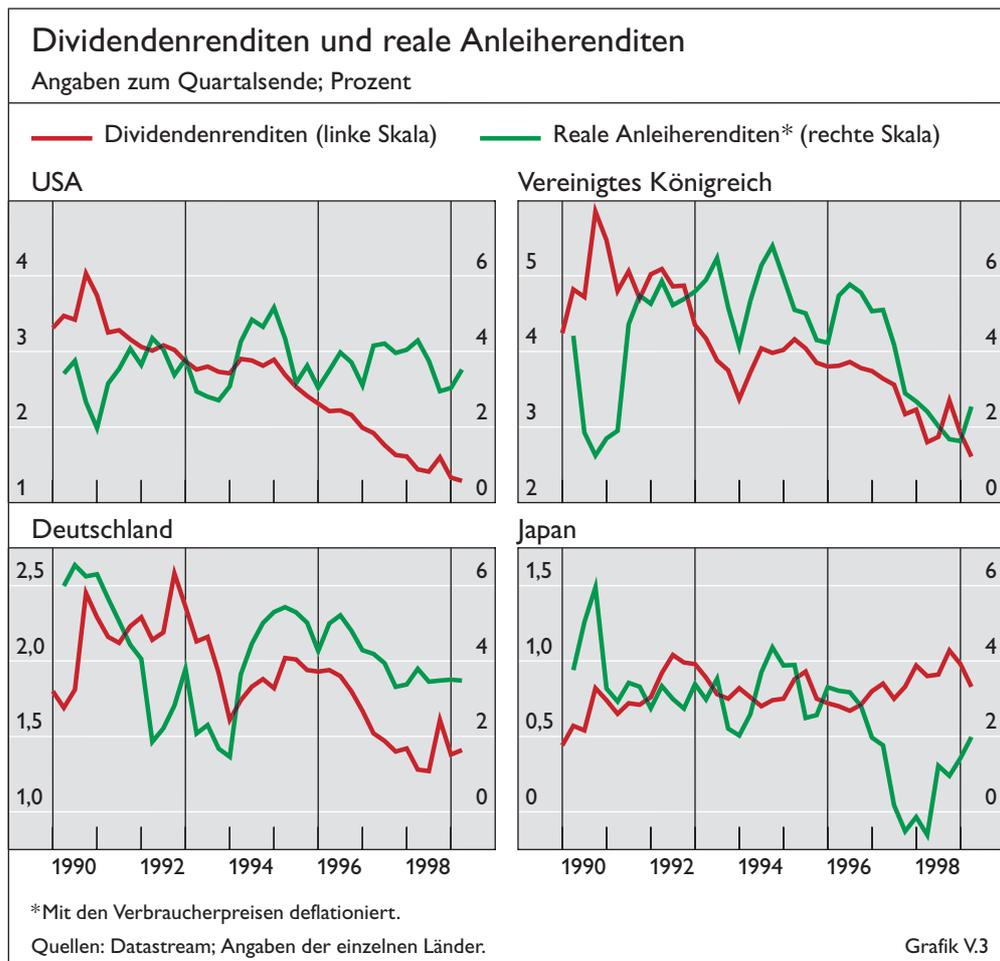
Ein anhaltender Rückgang der Dividendenrenditen wäre mit Erwartungen einer dauerhaften Erhöhung der Wachstumsrate der realen Dividenden in der Zukunft vereinbar. Wenn die Anleger die jüngsten Wachstumsraten der Dividenden fortschreiben, könnte die starke Zunahme der Dividenden im Vereinigten Königreich seit Mitte der achtziger Jahre und in Deutschland seit Mitte der neunziger Jahre möglicherweise ein Grund für den sogar noch stärkeren Anstieg der Aktienkurse in diesen Ländern sein. Allerdings lassen sich mit dieser These die aktuellen Bewertungen nur zum Teil erklären, da die auf dieser Basis „gerechtfertigten“ Kurszuwächse hinter der tatsächlichen Kursentwicklung zurückbleiben (Grafik V.2). Auch kann diese These nicht die weltweite Stärke der Aktienmärkte erklären, da das Dividendenwachstum in Ländern wie z.B. den USA und Frankreich in letzter Zeit relativ bescheiden und in Kanada sogar rückläufig war. Ein weiterer Grund, einen unmittelbar bevorstehenden Anstieg der Dividendenzahlungen zu erwarten, könnte das starke Wachstum der Unternehmensgewinne über einen längeren Zeitraum hinweg sein. Allerdings ist Deutschland das einzige Land, in dem das Wachstum der Unternehmensgewinne das der Dividendenzahlungen seit 1980 übertroffen hat. In den USA und in Frankreich sind die realen Unternehmensgewinne je Aktie in ungefähr dem gleichen Tempo gestiegen wie die realen Dividenden, während sie in den anderen G10-Ländern hinter dem Dividendenwachstum zurückgeblieben sind (Tabelle V.2). Die jüngst verzeichnete Zunahme

... oder durch die jüngsten Trends ...

Reale Dividenden und realer Gewinn je Aktie <sup>1</sup>				
	Reale Dividende	Realer Gewinn je Aktie		Implizites künftiges Gewinn- wachstum <sup>3</sup>
	Durchschnittliches Wachstum auf Jahresrate hochgerechnet			
	1980–98	seit dem letzten Tiefstwert <sup>2</sup>		
USA	1,6	1,6	8,6	8,3
Japan	0,0	–2,1	–	7,0
Deutschland	4,5	5,2	8,8	8,3
Frankreich	2,7	2,7	7,1	7,9
Italien	6,0	–0,2	7,6	7,5
Vereinigtes Königreich	3,3	1,4	5,3	6,6
Kanada	–2,3	–5,6 <sup>4</sup>	2,7 <sup>4</sup>	9,3

<sup>1</sup> Mit dem Verbraucherpreisindex deflationiert. <sup>2</sup> Gilt nicht für Japan, da der Tiefstwert im Jahr 1998 erreicht wurde. <sup>3</sup> Erwartetes permanentes jährliches Gewinnwachstum, das sich aus dem Kurs/Gewinn-Verhältnis und dem langfristigen realen Zinssatz vom März 1999 ergibt, ausgehend von einer Aktienrisikoprämie von 5%. <sup>4</sup> Ohne 1991–94, als die Gewinne abschreibungsbedingt außergewöhnlich niedrig waren.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle V.2



der Aktienrückkäufe schließlich – oftmals ein Ersatz für Dividendenzahlungen – könnte ebenfalls ein Grund sein, warum unterdurchschnittliche Dividendenerträge kein Anzeichen für eine Überbewertung des Aktienmarktes sein müssen. Allerdings beeinflussen Aktienrückkäufe, die in Frankreich, Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den USA besonders ausgeprägt waren, nicht notwendigerweise das aktuelle Kurs/Gewinn-Verhältnis; dieses liegt an allen Börsen jeweils deutlich über dem historischen Durchschnitt (Tabelle V.1).

Eine plausible Erklärung für die Kombination aus niedriger Dividendenrendite und hohem Kurs/Gewinn-Verhältnis an vielen Märkten könnte sein, daß die Anleger mit einem überdurchschnittlichen Wachstum der Unternehmensgewinne rechnen. In der Tat könnte argumentiert werden, daß die rasche Einführung neuer Technologien die Effizienz der Unternehmen erhöht hat. Ausgehend von der Annahme, daß die Anleger eine dauerhafte Veränderung der Ertragskraft der Unternehmen erwarten, wird in der letzten Spalte von Tabelle V.2 das künftige Gewinnwachstum berechnet, das sich im März 1999 für die G7-Länder aus dem jeweiligen Kurs/Gewinn-Verhältnis und den langfristigen Zinsen ergab. Diese impliziten Wachstumsraten der Gewinne ähneln im allgemeinen den nach dem vorangegangenen Tiefpunkt gemessenen Raten, liegen aber um ein Vielfaches höher als der jeweilige historische Durchschnitt. Ob solche Erwartungen angemessen sind, hängt teilweise davon ab, ob das beschleunigte Tempo des Produktivitätswachstums längerfristig aufrechterhalten werden kann.

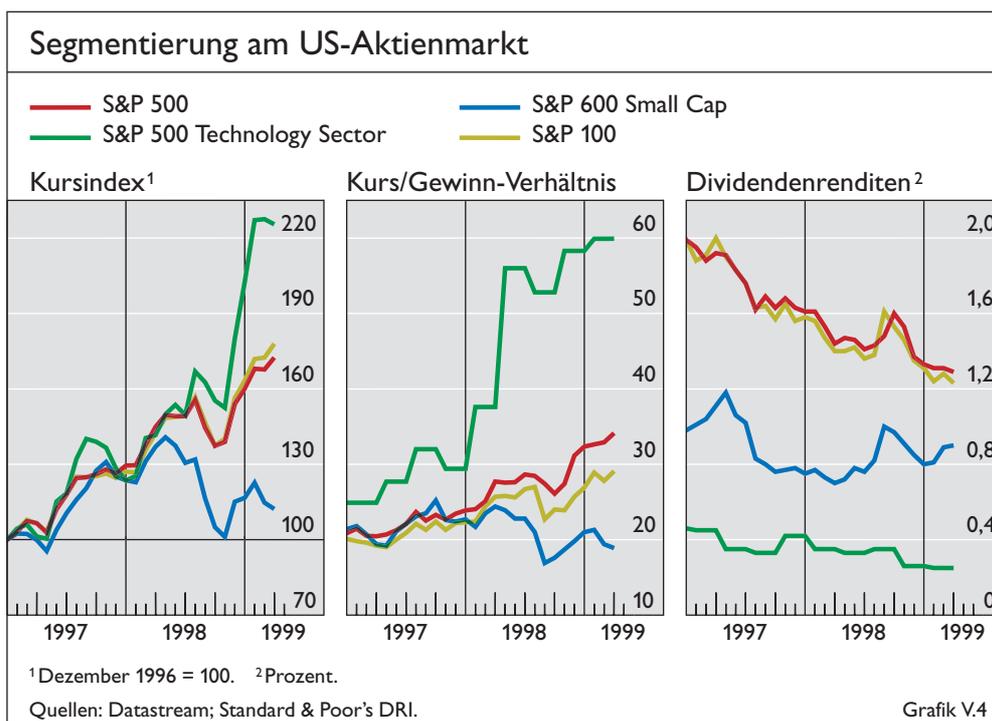
... wegen Hinweisen auf eine Beschleunigung des Gewinnwachstums ...

Der oben skizzierte Ansatz überzeichnet möglicherweise die erwartete Gewinnwachstumsrate insoweit, als die Anleger einen weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze antizipieren. Tatsächlich war der Rückgang der Realzinsen in vielen Ländern während der vergangenen vier Jahre ein wichtiger Grund für die anhaltend niedrigen Dividendenrenditen (Grafik V.3). Allerdings scheint dies auf die USA nicht zuzutreffen. Dort sind die Dividendenrenditen im selben Zeitraum um die Hälfte zurückgegangen, während sich die realen Anleiherenditen weitgehend konstant um rund 3,5% bewegten. Dies ist möglicherweise ein Anzeichen dafür, daß sich die von den Anlegern verlangte Prämie für das mit dem Aktienbestand verbundene höhere Risiko verringert hat. Ein solcher Rückgang könnte die Auffassung widerspiegeln, daß künftige Rezessionen aufgrund einer angemesseneren Fiskal- und Geldpolitik weniger wahrscheinlich sein bzw. nicht so schwerwiegend ausfallen werden.

... oder einen dauerhaften Rückgang der verlangten Renditen

Hinter der aktuellen aggregierten Bewertung des US-Aktienmarktes verbergen sich deutliche Unterschiede in der Entwicklung der verschiedenen Branchen. Aktien aus dem weiten Bereich der Informationsverarbeitungs- und Kommunikationstechnologie haben sich spektakulär besser entwickelt als der Index des Gesamtmarktes (Grafik V.4). Der bemerkenswerte Erfolg vieler Unternehmen dieser Branche bei der Eigenkapitalbeschaffung am offenen Kapitalmarkt hat die Aktivität auf dem Primärmarkt kräftig angeregt, und oft konnten die Aktien unmittelbar nach ihrer Einführung einen enormen Kursanstieg verzeichnen. Dies könnte als Anzeichen für ein Umdenken in bezug auf die Art der Außenfinanzierung gesehen werden: Dabei übernimmt die Eigenkapitalbeschaffung am offenen Kapitalmarkt bei der Finanzierung hochriskanter, aber potentiell sehr profitabler Unternehmen die Rolle, die früher individuelle Kapitalbeteiligungen spielten. Insgesamt dürften die Bewertungen auf der Basis der aktuellen Unternehmensgewinne im Technologiesektor somit zwar verglichen mit den langjährigen

Segmentierung des US-Marktes



Kennzahlen ungewöhnlich hoch erscheinen; dieser Eindruck wird jedoch relativiert, wenn man die Erwartungen einer höheren künftigen Ertragskraft, wie sie typischerweise bei Unternehmen reiferer Sektoren auftritt, berücksichtigt.

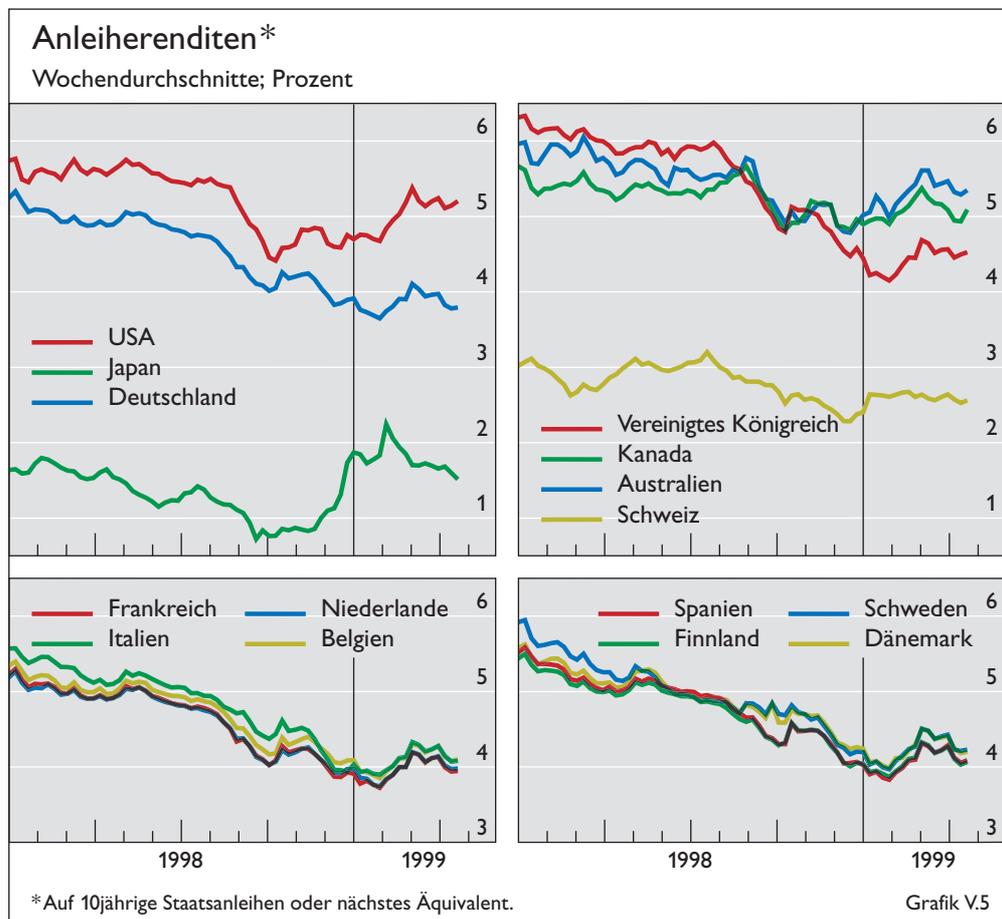
### Anleihemärkte

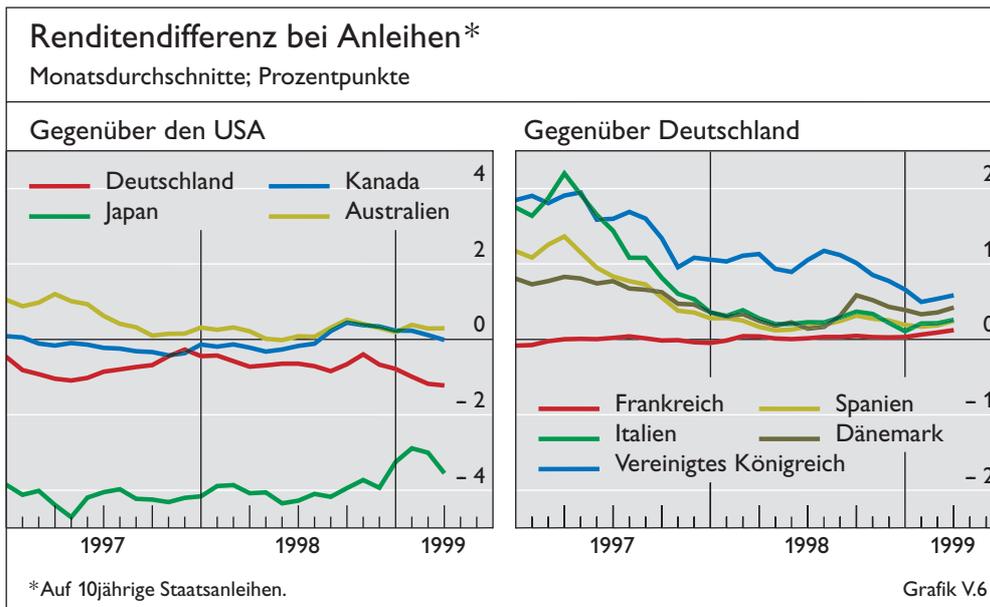
Tendenzieller Rückgang der Anleiherenditen ...

Im ersten Halbjahr 1998 gingen die langfristigen Zinsen in den Industrieländern weiter zurück und fielen in den meisten Fällen unter die 5%-Marke. Dieser Trend wurde von der moderaten Preisentwicklung, der akkommodierenden Geldpolitik und dem Vertrauen in die Aussichten für die Währungsunion in Europa beeinflusst (Grafik V.5). Es gab kaum Vorboten der bevorstehenden Turbulenzen an den Finanzmärkten. Die historischen und impliziten Indikatoren für die Volatilität der Anleiherenditen hatten im Juli in allen Ländern – Japan ausgenommen – annähernd oder tatsächlich einen Tiefstand erreicht. Niedrige Aufschläge für das Kreditrisiko bei Schuldtiteln aus den USA oder Europa – insbesondere bei solchen von Unternehmen mit geringerer Bonität – deuteten ein Jahr nach Beginn der Asien-Krise auf eine gewisse Nachlässigkeit der Marktteilnehmer gegenüber dem Risiko hin. Dies zeigte sich auch an dem anhaltenden Zufluß von privaten Finanzmitteln in die aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb Asiens (s. Kapitel III).

... im August beschleunigt ...

Die plötzliche Umkehr der Markteinschätzung infolge des russischen Schuldenmatoriums erschütterte die trendmäßige Konvergenz der langfristigen Zinssätze, die die seit langem etablierten Finanzmärkte seit Ende 1994 charakterisiert hatte. Das Bestreben der Anleger, den Turbulenzen durch Umschichtungen





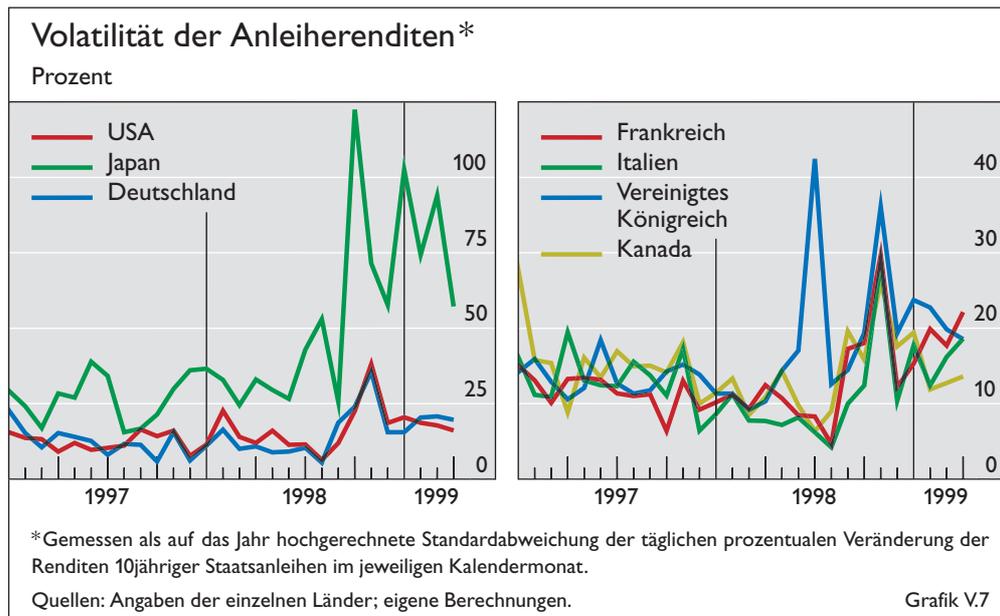
in traditionell sichere Häfen zu entkommen, beschleunigte den Abwärtstrend der Zinsen von langfristigen Staatsanleihen. Dabei gab es jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Da die Zinssätze in den USA und in Deutschland weiter nachgaben, weiteten sich die Renditendifferenzen bei Anleihen gegenüber diesen Ländern aus. Innerhalb des künftigen Euro-Gebiets war die Ausweitung der Zinsabstände hingegen vergleichsweise schwächer ausgeprägt (Grafik V.6).

Die allgemeine Flucht in die Qualität erreichte in der letzten Septemberwoche und Anfang Oktober ihren Höhepunkt. Der Anstieg der historischen und impliziten Volatilität der Anleiherenditen erwies sich im nachhinein als gerechtfertigt, als sich die internationalen Anleiherenditen im Oktober in den meisten Ländern wieder sprunghaft erhöhten (Grafik V.7). Dies war u.a. darauf zurückzuführen, daß sich die Anleger entschlossen hatten, ihre internationalen Engagements zu verringern. Ein Beispiel hierfür war die Auflösung von Yen-Zinsdifferenzgeschäften („carry trades“) auf breiter Basis, die zu dem plötzlichen Anstieg des Yen Anfang Oktober beitrug (s. Kapitel VI). Noch stärker wurde der Markt in Unruhe versetzt, als Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation ihre liquiden sowie ihre außerbilanziellen Positionen auflösten, weil sie Nachschüsse leisten mußten, als die Preise von Vermögenswerten nach unten sackten.

Da in den einzelnen Ländern sowohl die Konjunkturlage als auch die Reagibilität gegenüber Verlusten in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterschiedlich waren, verlief die Entwicklung der langfristigen Zinsen weit weniger synchron, als die Referenzzinssätze nach der Krise wieder anstiegen. In den USA führte die hohe Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten vor dem Hintergrund einer robusten Konjunktur tendenziell zu einer Verschärfung des Renditenanstiegs nach Oktober 1998. Demgegenüber änderten sich die Renditen und die Zinsabstände in Europa weit weniger. Dies lag teilweise daran, daß sich ein schwächerer Gang der Konjunktur als ursprünglich erwartet abzeichnete, wurde aber auch dadurch begünstigt, daß von den Banken, die im Finanzintermediationsprozeß auf dem europäischen Kontinent traditionell eine

... aber im Oktober unterbrochen

Weiterhin konjunkturelle Unterschiede ...



wichtige Rolle spielen, eine abfedernde Wirkung ausging. Im Euro-Gebiet war daher erst im ersten Quartal 1999 eine Umkehr der Renditenentwicklung zu verzeichnen. Anders war die Lage wiederum in Japan. Dort führten die Pläne der Regierung für eine fiskalische Stimulierung und für die Rekapitalisierung der Banken zur Jahreswende dazu, daß die Renditenstrukturkurve erheblich steiler wurde, als das Finanzministerium und die Bank of Japan ihren Kurs vorübergehend änderten, um den Kauf und die Verwendung langfristiger Staatsanleihen durch die Bank of Japan zu beschränken.

... bei Beruhigung der Marktlage

Bei dem graduellen Rückgang der Zinsabstände zwischen Mitte Oktober und Ende November auf das Niveau von vor der Krise zeigte sich, daß sich das Vertrauen der Marktteilnehmer auf ungleichmäßige Weise erholte. Die Volatilitätskennzahlen gingen deutlich zurück, obwohl sie im Vergleich zum ersten Halbjahr weiterhin auf hohem Niveau lagen. Von großer Bedeutung waren in vielen Fällen geldpolitische Maßnahmen, die wieder mehr Liquidität bereitstellten und die Marktteilnehmer überzeugten, daß die Anleihekurse auf den Weltfinanzmärkten im großen und ganzen wieder besser den Fundamentaldaten entsprachen. In Europa und den USA reagierten die Märkte positiv auf die zeitliche Abfolge der geldpolitischen Maßnahmen im Verlauf der Krise. Auf ähnliche Weise signalisierte die Einigung auf ein Wirtschaftsprogramm für Brasilien den Willen der internationalen Gemeinschaft, Ansteckungseffekte im Zaum zu halten. So trug sie dazu bei, die Befürchtungen der Anleger zu zerstreuen, daß sich die Finanzkrise in den aufstrebenden Volkswirtschaften verschärfen könnte.

#### Immobilienmärkte

Weitere Erholung der Immobilienpreise

Die meisten Industrieländer verzeichneten 1998 einen Anstieg der Immobilienpreise. Allerdings liegen die aktuellen inflationsbereinigten Preise in manchen Ländern unter den Höchstwerten aus der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Die Preissteigerungen bei Wohneigentum waren in den nordischen Ländern, im Vereinigten Königreich und in Irland am ausgeprägtesten, während der Marktwert

Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise								
	Nominale Preise				Inflationsbereinigte Preise			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Index, 1994 = 100								
Preise für Wohnbauten								
USA	101	106	113	119	99	100	104	108
Japan <sup>1</sup>	97	96	94	91	97	96	93	89
Deutschland <sup>2</sup>	99	99	94	89	97	96	89	84
Frankreich	100	101	102	105	98	98	97	100
Italien	101	98	93	94	96	90	83	83
Vereinigtes Königreich	101	104	114	127	97	99	104	112
Kanada	95	95	98	97	93	92	93	91
Spanien	104	105	107	112	99	97	97	100
Niederlande	104	114	125	133	102	110	118	123
Australien	101	102	106	114	97	95	99	105
Schweiz	95	90	85	85	94	88	83	82
Belgien	105	109	114	116	103	106	108	109
Schweden	100	101	107	118	98	98	104	114
Dänemark	108	119	133	143	105	114	124	132
Norwegen	108	117	127	139	105	112	119	127
Finnland	96	102	119	132	96	100	116	126
Irland	107	120	139	171	105	115	132	158
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten								
New York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokio <sup>1</sup>	83	72	66	59	83	72	65	58
Frankfurt	97	97	97	105	95	94	92	98
Paris	89	83	88	102	88	80	83	96
Mailand	100	91	88	111	95	84	79	98
London	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto <sup>3</sup>	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sydney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zürich	99	90	87	84	97	88	84	81
Brüssel	100	106	109	109	99	102	104	103
Stockholm	129	137	163	185	126	133	158	179
Kopenhagen	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublin	112	134	169	241	109	128	160	222

Anmerkung: Die Angaben für die Niederlande, Belgien und Dänemark für 1998 sind vorläufig.  
<sup>1</sup> Grundstückspreise. <sup>2</sup> In vier großen Städten. <sup>3</sup> Preisindex für Büroraum in Ontario.  
Quellen: National Association of Realtors; Frank Russell Canada Limited; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Investment Property Databank Ltd; Wüest & Partner; weitere private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder.  
Tabelle V.3

in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern lediglich mit der allgemeinen Preisentwicklung Schritt hielt. In Japan setzte sich der Rückgang der Grundstückspreise gegenüber dem Höchststand im Jahr 1990 allmählich, aber stetig fort. Die

Preise für Wohneigentum liegen derzeit um 30% unter diesem Höchststand, während die Preise der stärker betroffenen gewerblichen Immobilien nur noch gut ein Viertel ihres früheren Höchstwerts erreichen. Die – wenngleich geringfügige – Beschleunigung des Preisrückgangs bei den gewerblichen Immobilien in Japan im vergangenen Jahr hat erneut Befürchtungen ausgelöst, die Überwindung der Rezession könnte sich wegen der Abhängigkeit der Bankbilanzen von den Immobilienpreisen schwieriger gestalten als erwartet. Außerhalb Japans entwickelten sich die Preise für gewerbliche Immobilien im allgemeinen lebhafter. In vielen Städten wiesen sie zweistellige Zuwachsraten auf und markierten damit oftmals die Umkehr eines zuletzt rückläufigen Trends. Die starke Nachfrage nach Büroraum hat zusammen mit dem in jüngster Zeit relativ geringen Angebot an Neubauten solche Preiszuwächse begünstigt.

Obwohl die soliden makroökonomischen Fundamentaldaten dem Markt Auftrieb verliehen, blieben auch die Immobilienunternehmen von den Finanzmarkturbulenzen während der zweiten Jahreshälfte 1998 nicht verschont. Am US-Markt stiegen die Aufschläge für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere im August auf das Doppelte, weil die Anleger eine höhere Risikoabgeltung verlangten, und im dritten Quartal gingen die Neuemissionen drastisch zurück. Die Verschärfung der Kreditstandards sowie der Konditionen für neue Kredite seitens der Banken erschwerte es den Immobilienanlegern darüber hinaus, Finanzmittel für neue Geschäfte aufzunehmen. Trotz der dämpfenden Wirkung, die von diesen Faktoren ausging, stiegen die Preise für gewerbliche Immobilien in New York im Jahr 1998 um 20%.

### Kennzeichen angespannter Finanzmärkte

Die meisten Finanzkontrakte stellen eine Form intertemporaler Vermögensübertragung dar. Deshalb sind Finanzmarkttransaktionen besonders anfällig gegenüber Änderungen der Zukunftserwartungen und des Vertrauens der Marktteilnehmer in den Marktprozeß. Dieses Vertrauen wird während Phasen einer verbesserten Gewinnsituation oftmals gestärkt, wenn der Konkurrenzdruck die Risikobereitschaft fördert; durch Ereignisse, die die vorherrschende Risikobeurteilung in Frage stellen, kann es allerdings erschüttert werden. Nach solchen Vorkommnissen schwindet die Zuversicht der Anleger; dies löst massive Wechselwirkungen zwischen ihrer Einschätzung der Kreditwürdigkeit der Schuldner einerseits und ihren Erwartungen hinsichtlich des Kontrahierungswillens der Geschäftspartner auf dem Sekundärmarkt andererseits aus. Dies wiederum führt zu einer atypischen Preisdynamik, die die Anspannungen auf dem Finanzmarkt weiter verschärfen kann, weil sich vorangegangene, auf normalen Marktbedingungen basierende Berechnungen des erforderlichen Eigenkapitals als falsch herausstellen und es zu einer Flucht in Sicherheit und Liquidität kommt. Gewiß sind solche Zyklen kein neues Phänomen, und die Geschichte der Finanzmärkte bietet viele Beispiele für Phasen der Euphorie, auf die solche der Ernüchterung folgten, und umgekehrt. Neu ist hingegen die größere Anfälligkeit der gegenwärtigen Finanzstruktur, die sich aus dem raschen Wachstum der Finanzmärkte und Akteure verbunden mit der erhöhten Komplexität und wechselseitigen Abhängigkeit, die die Beziehungen zwischen ihnen kennzeichnet, ergibt.

### Stimmungsänderungen bei den Anlegern

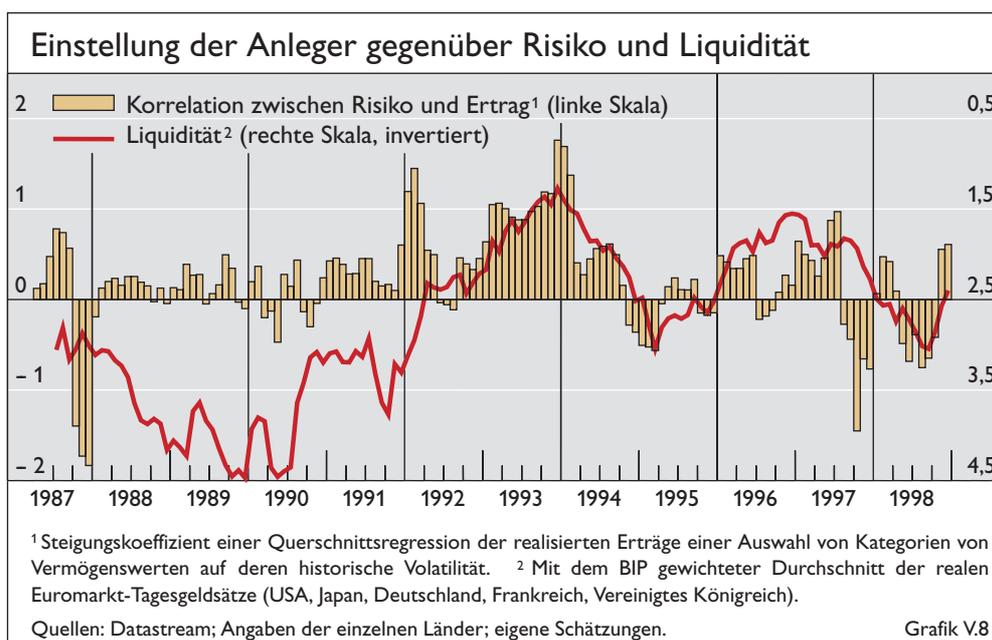
Das gleichzeitige Auftreten deutlich gesteigener Risiko- und Liquiditätsprämien und rückläufiger Emissionstätigkeit bei praktisch allen Wertpapierkategorien nach Bekanntgabe des russischen Moratoriums deutet auf eine starke Verringerung des Angebots an Risikokapital hin. Der geringfügige Anteil, den in Rubel denominated Wertpapiere in den Anlageportfolios weltweit ausmachten, steht allerdings in keinem Verhältnis zu der Tiefe und dem Ausmaß der Anspannungen, denen die seit langem etablierten Finanzmärkte ausgesetzt waren. Die Tragweite des Ereignisses erklärt sich daher eher aus seiner Katalysatorwirkung, denn das russische Moratorium hatte zur Folge, daß die Angemessenheit der damals vorherrschenden Risiko- und Ertragseinschätzung von Grund auf neu beurteilt wurde. Die Ankündigung wurde als grundlegende Kursänderung interpretiert, weil einseitig verkündete Zahlungseinstellungen souveräner Schuldner in der jüngeren Vergangenheit stets durch die Implementierung offizieller Stützungsprogramme vermieden werden konnten.

Geändertes  
Risikoverhalten ...

Die durchschnittliche Korrelation zwischen dem ex ante wahrgenommenen Risiko und dem ex post realisierten Ertrag für eine Auswahl verschiedener Finanzanlageformen kann als Indikator für die Risikobereitschaft der Anleger verwendet werden. Diese Beziehung ist in Phasen, in denen Risikoüberlegungen hinter das Streben der Anleger nach höheren Renditen zurücktreten, deutlich positiv. Während solcher Phasen stimuliert die verbesserte Stimmung der Anleger das Interesse an – gemessen an ihrer höheren Volatilität in der Vergangenheit – risikoreicheren Anlageformen. Weil die Preise aufgrund der erhöhten Nachfrage nach oben getrieben werden, steigen – wenn auch nur vorübergehend – die realisierten Erträge solcher Vermögenswerte überproportional. Umgekehrt sind die Erträge risikoreicherer Anlageformen am stärksten betroffen, wenn die Befürchtungen der Marktteilnehmer zur Flucht in sichere Anlagen führen (Grafik V.8).

... mit Auswirkungen  
auf die Preise von  
Vermögenswerten ...

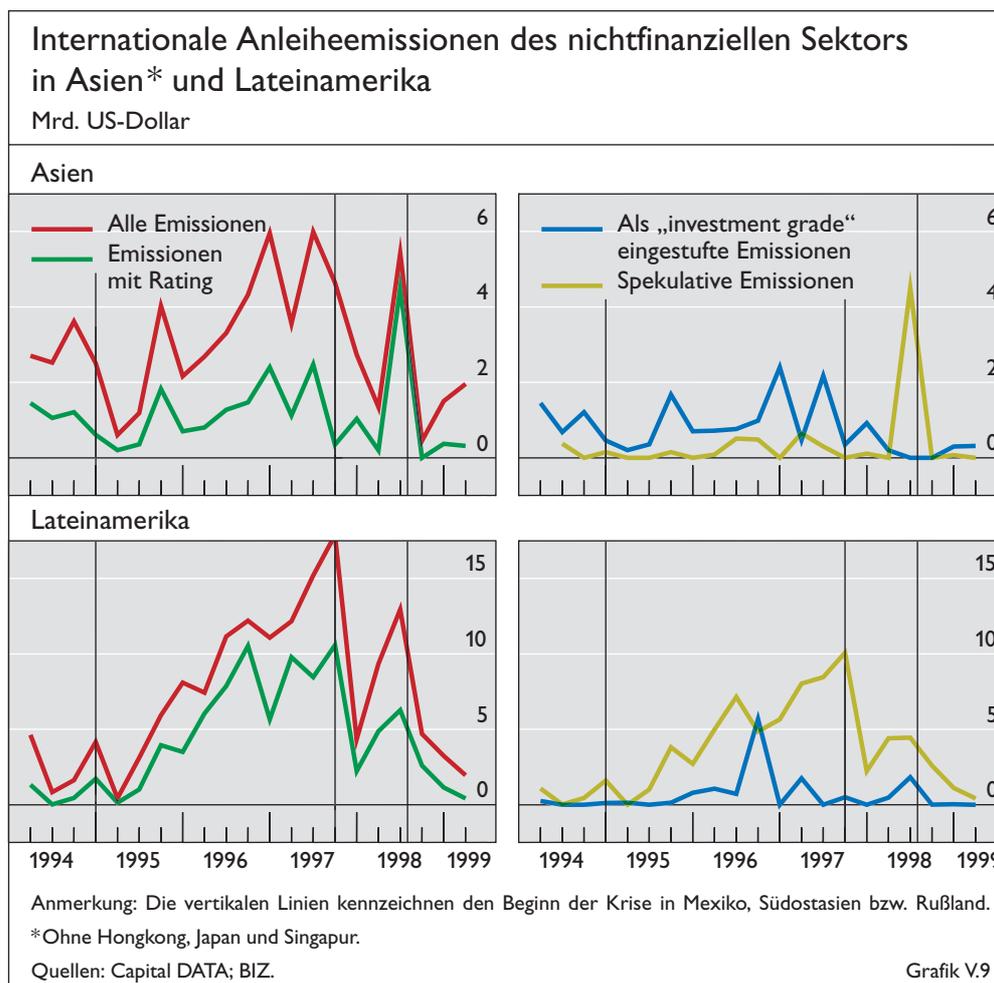
Eine abrupte Umkehr des Stimmungsindikators kann bei einer Reihe von Finanzmarkturbulenzen der letzten Jahre festgestellt werden, wie z.B. dem Ein-



bruch der Aktienmärkte 1987, den Anspannungen an den Anleihemärkten und der Krise in Mexiko in den Jahren 1994/95 sowie zuletzt der Krise in Asien 1997 und den Ereignissen des vergangenen Herbstes. Die offensichtlich gleichgerichtete Bewegung der Risikoeinstellung der Marktteilnehmer und der Geldmarktliquidität an wichtigen Finanzplätzen deutet darauf hin, daß das Streben der Anleger nach höheren Renditen oftmals durch günstige Fremdfinanzierungsmöglichkeiten verstärkt wird und häufig dann einen Dämpfer erhält, wenn sich diese Möglichkeiten nicht mehr bieten. Ebenso dürften ein niedriges Zinsniveau und der damit verbundene grundsätzlich positive Effekt auf den Kurswert der Portfolios die Anleger zu der offensichtlichen Vernachlässigung von Risiken ermutigen.

Die Gliederung nach Emittenten und das Absatzvolumen an den internationalen Anleihemärkten können ebenfalls als Beispiel dafür herangezogen werden, wie sich eine Umkehr der Risikoneigung der Anleger auf die allgemeine Verfügbarkeit von Risikokapital auswirkt. Eine größere Differenzierung beim Anstieg der externen Finanzierungskosten je nach Kreditwürdigkeit des Schuldners wäre ein erstes natürliches Anzeichen dafür, daß sich die Stimmung an den Märkten verschlechtert. Einige Nichtbankenschuldner könnten womöglich vollständig vom Finanzmarkt ausgeschlossen werden, und nur die kreditwürdigsten könnten dann noch neue Emissionen auf den Markt bringen. Diese Tendenzen werden möglicherweise dadurch noch verstärkt, daß sich auch die Refinanzierungskosten für die Banken ändern, die selbst den Wertpapiermarkt in Anspruch nehmen.

... und auf die  
Finanzströme



Grafik V.9 zeigt das vom nichtfinanziellen Sektor in Asien und Lateinamerika emittierte Anleihevolumen, gegliedert nach der Bonitätseinstufung. Im Zeitraum jeweils unmittelbar vor der Krise war im Jahr 1997 in Lateinamerika und im Jahr 1998 in beiden Regionen ein deutlicher Anstieg der Emissionen – zumeist Staatspapiere – mit einem Rating unterhalb von „investment grade“ zu verzeichnen. In dieser Hinsicht erscheinen die Krisen der beiden vergangenen Jahre als Korrekturen der spekulativen Übertreibungen und der übermäßig fremdfinanzierten Portfolios der vorangegangenen Perioden. Auf dem Höhepunkt der Turbulenzen schien die Differenzierung zwischen den einzelnen Emittenten weniger von der Krediteinstufung selbst abhängig zu sein als davon, ob eine solche überhaupt vorlag. In allen untersuchten Fällen wurde die Kreditrestriktion in erster Linie durch die deutliche Verringerung des Anteils der Emissionen ohne Rating erreicht. Nachdem Rußland seine Zahlungsunfähigkeit erklärt hatte, kam das Geschäft an den Märkten fast völlig zum Erliegen, so daß auch als „investment grade“ eingestufte Anleihen und spekulative Anleihen von den spürbar verschlechterten Kreditbedingungen betroffen waren. Insbesondere im privaten Nichtfinanzsektor wurden praktisch keine Emissionen mit Rating aufgelegt. Dieses Syndrom aufeinanderfolgender Phasen der Begeisterung und der Ernüchterung stützt die Ansicht, daß die Finanzkrise vom August 1998 überwiegend ein angebotsseitiges Phänomen war, da weniger Risikokapital bereitgestellt wurde und die Banken und Wertpapierhäuser potentielle Verluste fürchteten.

#### *Flucht in Qualität und Liquidität*

Der allgemeine Ausstieg aus risikoreicheren Anlageformen bei Turbulenzen an den Finanzmärkten hat seinen Ursprung normalerweise in wohlbegründeten Befürchtungen hinsichtlich der Kreditqualität, kann sich allerdings später zu einer Liquiditätskrise größeren Ausmaßes entwickeln. Daher ist genau zu unterscheiden zwischen geänderten Einschätzungen der Kreditwürdigkeit der Schuldner und allgemeineren Störungen, die das Funktionieren der Kreditmärkte selbst beeinträchtigen. Die Wechselwirkungen zwischen Kredit- und Liquiditätsrisiko hatten während der vergangenen zwei Jahre offenbar beträchtliche Auswirkungen auf die Abhängigkeit der Märkte voneinander sowie auf die Geschwindigkeit, mit der sich die Krisen ausbreiteten.

Einige Unregelmäßigkeiten der Preisbildung führen vor Augen, wie die normale Beziehung zwischen Zinsabstand und Ausfallrisiko während der jüngsten Krise zerbrach, und ermöglichen es darüber hinaus, eine Trennlinie zwischen der Flucht in die Qualität und der Flucht in die Liquidität zu ziehen. Erstens konnten deutliche Erhöhungen der Zinsabstände in bestimmten Fällen nicht vollständig auf das Kreditrisiko zurückgeführt werden, da sie nicht Zinssteigerungen bei schlechten Risiken, sondern gesunkene Renditen auf sichere Vermögenswerte widerspiegeln. Zweitens erreichten die Renditedifferenzen zwischen der aktuellen 30jährigen US-Referenz-Schatzanleihe und gleichen, aber früher begebenen Emissionen Mitte Oktober mit einem Niveau von über 30 Basispunkten ihren Höhepunkt, was einen abrupten Anstieg der Anlegernachfrage nach der Liquidität, die durch die aktuelle Emission gewährleistet wird, signalisiert (Grafik V.10). Ebenso nahm der Zinsabstand zwischen der 10jährigen Anleihe der Kreditanstalt für Wiederaufbau und der deutschen Referenz-Staatsanleihe mit gleicher Laufzeit

Abkehr von  
der üblichen  
Preisbildung ...

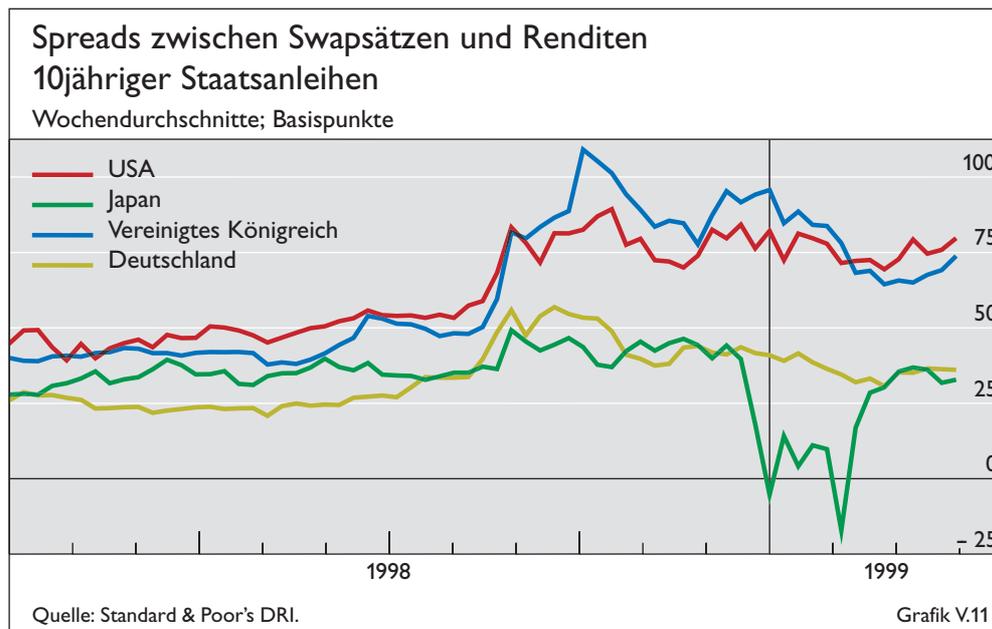
im vergangenen August innerhalb von nur zwei Wochen auf mehr als das Doppelte zu. Da beide Anleihen mit derselben staatlichen Garantie ausgestattet sind, muß der Anstieg auf die geringere Liquidität der Anleihe der Kreditanstalt für Wiederaufbau an den internationalen Anleihemärkten zurückzuführen sein. Drittens schließlich konvergierten die Sekundärmarktrenditen bei den Eurobonds von Unternehmen mit den besten Ratings im September deutlich. Die in weiterer Folge stark gleichgerichteten Bewegungen ließen darauf schließen, daß ihre Kursentwicklung eher vom Liquiditätsbedarf der Finanzinstitute bestimmt war als von der Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit des einzelnen Unternehmens.

... beeinträchtigt  
Risikomanagement

Ausgeprägte Erweiterungen der Zinsabstände können auch die Komplexität des Risikomanagements der Finanzintermediäre veranschaulichen. Der Höhenflug der Swapsreads in den USA und Europa war Teil einer weltweiten Neubewertung des Kreditrisikos, die darauf zurückzuführen war, daß die Akteure im Großkundengeschäft selbst in den aufstrebenden Volkswirtschaften und bei Finanzmarktakteuren, die eine hohe Hebelwirkung anstreben, engagiert waren. Die ausgeprägten Schwankungen am deutschen Swapmarkt können jedoch nicht allein mit Kreditrisikofaktoren erklärt werden (Grafik V.11). Sie resultieren vielmehr teilweise daraus, daß Swaps die Bund-Futures als bevorzugte Absicherungsinstrumente für Long-Positionen an den Derivativmärkten ersetzen. Da die Absicherungskosten als Folge der gestiegenen Spreads und der nachgebenden Renditen für Bund-Futures in die Höhe schnellten, waren die Marktmacher auf Swaps als billigere Alternative zu den Futures angewiesen. Die Finanzintermediäre, die als Geschäftspartner der Marktmacher fungierten, hatten ihrerseits größer werdende Swap-Long-Positionen, die glattgestellt werden mußten. Dies führte schließlich zu einem Ansteckungseffekt auf dem Swapmarkt, weil die entsprechenden Swapverkäufe die Kurse nach unten drückten und so die Swapsätze sehr stark unter Druck brachten.

Die Gliederung der Nettokapitalströme nach Asien und Lateinamerika gibt einen gewissen Einblick in die gegenseitige Abhängigkeit zwischen Finanzinstituten





und Märkten in den verschiedenen Phasen, in denen sich Anleger aus risikoreicheren Anlageformen zurückzogen. Die Liberalisierung der Finanzmärkte hat die Kreditnehmer dazu ermutigt, über den internationalen Anleihemarkt Mittel zu niedrigeren Kosten aufzunehmen. Es gehört jedoch zu den wohlbelegten stilisierten Fakten, daß Schuldner, die ein weniger gutes Risiko darstellen, weiterhin die Banken in Anspruch nehmen, weil diese eher in der Lage sind, in Zeiten finanzieller Schwierigkeiten zu helfen. Dieses Verhalten dürfte in Phasen erhöhter Risikoaversion, die von einer hohen erwarteten Volatilität gekennzeichnet sind, noch stärker auftreten. In solchen Phasen sind die Kosten der Neuverhandlung von Krediten im allgemeinen niedriger als die von Anleiherestrukturierungen, die einen Konsens zwischen verschiedenen Gläubigern erfordern. Banken verfügen zudem über langjährige Beziehungen zu ihren Kunden und oftmals über einen privilegierten Zugang zu Informationen, so daß sie bessere Entscheidungen hinsichtlich der Fortführung oder der Einstellung von Geschäftsbeziehungen treffen können als eher unpersönliche Märkte. Demgegenüber kann die Euphorie der Anleihegläubiger auf ihrer Suche nach hohen Renditen bei Ausbruch einer Krise durchaus in fluchtartige Verkäufe von Vermögenswerten umschlagen.

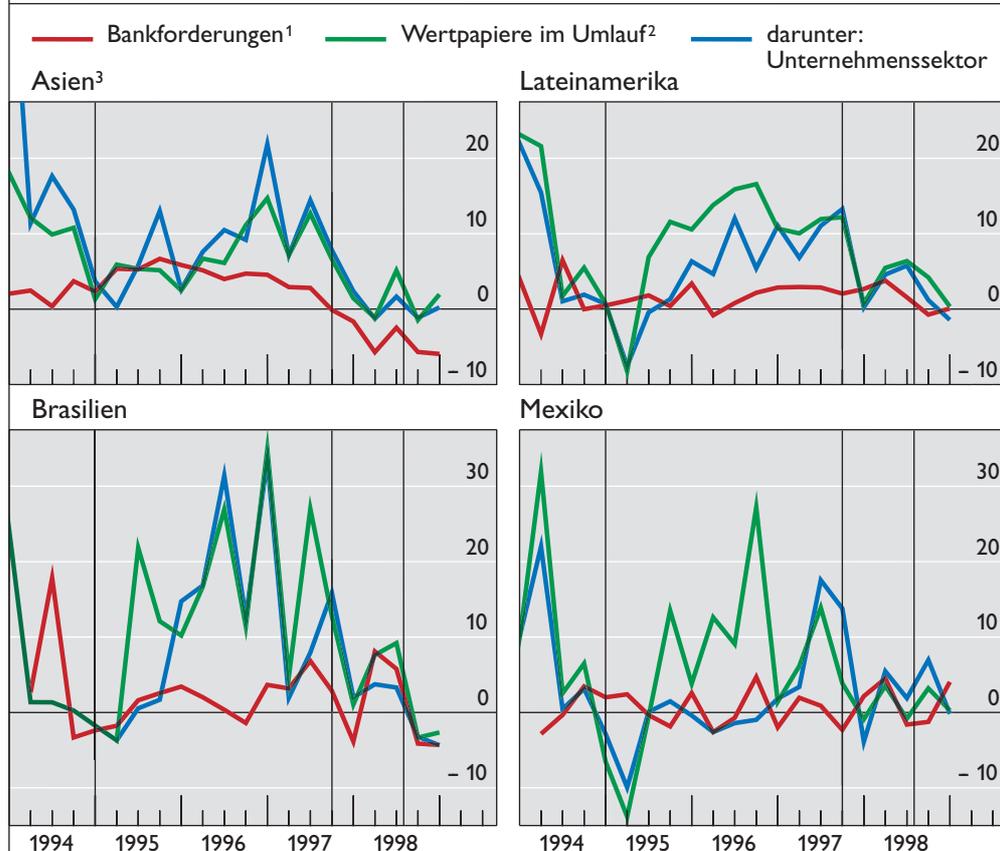
Grafik V.12 verwendet Daten aus Asien und Lateinamerika, um diese Beobachtungen empirisch zu belegen. Dabei lassen sich einige allgemeine Aussagen treffen. Erstens war der Bestand der internationalen Schuldtitel volatiler als die ausstehenden Bankkredite, und zwar sowohl im Hinblick auf das Ausmaß als auch auf die Verteilung der Schwankungen. Die Banken haben also – wie oben vermutet – ihre Schuldner eher unterstützt. Zweitens kann der beobachtete trendmäßige Rückgang des Anteils der Banken an der Fremdfinanzierung ein Grund sein, warum der Finanzsektor in diesen Ländern sensibler reagiert, wenn sich die Stimmungslage der Marktteilnehmer sprunghaft ändert. Drittens haben die Banken offenbar den Kapitalabfluß im Gefolge des russischen Moratoriums nicht abgedeckt, wie dies bei der mexikanischen Peso-Krise und im zweiten Halbjahr 1997 der Fall gewesen war, als sie den Stillstand am Markt für internationale Schuldtitel teilweise ausglich.

Bestehende enge Beziehungen bei der Vergabe von Bankkrediten ...

... während der Krise auf die Probe gestellt ...

## Quellen internationaler Finanzierung des Nichtbankensektors in Asien und Lateinamerika

Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent



Anmerkung: Die vertikalen Linien kennzeichnen den Beginn der Krise in Mexiko, Südostasien bzw. Rußland.

<sup>1</sup> Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Ländern in Asien und Lateinamerika. <sup>2</sup> Internationale Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes. <sup>3</sup> Ohne Hongkong, Japan und Singapur.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; *International Financing Review*; International Securities Market Association; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Grafik V.12

... angesichts zunehmender Liquiditätsengpässe der Banken

In gewisser Weise ist diese Verhaltensänderung eine Bestätigung für die zunehmende Abhängigkeit der Banken von den Bedingungen am weltweiten Finanzmarkt. Ein zentrales Merkmal der Krise des vergangenen Jahres ist offenbar, daß die Banken mit denselben Refinanzierungsproblemen konfrontiert waren wie ihre Kunden. Da sie mehr Kredite vergeben hatten, als durch die bestehenden Einlagen finanziert werden konnten, gerieten die Banken sowohl in den USA als auch in Europa in einen Liquiditätsengpaß, der nicht mit marktorientierten Lösungen zu bewältigen war. Die Verbriefung von Vermögenswerten und die Emission neuer Wertpapiere gestalteten sich schwierig zu einer Zeit, da die Aktienindizes im Bankenbereich starke Einbrüche erlitten. Der Liquiditätsengpaß der Banken, der auch die Tilgung früherer Kredite und alle liquiden Vermögenswerte in ihrem Portfolio betraf, wurde zudem direkt durch die Verluste im Geschäft mit den aufstrebenden Volkswirtschaften im dritten Quartal 1998 verschärft. Dementsprechend mußten sich die Banken auf ein engeres Spektrum von Refinanzierungsquellen stützen, wie z.B. die Rückschleusung von Mitteln über den internationalen Interbankmarkt und die Gewinnung neuer Direkteinlagen von Nichtbanken.

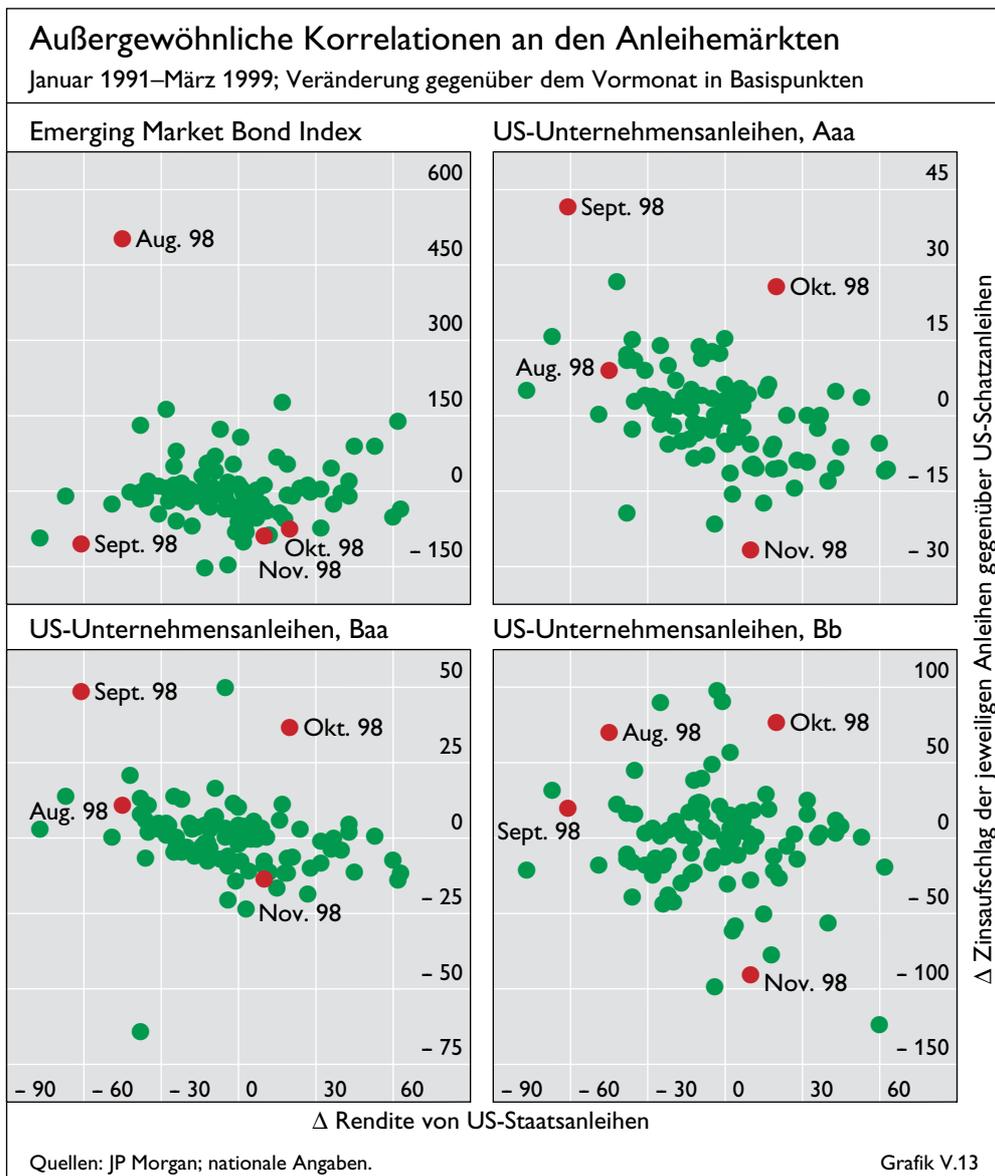
### Außergewöhnliche Dynamik der Preise von Vermögenswerten

Die Neubewertung des Risikos durch die Marktteilnehmer nach dem russischen Schuldenmoratorium löste an allen wichtigen Märkten einen beträchtlichen Abwärtsdruck auf die Aktienkurse aus. Obwohl eher ungewöhnlich, war die gleichzeitig auftretende Korrektur an den Aktienmärkten der meisten G7-Länder kein völlig neues Phänomen, sondern schon im Oktober 1987 zu beobachten gewesen. Eine weitere Parallele zwischen den beiden Perioden waren die außergewöhnlich hohen Korrelationen der Aktienkursentwicklung zwischen den einzelnen Ländern. Während der jüngsten Krisenphase konnten weltweit tätige Anleger deutlich weniger Vorteile aus einer internationalen Diversifizierung ihrer Aktienbestände ziehen, als dies in ruhigeren Zeiten der Fall ist.

Was die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere betrifft, so unterschied sich die jüngste Phase von Markturbulenzen gegenüber früheren Fällen z.B. durch das Ausmaß, in dem die Flucht der Anleger aus dem Risiko zu einer Vergrößerung der Zinsdifferenzen führte. Innerhalb von nur wenigen Tagen erreichten die Aufschläge

Engere Parallelbewegungen der Aktienkurse ...

... und ungewöhnliche Konstellation der Preisdynamik an den Anleihemärkten



für das Kredit- und das Liquiditätsrisiko annähernd ihre historischen Höchststände und übertrafen diese in einigen Fällen sogar noch. Im Gegensatz zu den Turbulenzen am Anleihemarkt im Jahr 1994, als der Zinsanstieg in den USA und in Deutschland Fremdfinanzierungsstrategien vereitelte, die auf die Ausnutzung bestimmter Laufzeitstrukturen setzten, vollzogen sich die Ereignisse des letzten Jahres vor dem Hintergrund sinkender nominaler Zinsen. Eine ungewöhnliche Konstellation der Preisentwicklung einer Reihe von Vermögenswerten hatte verheerende Folgen für Investitionsstrategien und Risikomanagement-Systeme, die sich auf in der Vergangenheit beobachtete statistische Zusammenhänge stützten (Grafik V.13). Als sich bestimmte Renditekorrelationen noch verstärkten und sich verschiedene Zinsaufschläge abrupt in die entgegengesetzte Richtung entwickelten wie die Zinssätze von Referenzinstrumenten, erwiesen sich die zuvor kalkulierten Eigenkapitalpolster oftmals als unzureichend. Dies veranlaßte viele Anleger, sich sofort um Liquidität zu bemühen. Gleichzeitig führten die allgemeine Verunsicherung und die einseitige Nachfrage nur nach den sichersten Vermögenswerten dazu, daß die schrumpfende Eigenkapitalbasis der Marktmacher und Finanzintermediäre bald nicht mehr ausreichte, um die Anforderungen des Marktes zu befriedigen. Die durch verlangte Nachschußzahlungen und eine Kürzung der Kreditlinien hervorgerufene extreme Kreditverknappung zwang die Anleger, sich die notwendigen Mittel über den Verkauf von Wertpapieren auf Märkten zu beschaffen, die zunächst relativ liquide erschienen; hierdurch wurden die Spannungen auch auf die Märkte für Staatsanleihen in den entwickelten Industrieländern übertragen.

#### *Das Beispiel LTCM: Ein Zeichen der Zeit?*

Durch den drohenden Konkurs des Hedge Fund Long-Term Capital Management (LTCM) sah sich die Federal Reserve Bank of New York veranlaßt, als Alternative zu einem das Finanzsystem gefährdenden Zusammenbruch den Weg für eine Lösung innerhalb des Privatsektors zu ebnen. Der Vorfall liefert ein anschauliches Beispiel dafür, welche Art von Schwierigkeiten aus der Komplexität der heutigen Finanzmärkte erwachsen kann. Hedge Funds sind keineswegs neu, sie sind jedoch in jüngster Zeit angesichts ihrer zunehmenden Größe und ihres wachsenden Einflusses auf die Funktionsfähigkeit der Märkte in den Blickpunkt gerückt. Schätzungen nennen für Mitte 1998 eine Zahl von mindestens 1200 Hedge Funds mit Eigenmitteln in Höhe von mehr als \$ 150 Mrd. Anlagegesellschaften dieser Art agieren als spekulative Fonds, die bestimmte Publizitäts- und Eigenkapitalanforderungen umgehen, indem sie ihren Kundenkreis auf eine kleine Zahl vermögender Anleger begrenzen und häufig ihren Unternehmenssitz in Offshore-Zentren wählen. Ihre Anlagestrategie besteht darin, durch das Engagement in einer Vielzahl von Finanzinstrumenten unter Verwendung beträchtlicher Fremdmittel hohe Renditen zu erzielen.

Ein Beispiel der Chancen ...

LTCM selbst verfolgte offenbar eine Strategie, die darauf ausgerichtet war, Prognosen für die Entwicklung der Zinsdifferenzen und der Volatilität der Marktpreise zur Erzielung hoher Renditen zu nutzen. Seit seiner Gründung im Jahr 1994 war es dem Fonds gelungen, beständig überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, die in den Jahren 1995/96 bei 40% und im Jahr 1997 bei 20% lagen. Hierfür bediente sich der Fonds eines sehr hohen Grads an Fremdfinanzierung. Zum 31. August 1998 wies seine Bilanz Aktiva in Höhe von mehr als \$ 125 Mrd. aus.

Unter Vernachlässigung der bis August entstandenen Verluste sowie unter Ausschluß der bilanzunwirksamen offenen Positionen bedeutete dies auf der Grundlage des Eigenkapitals in Höhe von \$ 4,8 Mrd. zu Beginn des Jahres eine Fremdfinanzierungsquote von über 25:1. Die Performance von LTCM und sein Ruf, hochentwickelte Verfahren zur Preisermittlung sowie ausgefeilte Handelsstrategien zu verwenden, hatten den Fonds zu einem Symbol dafür werden lassen, wie gewinnbringend technische Perfektion im Finanzsektor sein konnte.

Ebenso wurde der nur knapp vermiedene Zusammenbruch des Fonds zu einem Symbol für die Gefahren der neuen Finanzmarktlandschaft. Die ungewöhnlichen Preiskorrelationen nach dem russischen Schuldenmoratorium warfen für viele Finanzinstitute Probleme auf, insbesondere für diejenigen unter ihnen, die eine hohe Risiko/Eigenkapital-Relation aufwiesen. Im Falle von LTCM hatten sie beinahe den Zusammenbruch des Fonds zur Folge. Obwohl der Fonds in einer großen Bandbreite von Wertpapieren engagiert war, stützte er seine Strategie auf die Erwartung sinkender Kreditaufschläge und einer nachlassenden Volatilität der Märkte für Vermögenswerte. Angesichts der Entwicklungen an den Märkten im August erwies sich diese Erwartung plötzlich als falsch. Die schnelle Abfolge der Ereignisse im Zusammenhang mit dem drohenden Zusammenbruch des Fonds führte eindrucksvoll vor Augen, mit welcher hoher Geschwindigkeit sich Finanzkrisen mittlerweile ausbreiten können und wie sich entsprechend der zeitliche Spielraum für gegensteuernde Maßnahmen verengt. Die ersten öffentlich sichtbaren Anzeichen dafür, daß sich der Fonds in Schwierigkeiten befand, traten nach dem 2. September zutage, als der Inhalt eines Schreibens der LTCM-Partner an ihre Anleger bekannt wurde. Darin wurde eingeräumt, daß der Fonds vom Jahresbeginn bis zum 31. August Verluste in Höhe von 52% erlitten hatte und zusätzliches Kapital benötigte. Zwischen dem 2. September und dem 23. September, als 14 Banken und Wertpapierhäuser übereinkamen, \$ 3,6 Mrd. für eine Rekapitalisierung des Fonds einzuschließen, wurde immer deutlicher, wie dringend eine geregelte Lösung der Probleme gefunden werden mußte. Die Nachricht von den zunehmenden Schwierigkeiten des Fonds breitete sich aus; damit wuchs zugleich die Sorge, daß durch eine Zahlungsunfähigkeit des Fonds die Stabilität des Finanzsystems gefährdet werden könnte und seine Geschäftspartner gezwungen wären, Positionen übereilt und ungeordnet glattzustellen. Darüber hinaus wurde damit gerechnet, daß ein Verkauf der von diesen Geschäftspartnern gehaltenen Sicherheiten ebenso wie die Glattstellung der von anderen Akteuren gehaltenen Positionen, die denen des LTCM glichen, den Druck auf bereits angespannte Finanzmärkte übermäßig verstärken würden und die Nervosität der Marktteilnehmer hierdurch noch steigen würde.

Wie eng verflochten und voneinander abhängig Finanzinstitute und Märkte mittlerweile sind, wird durch die Unsicherheit über die möglichen Auswirkungen eines Zusammenbruchs von LTCM verdeutlicht. Insbesondere wurde befürchtet, daß auch Marktteilnehmer, die gar nicht bei diesem Hedge Fund engagiert waren, in Mitleidenschaft gezogen und die Effekte über die Grenzen der USA hinaus spürbar werden könnten. Für Verunsicherung sorgten in erster Linie Umfang und Reichweite der Geschäfte von LTCM, da sie eine Vielzahl von Finanzinstrumenten umfaßten und sich über verschiedene Märkte erstreckten, sowie die Art der Aktivitäten, die durch eine hohe Komplexität der Kontrakte gekennzeichnet war.

... und der Risiken der heutigen Märkte, an denen ...

... sich Anspannungen schneller übertragen ...

... und weiter ausbreiten als früher

Aber auch die allgemeine Lage an den Finanzmärkten, die noch immer durch die Instabilität infolge der Ereignisse des vorangegangenen Monats geschwächt waren, verstärkte die Unsicherheit. Die Gefahr weitreichender krisenhafter Entwicklungen im Finanzsektor, die durch eine plötzliche Zahlungsunfähigkeit des Hedge Fund hätten heraufbeschworen werden können, ist ein Grund dafür, daß eine Reihe von Finanzinstituten aus dem Privatsektor bereit waren, zu einer geregelten Lösung im Rahmen eines von der Zentralbank geförderten Verfahrens beizutragen.

#### *Lehren aus der Krise vom September und Oktober 1998*

Was die Marktteilnehmer und die für die Gestaltung der Rahmenbedingungen Verantwortlichen während der Finanzmarkturbulenzen im vergangenen Jahr am meisten überraschte, waren das Ausmaß, in dem sich die Lage verschlechterte, und die Geschwindigkeit, mit der die Liquidität in einigen Marktsegmenten versiegte. Die Ereignisse des vergangenen Jahres haben aufgezeigt, welche wichtige Rolle ein erhöhtes Kreditrisiko und eine starke Hebelwirkung durch Fremdfinanzierung für die Dynamik des Finanzmarktes in Phasen plötzlich umschlagender Anlegerstimmung spielen. Darüber hinaus haben sie die Bedeutung von als Marktmacher fungierenden Finanzinstituten für das Finanzsystem als Ganzes unterstrichen. Die Betrachtung der Krise und der nachfolgenden Erholung zusammengekommen wirft auch kritische Fragen hinsichtlich einer angemessenen Reaktion der Entscheidungsträger auf die Labilität der Finanzmärkte und die aktuellen Marktbewertungen auf.

Trotz der Aufmerksamkeit, die vor dem vergangenen Sommer dem Kursniveau an den Aktienmärkten gewidmet wurde, war der tatsächliche Auslöser der Krise die Ankündigung der Zahlungseinstellung eines Schuldners. Die darauffolgenden Ereignisse waren hauptsächlich von der Neubewertung des Kreditrisikos durch die Anleger geprägt. Der wesentliche Unterschied zwischen Marktrisiko und Kreditrisiko besteht darin, daß ersteres primär mit der Struktur und der Dynamik der Volatilität der Preise von Vermögenswerten zusammenhängt, während sich letzteres auf die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit der Schuldner und Geschäftspartner bezieht. Es ist kein Zufall, daß die Märkte, bei denen die Reagibilität gegenüber dem Kreditrisiko deutlicher erkennbar ist, nämlich der Markt für festverzinsliche Wertpapiere und der Derivatmarkt, von den Finanzmarkturbulenzen und auch von etwaigen bleibenden Folgen am stärksten betroffen waren. Diese Ereignisse zeigen außerdem, wie eine von der verbreiteten Sorge über Kreditrisiken ausgelöste Marktdynamik zu ungewöhnlichen Konstellationen bei den Kursbewegungen führen kann. Risikomanagement-Systeme, die primär darauf ausgerichtet sind, das Marktrisiko zu messen und zu steuern, können das Preisverhalten unter diesen Marktbedingungen nicht immer angemessen darstellen. Solche Systeme dürften sogar die Anspannungen verschärfen, weil sie implizieren, daß die Anleger an einem Baisse-Markt ihr Portfoliorisiko durch Auflösen ihrer Positionen reduzieren sollten.

Der Verlauf der Krise machte deutlich, in welchem Ausmaß sich Marktteilnehmer eine breite Palette von Methoden mit Hebelwirkung zunutze gemacht hatten, um die Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erhöhen. Ebenso wurden die Probleme erkennbar, die auftreten, wenn die Marktteilnehmer bei einer Umkehr der Marktbedingungen ihre Positionen auflösen. Eine nachlässige Haltung der

Kreditrisiko und  
Marktrisiko

Hebelwirkung

Kreditgeber gegenüber dem Risiko hatte generell die Finanzierungskosten verringert und die Verfügbarkeit der Finanzmittel erhöht. In vielen Fällen verleitete der stärkere Wettbewerbsdruck die Kreditgeber dazu, ihre Instrumente zur Risikobeschränkung und -steuerung nicht voll wirksam werden zu lassen. Als die Preise von risikoreicheren Anlageformen nachgaben und die Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer teurer wurden, verschlimmerte die hohe Fremdmittelfinanzierung – impliziter Bestandteil von Strategien, die Derivate und Short-Verkäufe von Wertpapieren in großem Umfang zur Finanzierung von Positionen einsetzen – die Verluste noch. Da vermehrt Nachschüsse zu leisten waren und in einigen Fällen die gestellten Sicherheiten an Wert verloren, versuchten die Anleger mit allen Mitteln, an Liquidität zu gelangen. Die Auswirkungen dieser Rückführung der hohen Fremdmittelfinanzierung wurden so auf andere Marktsegmente übertragen.

Ein anderes wichtiges Kennzeichen dieser jüngsten Phase der Turbulenzen war, daß die Funktionsfähigkeit einiger spezifischer Marktsegmente schwer beeinträchtigt wurde, manchmal bis hin zum vollständigen Erliegen. Finanzinstitute, die sich üblicherweise darauf spezialisieren, den Austausch zwischen Käufern und Verkäufern zu erleichtern, mußten miterleben, wie ihre Funktion als Marktmacher beeinträchtigt wurde, weil ihre Eigenkapitalbasis angesichts einer einseitigen Nachfrage nicht ausreichte. Darüber hinaus wurde auf manchen außerbörslichen Märkten und Derivatmärkten die Lage noch dadurch erschwert, daß die Marktmacherfunktion de facto in gewissem Ausmaß von hochgradig kreditfinanzierten Marktteilnehmern wie LTCM wahrgenommen worden war, und zwar allein aufgrund der Größe ihrer Positionen (s. Kapitel VII). Der dringende Liquiditätsbedarf solcher Teilnehmer verstärkte die Anspannungen an den Finanzmärkten zusätzlich.

Marktmacher

Schließlich muß anerkannt werden, daß die Erholung vieler Märkte fast genauso spektakulär war wie ihr Einbruch. Die Aktienkurse haben in fast allen entwickelten Volkswirtschaften verlorenes Terrain wiedergewonnen und in vielen Fällen neue Höchstwerte erreicht. Die Zinsabstände von Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften haben sich gegenüber ihren Spitzenwerten verringert. Zwar sind sie noch nicht auf das Niveau von vor der Krise zurückgekehrt, doch stoßen die Schuldner bei den Anlegern auf zunehmend große Akzeptanz. Diese Erholung wirft selbst einige Fragen hinsichtlich der korrekten Interpretation der Krise auf. Eine mögliche Interpretation würde die nachfolgende Erholung als Anzeichen dafür sehen, daß die Turbulenzen das Ergebnis einer inhärenten Finanzmarktdynamik waren. In diesem Fall stellt sich die Frage, wie durch angemessene Rahmenbedingungen eine Wiederholung solcher Entwicklungen – wenn möglich – verhindert und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber solchen Krisen verbessert werden kann. Wenn jedoch die Krise eine gerechtfertigte Reaktion auf sich ändernde wirtschaftliche Eckdaten war, dann erweisen sich die aktuellen Kurse möglicherweise als genauso angreifbar wie die vom Frühsommer des vergangenen Jahres.

## VI. Entwicklung an den Devisenmärkten

### Schwerpunkte

Die Wechselkursbewegungen der wichtigsten Währungen wurden im ersten Halbjahr 1998 überwiegend durch die laufende Konjunktorentwicklung sowie durch die Konjunkturaussichten geprägt. Die Krise, die Rußland Mitte August traf, ließ Befürchtungen aufkommen, daß auch die US-Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen werden könnte; infolgedessen kehrte sich der Aufwärtstrend des Dollars gegenüber der D-Mark und dem Yen um. Technische Faktoren, die nicht in direktem Bezug zu den Fundamentaldaten standen, verstärkten die Abwärtsbewegung des Dollars insbesondere gegenüber dem Yen noch. Das Ausmaß dieser Kursveränderungen warf erneut die Frage nach der langfristigen Tragfähigkeit des US-Leistungsbilanzdefizits auf.

Die Krisen in Rußland im August 1998 und in Brasilien Anfang 1999 führen die weiterhin bestehende Schockanfälligkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften vor Augen. Zwar stabilisierten sich im Jahr 1998 die Wechselkurse vieler Länder – vor allem in Asien –, aber die Devisenumsätze an diesen Märkten waren weiterhin schwach und blieben deutlich hinter den im Jahr 1996 erreichten Höchstwerten zurück.

Die Einführung des Euro erfolgte nach einem Jahr der Konvergenz und Stabilität an den europäischen Devisenmärkten. In den ersten Monaten ihres Bestehens wertete die neue Währung aufgrund konjunktureller Faktoren ab. Der Euro dürfte zu erheblichen strukturellen Veränderungen an den Devisenmärkten führen; bislang ist es jedoch zu früh, um Aussagen darüber zu treffen, in welchem Maße die neue Währung als Transaktions-, Reserve- und Anlagewährung sowie als Ankerwährung Verwendung finden wird.

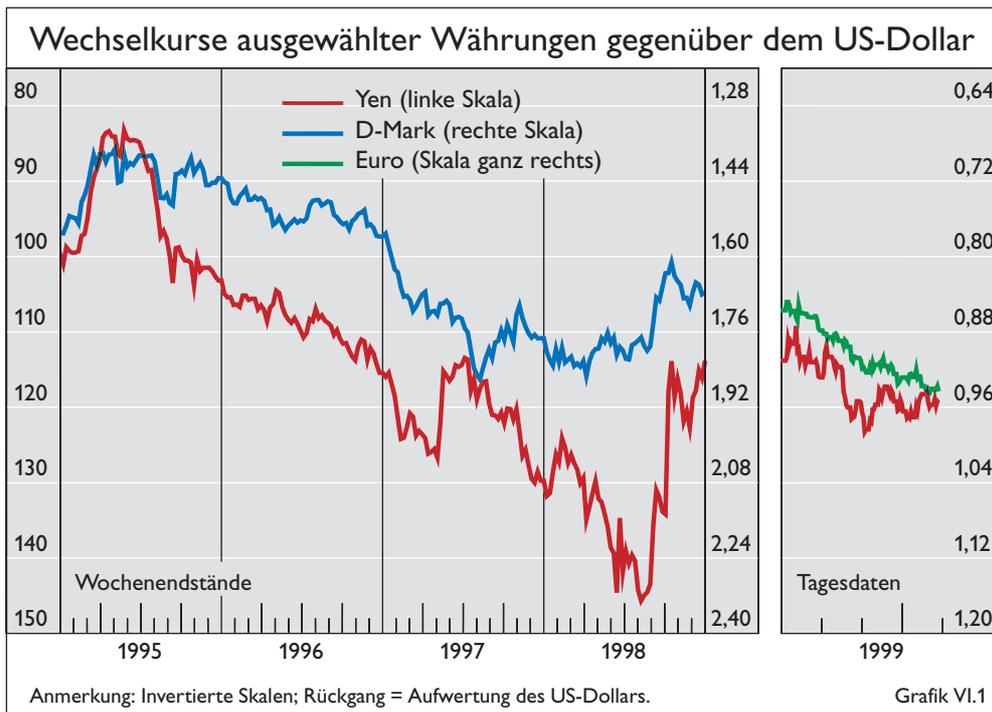
### US-Dollar, Yen, D-Mark und Euro

#### *Konjunkturelle und technische Bestimmungsfaktoren des Dollarwechsellurses*

Die Wechselkursbewegungen der wichtigsten Währungen im ersten Halbjahr 1998 wurden der Tendenz nach vor allem von der relativen Stärke der realwirtschaftlichen Entwicklung und den Inflationsaussichten in den USA, Japan und Deutschland bestimmt. Von den Sommermonaten an spiegelte die Wechselkursentwicklung dann jedoch zunehmend die Wirkung des Zusammenspiels dieser konjunkturellen und anderer, „technischer“ Faktoren wider.

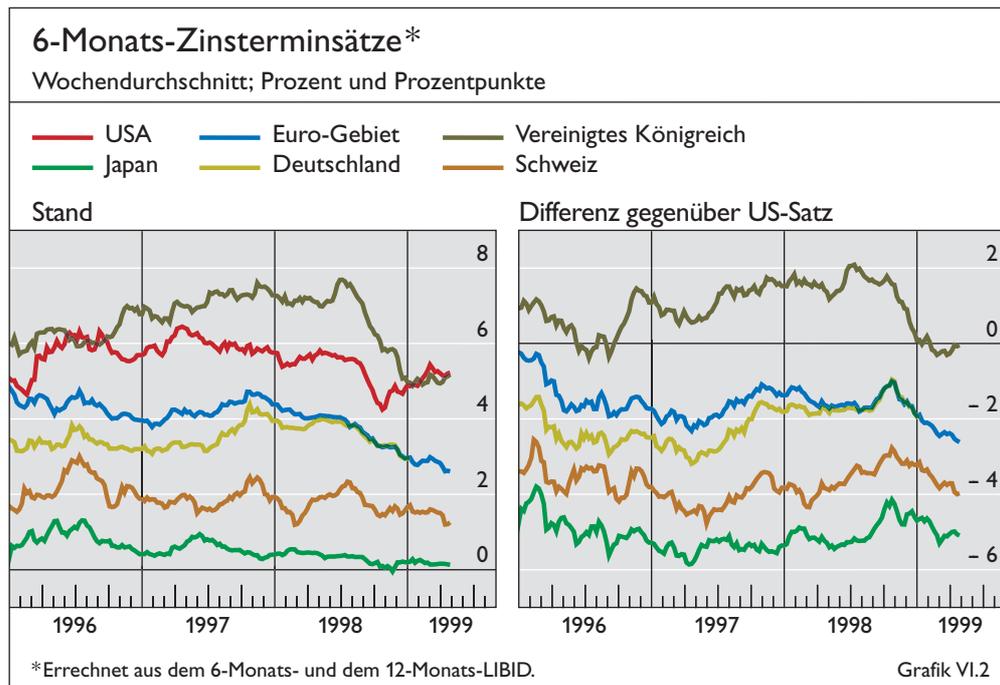
Die Phase der Stärke des Dollars gegenüber Yen und D-Mark, die im Frühjahr 1995 begonnen hatte, setzte sich bis zum Sommer 1998 fort (Grafik VI.1). Über einen Zeitraum von drei Jahren wertete der Dollar damit um 36% gegenüber der D-Mark sowie um 81% gegenüber dem Yen auf und erreichte auf diese Weise

Reaktion der G3-  
Währungen auf die  
Konjunktur



wieder ein Niveau, wie es zuletzt in den frühen neunziger Jahren zu beobachten gewesen war. Die bis August anhaltende Stärke des Dollars gegenüber dem Yen war – ähnlich wie schon in früheren Jahren – geprägt durch immer neue Hinweise auf eine robuste Wirtschaftsexpansion in den USA und anhaltende Anzeichen eines schwachen Wachstums in Japan. Die angesichts der konjunkturellen Entwicklungen geschürten Erwartungen eines Anziehens der Geldpolitik in den USA und einer geldpolitischen Lockerung in Japan kamen in einem größer werdenden Abstand der Zinsterminsätze zum Ausdruck (Grafik VI.2). Darüber hinaus dürften Befürchtungen hinsichtlich der Robustheit des japanischen Bankensektors zur Schwäche des Yen beigetragen haben.

Die Trends beim DM/Dollar-Wechselkurs im selben Zeitraum waren viel weniger klar umrissen. Zunächst gewann der Dollar zwischen Januar und Anfang April deutlich an Stärke und erreichte einen Höchstwert von DM 1,85; im folgenden Monat verlor er dann aber wieder an Boden, als sich angesichts neuer Daten die Anzeichen mehrten, daß sich der Aufschwung in Deutschland festigte, und die Marktteilnehmer mit einer Straffung der Geldpolitik durch die Deutsche Bundesbank zu rechnen begannen. Die D-Mark profitierte zudem von der fortgesetzten Konvergenz der Notenbanksätze in Europa, die auf ein wachsendes Vertrauen in einen reibungslosen Übergang zum Euro hindeutete. Am 3. Mai endete die Unsicherheit mit der offiziellen Bekanntgabe der an der Währungsunion teilnehmenden Währungen, des Verfahrens zur Festlegung der bilateralen Umrechnungskurse und der Zusammensetzung des Direktoriums der Europäischen Zentralbank. Dies trug dazu bei, daß die D-Mark wieder einen Wert von DM 1,76 gegenüber dem US-Dollar erreichte. Im Juni und Anfang Juli büßte sie etwas von der wiedergewonnenen Stärke ein und ging auf DM 1,82 zurück. Dieser Rückgang kann im Zusammenhang mit den wiederholten Angriffen auf die russische Währung ab Ende Mai gesehen werden, denn an den Finanzmärkten



herrschte zu diesem Zeitpunkt die Einschätzung vor, daß Deutschland angesichts seiner Finanz- und Handelsbeziehungen zu Rußland hiervon im Verhältnis stärker betroffen sein könnte als andere Länder.

Starke Abwertung  
des Dollars nach  
Rußland-Krise

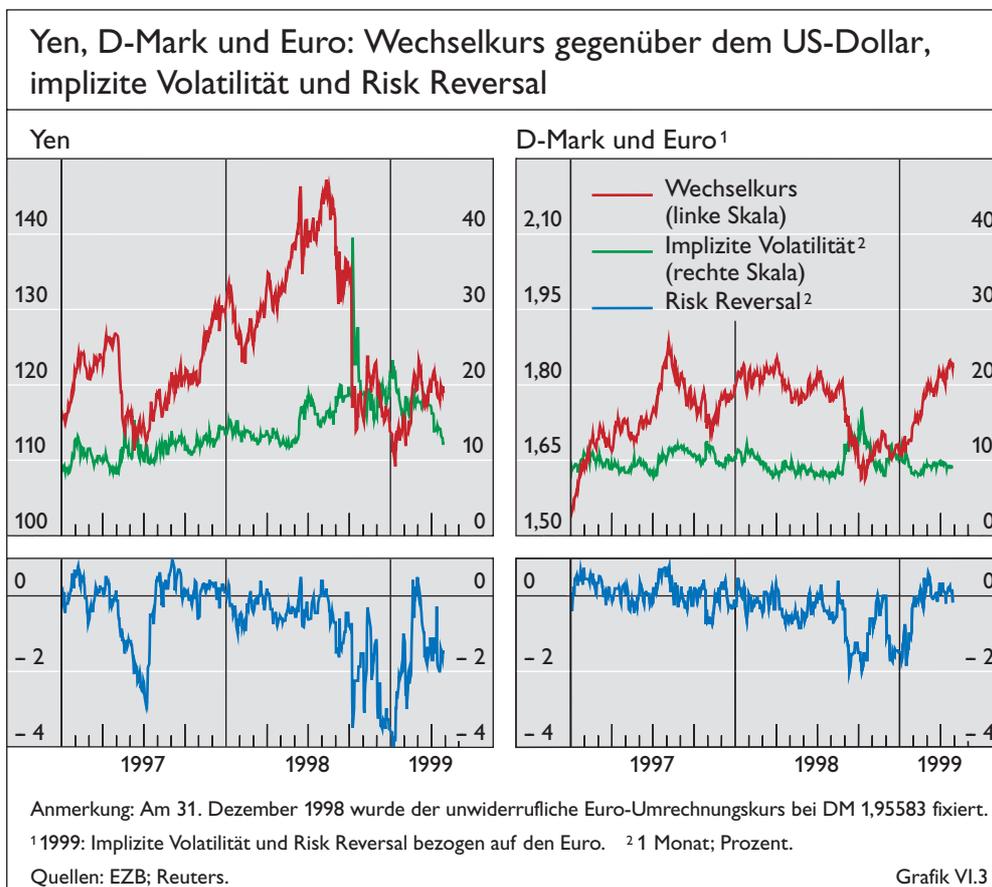
Die offizielle Freigabe des Rubels und das einseitige Schuldenmoratorium Rußlands Mitte August weckten Befürchtungen, daß die Krise auch Lateinamerika erfassen könnte (s. Kapitel III). Die Aktienkurse in den USA und vor allem in Europa fielen. Die Marktteilnehmer begannen ferner eine Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve zu erwarten. Diese geänderte Erwartungshaltung wurde schließlich bestätigt, als die US-Währungsbehörden die Zinsen von September bis November in drei Schritten senkten (s. Kapitel IV). Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen wertete der Dollar in zwei Etappen stark ab. Zwischen dem 27. August und dem 7. September gab er gegenüber der D-Mark um rund 5% nach und fiel von DM 1,81 auf DM 1,72. Besonders ausgeprägt war der Kursverlust gegenüber dem Yen; hier wertete der Dollar um rund 8% von ¥ 143 auf ¥ 131 ab. In den folgenden Wochen schwächte er sich gegenüber der D-Mark nochmals um 5% bis auf einen unteren Wert von DM 1,61 Anfang Oktober ab. Gegenüber der japanischen Währung pendelte sich der US-Dollar zunächst bei ¥ 132–136 ein, am 7. und 8. Oktober kam es dann jedoch zu einem nie zuvor dagewesenen Kurssturz um mehr als 13% auf ¥ 117.

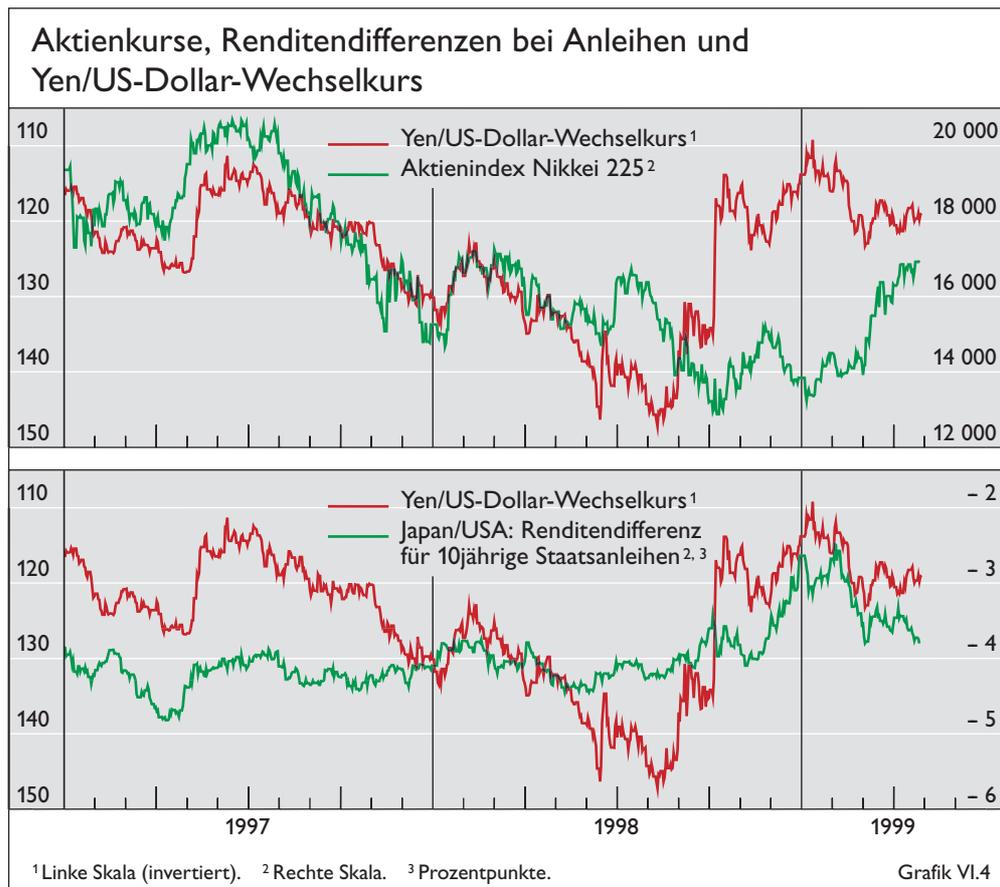
Die sich wandelnde Einschätzung des Marktes bezüglich des Dollars während dieser Phase kam in den Optionspreisen zum Ausdruck. Die höheren Preise für Yen-Kaufoptionen mit einmonatiger Laufzeit im Vergleich zu ebenfalls „aus dem Geld“ befindlichen Dollarkaufoptionen zeigten, daß die Händler Ende August zunehmend eher eine erhebliche Abschwächung als eine erhebliche Festigung des Dollars gegenüber dem Yen erwarteten (das in Grafik VI.3 abgebildete Risk Reversal wurde negativ). Der gleichzeitige starke Anstieg der impliziten Volatilität von Yen/Dollar-Optionen brachte die deutlich zunehmende Unsicherheit über die

künftige Entwicklung des Yen/Dollar-Kurses zum Ausdruck. Auch am DM/Dollar-Markt änderte sich die Situation, wenngleich weniger markant; hier begannen die Händler ebenfalls eher auf einen wesentlich schwächer werdenden als auf einen sich beträchtlich festigenden Dollar zu setzen, und die implizite Volatilität nahm zu. Ein ausgesprochen scharfer Stimmungsumschwung vollzog sich am Yen/Dollar-Markt Anfang Oktober, als sich die Erwartungen eindeutig in Richtung eines deutlich stärkeren Yen verschoben und sich die implizite Volatilität von Yen/Dollar-Optionen in nur wenigen Tagen mehr als verdoppelte und so neue Rekordwerte erreichte. Die Volatilität des DM/Dollar-Kurses stieg ebenfalls kräftig an, aber nur bis zu weniger als der Hälfte der Werte der Yen/Dollar-Volatilität.

Zur Erklärung der Ereignisse im September und Oktober muß zwischen zwei Arten von Bestimmungsfaktoren unterschieden werden: solchen, die auf konjunkturelle Entwicklungen und andere ökonomische Fundamentaldaten zurückgehen, und eher technischen Faktoren, die durch besondere Situationen an den Märkten bedingt sind. So dürften veränderte Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung in den G3-Ländern die D-Mark und den Yen gegenüber dem Dollar gestärkt haben, was wohl zumindest teilweise die Abwertung der US-Währung gegenüber der D-Mark und dem Yen Anfang September erklärt. Diese Abwertung steht im Einklang mit der um sich greifenden Befürchtung, daß die US-Wirtschaft die Finanzmarkturbulenzen in Lateinamerika stärker zu spüren bekommen könnte, sowie mit dem Einbruch am US-Aktienmarkt Ende August und Anfang September. Sie ist auch mit dem Umschwung der Markterwartungen in Richtung auf eine

Dollar von Konjunktur-entwicklung belastet





Lockerung der Geldpolitik in den USA und den sinkenden US-Anleiherenditen im selben Zeitraum konsistent.

Den Kurssturz des Dollars Anfang Oktober können diese Faktoren allerdings wohl kaum erklären. Erstens schien der Rückgang der Preise von Vermögenswerten in den USA die Talsohle erreicht zu haben. Darüber hinaus hellte sich die Lage an den japanischen Aktienmärkten, die sich ab 1997 parallel zu der Abwärtsbewegung des Yen eingetrübt hatte, im September und Oktober nicht entsprechend wieder auf, als der Yen stärker wurde. Dies stand in deutlichem Gegensatz zu der positiven Korrelation des japanischen Aktienmarktes und des Yen/Dollar-Wechselkurses von Januar 1997 bis Juli 1998, die dadurch zustande kam, daß die Sorge über die schwache Wirtschaftsentwicklung in Japan und die angeschlagene Verfassung des japanischen Bankensektors in dieser Zeit sowohl auf den Aktienmarkt als auch auf den Wechselkurs einen negativen Einfluß ausübten (Grafik VI.4). Die Marktteilnehmer scheinen daher Anfang Oktober ihre Einschätzung der Wirtschaftsaussichten für Japan nicht revidiert zu haben. Ebenso wenig gab es Anzeichen für eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung in Deutschland.

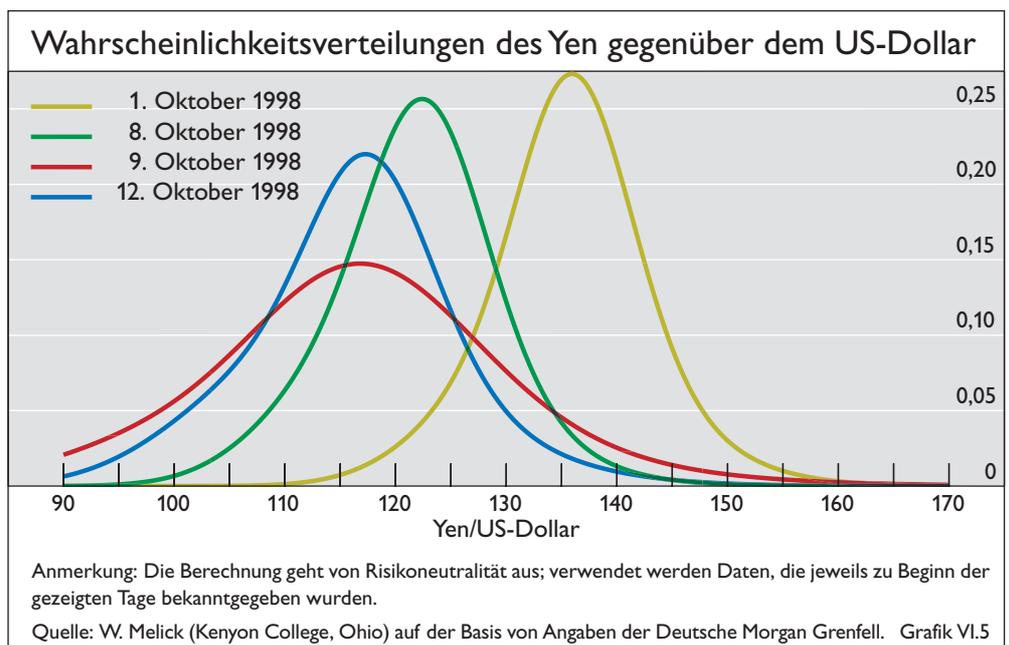
Konjunkturelle Faktoren vermögen auch keine Erklärung für den außergewöhnlich steilen Fall des Dollars – insbesondere gegenüber dem Yen – zu liefern. Dieser dürfte eher auf technische Faktoren zurückzuführen gewesen sein, die nicht mit den realwirtschaftlichen Gegebenheiten in den G3-Ländern im Zusammenhang standen. Eine mögliche Erklärung besteht darin, daß im September und Oktober Hedge Funds und Investmentgesellschaften mit einer

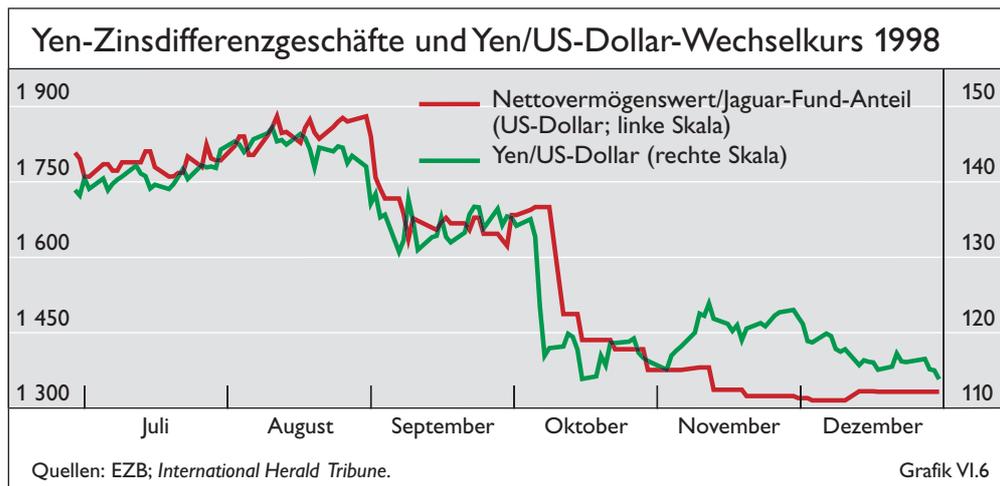
Hedge Funds mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation beschleunigen den Dollarrückgang auf zwei Wegen

hohen Risiko/Eigenkapital-Relation möglicherweise umfangreiche Yen-Short-Positionen glattstellten, die sie zuvor in erheblichem Ausmaß eingegangen waren, um die Vorteile der niedrigen Finanzierungskosten in Yen zu nutzen. Die Auflösung dieser Yen-Zinsdifferenzgeschäfte („carry trades“) könnte den Fall des Dollars auf zweierlei Wegen beschleunigt haben: Erstens könnte die Eigenkapitalbasis dieser Anleger durch den Rückgang der Preise von Vermögenswerten als Folge der Krise in Rußland stark beeinträchtigt worden sein. Als große Verluste in ihren Portfolios Nachschußforderungen auslösten, sahen sich diese auf Kreditfinanzierung setzenden Anleger gezwungen, ihre Positionen aus Yen-Zinsdifferenzgeschäften zu schließen; hierdurch kam es plötzlich zu einer starken Nachfrage nach Yen. Dieser Mechanismus könnte das Ausmaß der Dollarabwertung Anfang September zum Teil erklären.

Zweitens dürften Yen-Zinsdifferenzgeschäfte die Entwicklung auch dadurch beeinflußt haben, daß sie am Yen/Dollar-Markt entstandene Schocks zusätzlich verstärkten. Anfang Oktober paßten die Marktteilnehmer anscheinend ihre Einschätzung der kurzfristig zu erwartenden Entwicklung des Yen/Dollar-Kurses an. Diese plötzliche Änderung der Erwartungshaltung könnte die Anleger veranlaßt haben, ihre Yen-Zinsdifferenzpositionen glattzustellen, wodurch sie den Abwärtstrend des Dollars weiter forcierten. Die massive Auflösung solcher Positionen könnte somit zum Yen/Dollar-Kursrutsch am 7. und 8. Oktober 1998 beigetragen haben.

Dichtefunktionen der Wahrscheinlichkeitsverteilung geschätzt auf der Basis von Optionspreisen liefern Hinweise auf einen deutlichen Umschwung in der Markteinschätzung in dieser Zeit (Grafik VI.5). Für die erste Oktoberwoche deuten sie darauf hin, daß die Marktteilnehmer allmählich begannen, auf kurze Sicht der Wahrscheinlichkeit eines deutlich stärkeren Yen mehr Gewicht beizumessen als der eines wesentlich schwächeren Yen (die Linksschiefe der Dichtefunktionen in der Grafik wird größer). Am 7. und 8. Oktober kam es dann jedoch zu einem ausgeprägten Umschwung in der Markteinschätzung; die





Erwartungen verschoben sich massiv zugunsten eines wesentlich stärkeren Yen, und die Unsicherheit wurde deutlich größer (die Varianz der Dichtefunktionen in Grafik VI.5 nahm beträchtlich zu). Bis zum 12. Oktober hatte sich die Situation an den Märkten dann etwas entspannt, da die Unsicherheit bezüglich künftiger Änderungen des Yen/Dollar-Kurses nachließ.

Die 1998 durchgeführte Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten liefert zwei indirekte Hinweise dafür, daß Auslandsanlagen vielfach mittels kostengünstiger Yen-Kredite finanziert wurden: Erstens verzeichneten außerbörslich gehandelte Yen/Dollar-Optionskontrakte zwischen 1995 und 1998 einen scharfen Anstieg. Zweitens nahm der Umsatz in Yen – gemessen zu konstanten Wechselkursen – an den Kassa- und Terminmärkten zwischen 1995 und 1998 außerordentlich schnell zu. In welchem Umfang sich kreditfinanzierte Anleger auf Yen-Zinsdifferenzgeschäfte stützten, kommt möglicherweise in dem ausgeprägten Rückgang des Nettovermögenswerts eines bedeutenden Hedge Fund in der Zeit um die beiden Tage der steilen Aufwertung des Yen zum Ausdruck (Grafik VI.6).

Aus der Rolle der Hedge Funds im Zusammenhang mit den Ereignissen im September und Oktober 1998 ergeben sich eine Reihe möglicher Folgen für die Politikgestaltung. In den letzten Jahren hat die seit den achtziger Jahren aufgelaufene Auslandsverschuldung der USA immer wieder die Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Der jüngste starke Rückgang des Dollars hat vor Augen geführt, daß nicht allein die absolute Höhe dieser Verschuldung, sondern auch die Art und Weise, wie sie finanziert wird, einen entscheidenden Einfluß auf die kurzfristige Wechselkursentwicklung ausüben kann. Die aufgelaufene Verschuldung kann ohne entsprechende Absicherung der Positionen von eher langfristig orientierten Anlegern (z.B. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds), deren Portfolios vorübergehende Schocks leicht verkraften können, finanziert werden. Solche Anleger reagieren tendenziell nicht auf kurzfristige Entwicklungen, weshalb sie im Hinblick auf den Dollarkurs im allgemeinen eine stabilisierende Funktion ausüben. Jedoch können auch Anleger mit einer hohen Risiko/Eigenkapital-Relation, deren Portfolio möglichen Schocks ausgesetzt ist, die mit der Verschuldung zusammenhängende offene Devisenposition tragen. Da diese Anlegergruppe aber dazu neigt, sehr schnell und heftig auf Verluste in ihren Portfolios zu reagieren, kann sie durch

Bedeutung  
für die Politik-  
gestaltung

das regelmäßige Bemühen, ihre offenen Positionen abzusichern, eine größere Volatilität des Dollarkurses hervorrufen. Solche Anleger waren im Jahr 1998 anscheinend besonders aktiv. Für den künftigen Entwicklungspfad des Dollars dürfte es daher in gewissem Umfang von Bedeutung sein, welche der beiden skizzierten Anlegergruppen eine größere Rolle spielen wird. Dabei wird natürlich unterstellt, daß eine höhere Wechselkursvolatilität die traditionell längerfristig orientierten Anleger – insbesondere in Japan – nicht dazu veranlaßt, ihre offenen Positionen aktiver abzusichern. Letzteres könnte eine weitere Quelle kurzfristiger Wechselkursvolatilität und allgemeinen Abwärtsdrucks auf den Dollar während Anpassungsphasen darstellen.

Ausgehend von Tiefständen um DM 1,61 und ¥ 114 Mitte Oktober erholte sich der Dollar gegenüber beiden Währungen bis Mitte November auf DM 1,69 bzw. ¥ 124. In den folgenden zwei Monaten machte der Yen jedoch den Boden wieder wett, den er zuvor gegenüber dem Dollar verloren hatte. Diese Aufwertung wurde von einem sprunghaften Anstieg der Renditen japanischer Staatspapiere von rund 1% auf fast 2,5% begleitet; gleichzeitig verringerte sich damit der Renditenabstand zwischen Staatsanleihen der USA und Japans. Vor allem die deutliche Erhöhung der langfristigen Zinsen in Japan, die allgemein einer gleichzeitigen vorübergehenden Veränderung des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage auf dem japanischen Markt für Staatsanleihen zugeschrieben wird, dürfte den Yen gestützt haben. Befürchtungen im Zusammenhang mit dem größer werdenden US-Leistungsbilanzdefizit, das im dritten Quartal 1998 ein Rekordniveau erreichte, haben möglicherweise gleichfalls einen Beitrag zur Abschwächung des Dollars gegenüber dem Yen geleistet. Der Anstieg des Yen kam erst durch eine Intervention der Bank of Japan am 12. Januar 1999 zum Stillstand, als sich der Wechselkurs dem Wert von ¥ 108 je Dollar näherte. Da die Bank of Japan die geldpolitischen Zügel lockerte und vor allem nachdem die Ankündigung einer Reduzierung der Ankäufe von japanischen Staatstiteln durch das Trust Fund Bureau zurückgenommen worden war, erholte sich der Dollar zwischen Mitte Januar und Mitte Februar wieder und erreichte einen Wert von ¥ 120.

Die Einführung des Euro am 1. Januar 1999 löste eine kräftige Nachfrage nach der neuen Währung aus, die am selben Tag zu einer Aufwertung gegenüber dem Dollar von \$ 1,1668 (Schlußkurs der ECU am 31. Dezember 1998) auf \$ 1,18 führte. Bereits kurz danach gerieten jedoch die Unsicherheiten hinsichtlich des Fortgangs der Konjunktur und die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in einem Großteil des Euro-Raums wieder stärker in den Blickpunkt der Marktteilnehmer. Die kontinuierliche Abwertung des Euro zwischen Januar und April 1999 kann im Lichte der gegenläufigen Konjunkturtrends in den USA und weiten Teilen des Euro-Gebiets gesehen werden. Die zu Anfang des Jahres 1999 bekanntgegebenen offiziellen Wirtschaftsdaten wiesen auf eine erstaunliche Stärke der wirtschaftlichen Aktivität in den USA hin; im vierten Quartal 1998 hatte das BIP mit einer Jahresrate von 6,1% zugenommen. Im Gegensatz dazu war das Wirtschaftswachstum in einigen Ländern des Euro-Raums – insbesondere in Deutschland – etwas schwächer als zunächst angenommen. Daraufhin verschoben sich die Markterwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze zugunsten des Dollars, was in einem größer werdenden Abstand zwischen impliziten Zinsterminsätzen für die

Entwicklung des Euro spiegelt Wachstumserwartungen wider

USA und das Euro-Gebiet zum Ausdruck kam. Obgleich der Umfang der von der EZB am 8. April beschlossenen geldpolitischen Lockerung für die Märkte überraschend kam, blieb der Zinsschritt in den folgenden Tagen weitgehend ohne Wirkung für den Euro/Dollar-Kurs.

Auch die Entwicklung von Angebot und Nachfrage an den europäischen Anleihemärkten dürfte in den ersten Monaten des Jahres 1999 einen Beitrag zur Abwertung des Euro geleistet haben. Verglichen mit dem lebhaften Interesse der Emittenten von in Euro aufgelegten internationalen Anleihen blieb die Nachfrage der Portfoliomanager nach solchen Wertpapieren eher verhalten. Bis Mitte April hatte der Euro vor dem Hintergrund der fortgesetzten Kampfhandlungen auf dem Balkan auf rund \$ 1,06 abgewertet. In den folgenden Wochen wurde er bei etwa \$ 1,06–1,07 gehandelt. Dies entspricht annähernd dem Niveau, das die Notierungen der einzelnen im Euro aufgegangenen Währungen im April 1998 implizierten. Die Abwertung des Euro seit Januar ist in geordneten Bahnen verlaufen, was in der recht geringen tatsächlichen und impliziten Volatilität zum Ausdruck kommt. Allgemeiner gesehen läßt sich festhalten, daß sich jede Form zusätzlicher Unsicherheit hinsichtlich der Performance einer neuen Währung in ausgesprochen engen Grenzen hielt; die Volatilität des Euro gegenüber dem Dollar war mit der Volatilität der D-Mark, des französischen Franc und anderer europäischer Währungen gegenüber dem Dollar im Jahr 1998 vergleichbar.

#### *Langfristige Aussichten für den US-Dollar*

Möglicherweise  
mittelfristiger  
Stabilisierungseffekt  
des Dollars ...

Die tendenzielle Aufwärtsbewegung des Dollars zwischen Frühjahr 1995 und Sommer 1998 sowie sein darauffolgender Einbruch und Wiederanstieg werfen erneut die Frage auf, inwieweit sich die mittel- und längerfristigen Aussichten für den Wert der US-Währung unterscheiden. Auf mittlere Sicht und auf Stromgrößen abstellend scheinen die allgemeinen Wechselkursbewegungen zwischen Frühjahr 1995 und Sommer 1998 mit den jeweiligen Positionen der Länder im Konjunkturzyklus im Einklang zu stehen. Der stärker werdende Dollar trug dazu bei, daß sich die weltweite Gesamtnachfrage von den kräftig wachsenden Volkswirtschaften hin zu Ländern mit schwacher Nachfrage verlagerte. Das gleiche gilt auch für die Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro in den ersten Monaten des Jahres 1999.

... aber Zweifel  
hinsichtlich  
Dauerhaftigkeit

In einem längerfristigen Kontext scheint es dagegen schwieriger zu sein, die Stärke des Dollars zu erklären. Es gibt zwei Hauptansätze zur Schätzung langfristiger Gleichgewichtswerte für Wechselkurse, die beide nur grobe Näherungen liefern können. Nach dem ersten Ansatz, der die relative Kaufkraft von Währungen betrachtet, scheint der Dollar derzeit etwas oberhalb seines langfristigen Gleichgewichtswerts gegenüber dem Yen und dem Euro zu liegen (Tabelle VI.1). Ein ähnliches Resultat zeigt die Betrachtung des fundamentalen Gleichgewichtswerts des Dollars. Dieser ist das Ergebnis einer – unweigerlich nur Näherungswerte ergebenden – Schätzung des Niveaus, das mit einer langfristig stabilen Relation von Auslandsverschuldung und Produktion konsistent ist.

Die Kombination eines steigenden Außenhandelsdefizits mit einer zunehmenden Belastung durch den Schuldendienst ließ das US-Leistungsbilanzdefizit im Jahr 1998 auf das Rekordniveau von \$ 233 Mrd. ansteigen. Hierdurch erhöhte sich die Nettoauslandsverschuldung der USA von 16% auf rund 19% des BIP. Die

Langfristige Gleichgewichtswerte des US-Dollars (geschätzt)				
	Wechselkurs <sup>1</sup>	Kaufkraftparität <sup>2</sup>	Kaufkraftparität, Trend <sup>3</sup>	Fundamentaler Gleichgewichtswechselkurs <sup>4</sup>
Yen/Dollar	119	163	102	100
Dollar/Euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30

<sup>1</sup> Am 29. April 1999. <sup>2</sup> OECD, Yen/Dollar: 1998, Dollar/„synthetischer“ Euro: 1996. <sup>3</sup> Warburg Dillon Read, Anfang 1999. <sup>4</sup> Institute for International Economics, Anfang 1999. Tabelle VI.1

Konsequenzen dieser Nettoauslandsverschuldung für die künftigen Schuldendienstverpflichtungen werden allerdings dadurch verringert, daß die Renditen auf das US-Auslandsvermögen traditionell höher ausfallen als die Zinsen auf die Auslandspassiva. Das US-Nettovermögenseinkommen wurde erst im Jahr 1997 negativ und belief sich 1998 auf weniger als 1% des BIP. Im Gegensatz dazu erzielt Japan auf sein Nettoauslandsvermögen, das inzwischen bei über 25% des BIP liegt, nur ein Nettovermögenseinkommen in Höhe von rund 1,5% des BIP.

### Entwicklung an den Devisenmärkten aufstrebender Volkswirtschaften

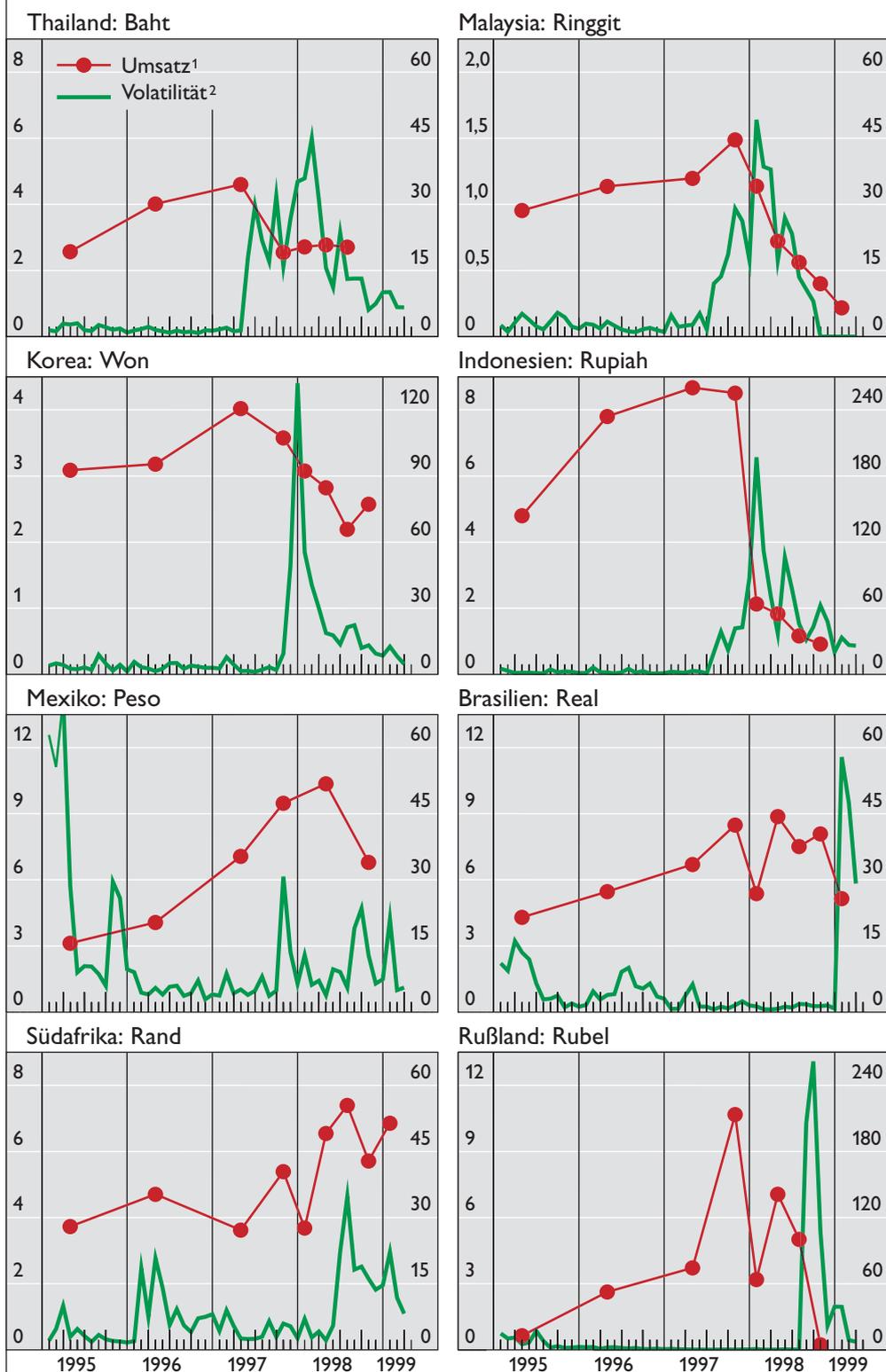
Im Jahr 1998 und Anfang 1999 waren an den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften zwei bedeutende Entwicklungen zu verzeichnen (s. auch Kapitel III). Erstens geriet der Rubel im August 1998 in schwere Turbulenzen, die dann auch auf Mexiko übergriffen, wo es zu einem drastischen Rückgang der Kapitalzuflüsse kam und die Währung deutlich abwertete, und im Januar 1999 mußte Brasilien den Real nach heftigen spekulativen Angriffen abwerten. Zweitens zeigten die Devisenmärkte in Asien, die 1997 und Anfang 1998 von heftigen Turbulenzen erschüttert worden waren, wieder Anzeichen der Stabilisierung, was es der Geldpolitik erlaubte, die kurzfristigen Zinsen schrittweise zu senken. Am Beispiel des Won ist zu erkennen (s. Grafik VI.7), daß die Volatilität des Wechselkurses gegenüber dem Dollar, die 1997 und zu Beginn des Jahres 1998 sehr stark gestiegen war, wieder auf das Niveau von vor der Krise absank. Diese Entwicklung ging mit der Rückkehr zur Stabilität an den Finanzmärkten der Region und der verbesserten wirtschaftlichen Lage einher. Andere Währungen, die die Turbulenzen im Jahr 1997 besser überstanden hatten, wie beispielsweise der Yuan und der Hongkong-Dollar, blieben im Verlauf des Jahres 1998 und während der ersten Monate 1999 stabil.

Die höhere Wechselkursstabilität spiegelte zu einem großen Teil binnenwirtschaftliche Faktoren wider. Zusätzlich wurde sie auch durch die Entwicklung des Yen/Dollar-Wechselkurses und die sich wandelnde Beziehung der asiatischen Währungen gegenüber diesem Wechselkurs gestützt. Vor dem Ausbruch der Krise im Jahr 1997 waren die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien fest an den Dollar gebunden gewesen. Durch die beachtliche Wertsteigerung des Dollars von 1995–97 gegenüber der D-Mark und insbesondere gegenüber dem Yen verzeichneten die Währungen in Asien eine sehr starke effektive Aufwertung und damit verbunden einen beträchtlichen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Dies brachte viele asiatische Währungen unter Druck und

Krise in Rußland und Brasilien

In Asien Stabilisierung der Devisenmärkte

## Devisenmärkte ausgewählter aufstrebender Volkswirtschaften

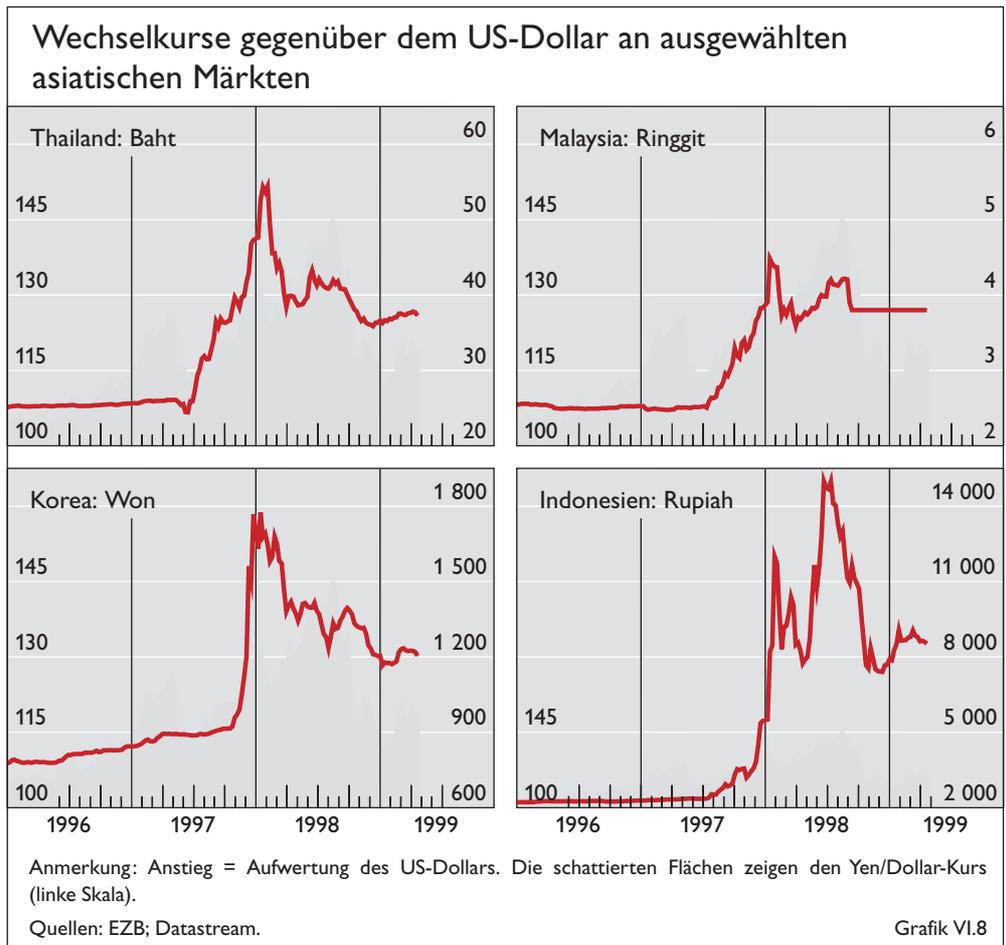


Anmerkung: Zu dem scharfen Umsatzrückgang am russischen Devisenmarkt nach Juli 1998 haben verschiedene strukturelle Veränderungen beigetragen.

<sup>1</sup> Jeweils Umsatz in Landeswährung, pro Handelstag des gezeigten Monats (Mrd. US-Dollar; linke Skala), ausgenommen Brasilien und Mexiko, wo der Umsatz auch auf andere Währungen bezogen ist (ausführliche Informationen s. letztjähriger Jahresbericht, Tabelle VI.5). <sup>2</sup> Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar je Monat auf das Jahr hochgerechnet (rechte Skala).

Quellen: Zentralbanken; Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik VI.7



führte schließlich zur Aufgabe der Anbindung an den Dollar. In der zweiten Jahreshälfte 1997 und im ersten Halbjahr 1998 hielten Rupiah, Won, Ringgit und Baht zum Dollar Distanz und vollzogen statt dessen eher die Abwärtsbewegung des Yen gegenüber dem Dollar nach (Grafik VI.8). Bis August 1998 konnten diese Währungen dank der stärkeren Parallelentwicklung zum Yen und der lockereren Beziehung zum sich aufwertenden Dollar wieder an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Das gleiche gilt für die meisten anderen asiatischen Währungen, allerdings mit der wichtigen Ausnahme des Yuan und des Hongkong-Dollars, die fest an die US-Währung gebunden blieben.

Da die Struktur der Exporte Chinas in die USA, die Europäische Union und Japan jener Koreas, Thailands und der Philippinen (Tabelle VI.2) sehr ähnlich ist – Länder, deren Währungen erheblich abgewertet hatten –, erschien die Anbindung des Yuan an den Dollar besonders gefährdet, als der Dollar Mitte August 1998 einen Wert von ¥ 150 erreichte. Als der Dollar dann in den folgenden sechs Wochen rund ein Viertel seines Wertes gegenüber dem Yen einbüßte, ließ jedoch die Befürchtung der Marktteilnehmer, daß China die Wechselkursbindung aufgeben könnte, nach. Gleichzeitig endete auch für andere Währungen in Asien die Phase der engen Beziehung zum Yen, und sie bewegten sich wieder im Einklang mit dem nachgebenden Dollar.

In der Zeit nach Januar 1999 war die Mehrzahl der asiatischen Währungen tendenziell wieder stärker mit dem Yen korreliert. Die Tatsache, daß sich die

Ursachen von Wettbewerbsdruck auf asiatische Währungen									
	Korea	Indien	Thailand	Malaysia	Singapur	Indonesien	Philippinen	China	Taiwan
Indien	38								
Thailand	63	44							
Malaysia	66	23	58						
Singapur	53	17	46	56					
Indonesien	37	42	45	41	21				
Philippinen	69	38	67	71	51	42			
China	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwan	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hongkong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

Anmerkung: Die Ähnlichkeit der Warenstruktur der Exporte der asiatischen Länder in die USA, nach Japan und in die Europäische Union wird anhand des Finger-Index ermittelt, unter Verwendung der SITC-Gliederung auf Zweistellerebene für die Gesamtexporte ( $X_*$ ).

Für zwei Länder  $i$  und  $j$  wird der Finger-Index bestimmt durch die Gleichung:

$$100 \sum_{k=1}^{64} \text{Min} [(X_k^i/X_k^j), (X_k^j/X_k^i)], \text{ wobei } 64 \text{ die Anzahl der Sektoren angibt.}$$

Der Index kann Werte zwischen 0 (vollständige Unterschiedlichkeit) und 100 (Länder haben eine exakt gleiche Exportstruktur) annehmen.

Quellen: F.M. Finger und M.E. Kreinin, „A measure of export similarity and its possible uses“, in: *The Economic Journal*, Vol. 89, S. 905ff.; OECD; eigene Berechnungen.

Tabelle VI.2

meisten asiatischen Währungen seit Mitte 1997 in der Regel am stärksten an der jeweils abwertenden Währung – sei es der Dollar oder der Yen – orientieren, deutet darauf hin, daß sich ein eher eklektischer Ansatz des Wechselkursmanagements in der Region herausgebildet hat. Eine Ausnahme stellt Malaysia dar, das im September 1998 seinen Wechselkurs zum Dollar fixierte und strenge Kapitalverkehrskontrollen einführte. Anfang 1999 wurden diese teilweise gelockert.

Zwar stabilisierten sich die Wechselkurse in Asien im Verlauf des Jahres 1998, doch zeigen der Einbruch des Rubels im August, der Druck auf den mexikanischen Peso in den Monaten danach und die spekulativen Angriffe auf den brasilianischen Real, die im Januar 1999 schließlich zur Freigabe des Wechselkurses führten, daß die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor anfällig sind. Darüber hinaus weisen Daten über die Devisenmarktumsätze der vergangenen Jahre darauf hin, daß die Aktivität an diesen Märkten noch immer gedämpft ist (Grafik VI.7). In einigen Fällen, wie beispielsweise in Indonesien und Malaysia, ist der Umsatz sogar niedriger als im Jahr 1995. Dies steht auch im Einklang mit der in Kapitel VII beschriebenen Umkehr der Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften. Seit August 1998 spiegelt sich hierin zugleich die weltweite Flucht in Qualität und Liquidität (s. Kapitel V) wider, die auf die Krise in Rußland folgte.

In Grafik VI.7 werden zwei unterschiedliche Beziehungsmuster zwischen Aktivität und Volatilität an den Märkten gezeigt. Ähnlich wie es für Aktienmärkte typisch ist, ging die höhere Volatilität am südafrikanischen Devisenmarkt im Jahr 1998 auch mit einem größeren Handelsvolumen einher. Demgegenüber weisen Märkte mit extremen Verwerfungen, wie etwa Indonesien im Jahr 1997 und Anfang 1998 sowie Rußland im Sommer 1998, eine inverse Beziehung zwischen Volatilität

Weiterhin  
gedämpfte Aktivität

und Aktivität auf. Im Falle Rußlands beispielsweise stieg der Umsatz am Devisenmarkt zwischen 1995 und 1997 äußerst rasch an. Nach dem Einbruch des Rubels kam die Marktaktivität dann aber fast vollständig zum Erliegen, wobei diese Entwicklung möglicherweise durch Strukturveränderungen am Markt verschärft wurde.

## Wechselkurse innerhalb Europas

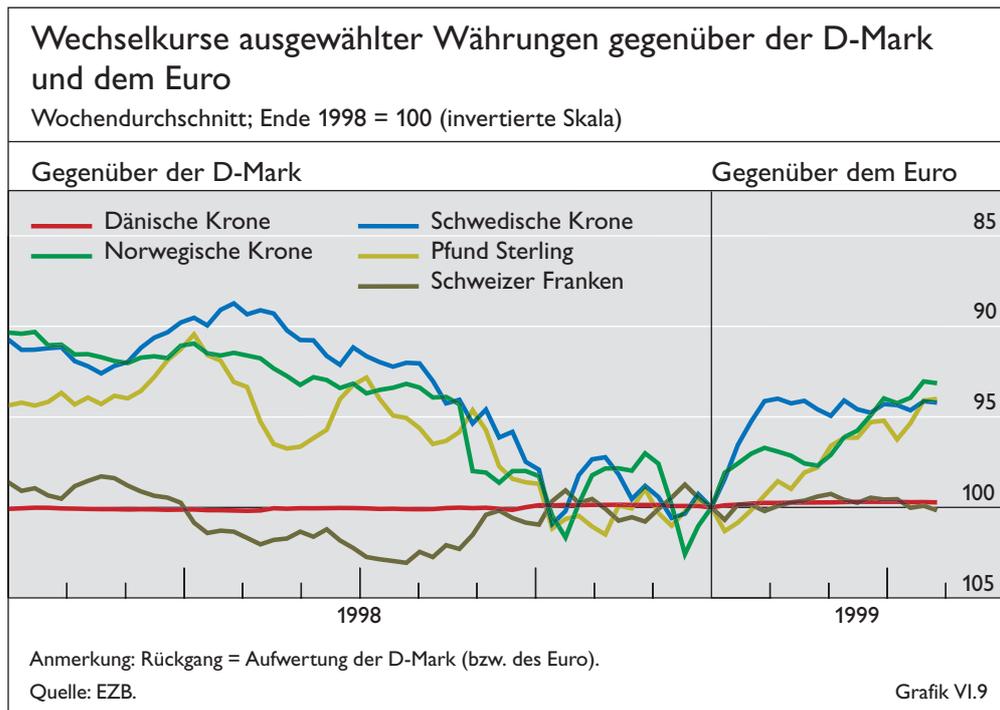
Die europäischen Devisenmärkte waren im Jahr 1998 von der in ruhigen Bahnen verlaufenden Vorbereitung auf die Währungsunion und einer angesichts der weltweiten Finanzmarkturbulenzen bemerkenswerten Stabilität geprägt. Im ersten Halbjahr wurde die Konvergenz der Notenbanksätze und der Anleiherenditen in Europa von stabilen innereuropäischen Wechselkursbeziehungen und einem rückläufigen Devisenhandel begleitet. Der Zentralbankerhebung von 1998 zufolge ging der Anteil des Handels von D-Mark gegen französische Francs am Kassa- und Terminmarkt sowie am Markt für Währungsoptionen zwischen 1995 und 1998 erheblich zurück. Dieser Trend verstärkte sich noch, nachdem am 3. Mai die an der Währungsunion teilnehmenden Währungen sowie die bilateralen Eintrittskurse bekanntgegeben worden waren.

Als die Krise in Rußland im August 1998 eine weltweite Flucht in Qualität und Liquidität auslöste, blieben die Devisenmärkte im künftigen Euro-Gebiet bemerkenswert ruhig. In den darauffolgenden Monaten war die Volatilität gegenüber der D-Mark bei anderen Währungen, die im Euro aufgehen würden, niedrig, und die kurzfristigen Zinsen konvergierten gegen Jahresende (s. Kapitel IV), worin die stabilisierende Wirkung der bevorstehenden Währungsunion zum Ausdruck kam. Im Gegensatz dazu gerieten einige europäische Nichtteilnehmerwährungen zwischen Ende August und Oktober 1998 unter Druck. Die stabilisierende Rolle der Aussicht eines Beitritts zur Währungsunion wird an den unterschiedlichen Reaktionen der Finnmark einerseits sowie der norwegischen und der schwedischen Krone andererseits erkennbar. Während die Finnmark gegenüber der D-Mark stabil blieb, verdreifachte sich die Volatilität der schwedischen Krone zwischen August und Oktober, als sich die Währung gegenüber der D-Mark abschwächte (Grafik VI.9). Im Falle der norwegischen Krone wurde dieser Effekt noch zusätzlich vom anhaltenden Ölpreisverfall verstärkt, und die Währungsbehörden sahen sich gezwungen, die Zinsen im August deutlich anzuheben und schließlich die Ausrichtung auf den Wechselkurs aufzugeben.

Aussicht auf  
Währungsunion  
wirkt stabilisierend

Die Schwäche der schwedischen Krone gegenüber der D-Mark während fast des gesamten Jahres 1998 war auch auf das Nachlassen der Konjunktur in Schweden zurückzuführen, und die Notenbank sah sich veranlaßt, die Zinsen wiederholt zu senken. Im vierten Quartal stabilisierte sich die Krone gegenüber der D-Mark. Außerdem verringerte sich die Renditendifferenz zwischen schwedischen und deutschen Anleihen, da die Marktteilnehmer einen früheren Beitritt Schwedens zur Währungsunion zu erwarten begannen.

In den Wechselkursen zweier wichtiger dem Euro-Gebiet nicht angehörender europäischer Währungen – Pfund Sterling und Schweizer Franken – spiegeln sich ebenfalls konjunkturelle Faktoren und damit verbundene Reaktionen der Geldpolitik wider. So kann die Abschwächung des Pfund Sterling



Gleichgerichtete Entwicklung des Pfund Sterling und des Schweizer Frankens mit dem Euro ...

gegenüber der D-Mark in den ersten drei Quartalen 1998 auf geänderte Zins-erwartungen an den Märkten – bedingt durch Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung im Vereinigten Königreich – zurückgeführt werden. Die in den impliziten Zinsterminsätzen zum Ausdruck kommende nach unten gerichtete Korrektur der Erwartungen (Grafik VI.2) wurde schließlich durch den allmählichen Rückgang der kurzfristigen britischen Zinsen zwischen Oktober 1998 und April 1999 bestätigt. Gegenüber dem Euro wurde das Pfund innerhalb einer engen Schwankungsmarge gehandelt und wertete von Januar bis April 1999 langsam von £ 0,71 auf £ 0,66 auf. Diese Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Euro – in einer Phase, in der sich der Euro gegenüber dem Dollar abschwächte – zeichnet seine Entwicklung gegenüber der D-Mark und dem Dollar seit den frühen neunziger Jahren nach.

... wie zuvor mit der D-Mark

Ähnlich wie in der Vergangenheit wertete der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark ab, als sich diese im ersten Halbjahr 1998 abschwächte, und legte an Wert zu, als die D-Mark in der zweiten Jahreshälfte ihre Verluste gegenüber dem Dollar wieder wettmachte. Gegenüber dem Euro wertete der Schweizer Franken zwischen Januar und April 1999 leicht ab, als der Euro gegenüber dem Dollar nachgab. Die Wechselkursentwicklung des Schweizer Frankens gegenüber der neuen Währung bildete somit das Muster nach, das zuvor gegenüber der D-Mark bestanden hatte. Das Bestreben der schweizerischen Währungsbehörden, diese Beziehung beizubehalten, wurde am 8. April 1999 an dem parallel zur Zinssenkung der EZB vollzogenen geldpolitischen Schritt deutlich.

### Devisenmärkte nach der Einführung des Euro

In den ersten Monaten nach der Einführung des Euro standen die kurzfristigen Wertveränderungen der neuen Währung, insbesondere ihre Abwertung

gegenüber dem Dollar, im Zentrum des Interesses. Der Euro dürfte jedoch zu einer Reihe struktureller Veränderungen an den Devisenmärkten führen. Diese Veränderungen (deren zeitliches Auftreten kaum vorherzusagen ist) hängen mit der Rolle zusammen, die der Euro in Zukunft als Transaktions-, Reserve- und Anlagewährung sowie als Anker für andere Währungen spielen wird. Der Euro repräsentiert einen Wirtschaftsraum, auf den 16% des Welt-BIP und 30% des Welthandels entfallen – Anteile, die mit denen der USA vergleichbar sind, wobei jedoch offen ist, ob der Euro letztlich die gleiche Bedeutung erlangen wird wie der Dollar.

Als Vehikelwährung könnte der Euro eine sehr wichtige Rolle spielen. Die Verwendung einer Währung an den Devisenmärkten ist ein weithin verwendetes Maß für ihre Bedeutung als Transaktionswährung. Nach den Daten der 1998 veröffentlichten im 3-Jahres-Abstand stattfindenden Zentralbankerhebung ist der Dollar noch immer die bei weitem bedeutendste Vehikelwährung (Tabelle VI.3). Es wird geschätzt, daß der Dollar an 94% aller Transaktionen auf dem Kassa- und Terminmarkt beteiligt ist; dabei wurde berücksichtigt, daß ein Teil des Devisenhandels mit Beginn der Währungsunion entfallen ist. Schätzungen auf der Basis des Handels mit den Währungen des späteren Euro-Gebiets im Jahr 1998 lassen

Bedeutung des Euro abhängig von seiner Rolle als Transaktionswährung ...

Devisenmärkte und europäische Währungsunion						
	Umsatz <sup>1</sup> 1995			Umsatz <sup>1</sup> 1998		
	Ins-gesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums <sup>2</sup>	Ins-gesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums <sup>2</sup>
Mrd. US-Dollar						
US-Dollar	1 313,4	–		1 741,0	–	
Währungen des Euro-Raums <sup>2</sup>	869,8	551,4	201,1 <sup>3</sup>	968,4	709,1	125,1 <sup>3</sup>
D-Mark	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Französischer Franc	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
ECU	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen	371,4	329,9		407,2	363,3	
Pfund Sterling	139,7	102,8		211,9	159,4	
Schweizer Franken	116,3	85,7		138,8	108,7	
Insgesamt	1 571,8	1 313,4		1 981,6	1 741,0	

Anmerkung: Schätzungen kursiv.

<sup>1</sup> Durchschnittlicher täglicher Umsatz, bereinigt um inländische Doppelzählungen zwischen Händlern. Die Tabelle zeigt den Umsatz, bei dem eine bestimmte Währung auf einer Seite der Transaktion steht; folglich wird jede Transaktion doppelt gezählt. Um dies zu berücksichtigen, wird die Gesamtsumme (die noch andere Währungen sowie nicht nach Währungen aufgegliederte Posten enthält) durch 2 geteilt. <sup>2</sup> In der Erhebung ist ein gesonderter Ausweis nur für D-Mark, französischen Franc, Pfund Sterling, ECU und die Gesamtheit aller übrigen EWS-Währungen verfügbar. Zur Schätzung des Umsatzes in Währungen des Euro-Raums werden die Angaben für die übrigen EWS-Währungen aufgeschlüsselt anhand des Handels in jeweiliger Landeswährung auf der Grundlage des für Tabelle V.5 des 67. Jahresberichts verwendeten Ansatzes. <sup>3</sup> Vor Beginn der Währungsunion wurden Devisentransaktionen zwischen den Währungen der späteren Teilnehmerländer teilweise über den US-Dollar als Vehikelwährung abgewickelt. Eine Schätzung der derzeitigen Bedeutung von Euro, Dollar und Yen unter Abzug des Umsatzes innerhalb des Euro-Raums 1998 überzeichnet daher die Bedeutung des Euro, unterzeichnet die des Yen und führt zu korrekten Ergebnissen im Falle des Dollars.

Quellen: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); eigene Berechnungen. Tabelle VI.3

Offizielle Devisenreserven					
	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar				
	Veränderungen zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	198,5	172,3	52,7	63,8	1 636,1
Industrieländer	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asien <sup>1</sup>	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
Lateinamerika <sup>2</sup>	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Osteuropa <sup>3</sup>	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Übrige Länder	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Veränderungen zu konstanten Wechselkursen <sup>4</sup>				
Insgesamt	180,8	200,3	111,4	28,8	1 636,1
Reserven in US-Dollar	142,5	162,1	78,3	25,7	1 144,6
davon:					
In den USA <sup>5</sup>	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
Bei Banken außerhalb der USA <sup>6</sup>	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
Nicht aufgliederbar	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
Reserven in anderer Währung	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
darunter: Bei Banken <sup>6</sup>	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

<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. Differenz auf der Basis der bekannten Reserven zugeordnet. <sup>5</sup> Ohne erhaltene Vorauszahlungen auf Verkäufe von Rüstungsgütern im Ausland und ohne Marktwert von Nullkuponanleihen, emittiert für die Regierungen Argentiniens, Mexikos und Venezuelas als Sicherheit für deren Brady-Anleihen. <sup>6</sup> Einlagen von Währungsinstitutionen bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle VI.4

vermuten, daß der Euro zu Beginn der Währungsunion in rund 50% aller Devisenmarkttransaktionen verwendet wurde. Auf lange Sicht dürfte dieser Anteil wohl größer werden; in welchem Ausmaß dies der Fall sein wird, hängt allerdings davon ab, welche Rolle der Euro als Reserve-, Anlage- und Ankerwährung spielen wird.

Fest steht jedoch, daß das Handelsvolumen an den Devisenmärkten mit der Einführung des Euro geschrumpft ist. Der Erhebung von 1998 zufolge betrug der Handel zwischen den Währungen des Euro-Raums, der sich im Jahr 1995 noch auf 13% des Gesamtumsatzes belaufen hatte, 1998 nicht einmal mehr 6%. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, daß der Wegfall eines wichtigen Segments des Devisenmarktes nicht durch einen verstärkten Handel mit Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften ausgeglichen wurde, wie es zuvor erwartet worden war. Der Handel mit diesen Währungen ging zwischen 1997 und 1998 sogar zurück.

Um die Rolle des Euro als Reservewährung zu beurteilen, ist zwischen kurzfristigen Entwicklungen und langfristigen Perspektiven zu unterscheiden. In den letzten Jahren lag der Anteil der in Dollar denominierten Finanzinstrumente an den weltweiten Devisenreserven relativ unverändert bei rund 70% (Tabelle VI.4).

... Reserve-  
währung ...

Die entsprechenden Anteile, die auf D-Mark und Yen entfallen, sind sehr viel geringer und beliefen sich zum Jahresende 1998 auf 11% bzw. 5%. Die Abnahme der nicht in Dollar gehaltenen Reserven im Jahr 1998 ist im wesentlichen auf den Rückgang der europäischen Währungen, mit Ausnahme der D-Mark, jedoch einschließlich der ECU, zurückzuführen. Zusammengefasst wurden im Jahr 1998 rund 15% der weltweiten Devisenreserven in den Währungen der an der Währungsunion teilnehmenden Länder gehalten. Da der in den einzelnen europäischen Teilnehmerwährungen denominierte Reservebestand in den Ländern des Euro-Raums entfallen ist, dürfte sich der Anteil des Dollars an den Reserven insgesamt etwas erhöht haben. Wie sehr das Gewicht des Euro innerhalb der Weltreserven längerfristig das der Summe aller Währungen, die in ihm aufgegangen sind, übersteigt, wird von den künftigen Strategien des Reservemanagements der Zentralbanken abhängen. Die Rolle des Euro als Ankerwährung könnte ebenfalls von Bedeutung sein, wenn Länder, die ihre Währung an den Euro binden, ihre Reserven vorzugsweise in dieser Währung halten. Angesichts der hohen Bestände der von aufstrebenden Volkswirtschaften gehaltenen Reserven könnte der Wechselkurspolitik dieser Länder in diesem Zusammenhang besonderes Gewicht zukommen.

Vor dem Hintergrund der starken Zunahme der internationalen Anleihe- und Aktientransaktionen (Tabelle VI.5) dürfte der Euro eine bedeutende Anlagewährung werden. Im ersten Quartal 1999 war ein lebhafter Absatz von Euro-Anleihen zu verzeichnen. Im 67. Jahresbericht war darauf hingewiesen worden, daß die Entwicklung der neuen Währung wesentlich davon bestimmt werden dürfte, wie die für die Steuerung der Passiva, aber auch der Aktiva Verantwortlichen auf die Einführung des Euro reagieren werden. Zweifellos wird der Euro von der wachsenden Integration der Märkte für Staatsanleihen und private Schuldtitel in Europa profitieren. Die teilweise weiterhin vorhandene Segmentierung an diesen Märkten – u.a. bedingt durch nationale Unterschiede in den gesetzlichen Vorschriften, den Steuersystemen und den Marktpraktiken – deutet darauf hin, daß es möglicherweise auch eine Weile dauern könnte, bis sich der Euro auf das private Portfolioverhalten auswirken wird.

Die Bedeutung des Euro als Anker für andere Währungen wird sich wahrscheinlich auf der Grundlage der Rolle, die der D-Mark in dieser Hinsicht bis Ende 1998 zukam, entwickeln. Der Grad der Parallelbewegung der Wechselkurse

... Anlage-  
währung ...

... sowie als  
Anker für andere  
Währungen

Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	In Prozent des BIP											
USA	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Japan	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Deutschland	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Frankreich	n.v.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italien	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Kanada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

\* Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden.  
Quelle: Zahlungsbilanzstatistik der einzelnen Länder. Tabelle VI.5

Bedeutung von US-Dollar, D-Mark und Yen als Ankerwährungen									
	Anteil des Umsatzes inländischer Währung (%) gegen <sup>1</sup>			Wechselkurs- elastizität <sup>2</sup>		Anteil des Umsatzes inländischer Währung (%) gegen <sup>1</sup>			Wechselkurs- elastizität <sup>2</sup>
	US-\$	D-Mark	Yen			US-\$	D-Mark	Yen	
Asien					Osteuropa				
Indien: Rupie	90,0	2,9	1,0	0,09	Polen: Zloty	78,9	19,8	n.v.	0,33
Korea: Won	97,3	0,5	1,5	0,29	Slowakische				
Taiwan: Dollar <sup>3</sup>	90,5	1,3	4,4	0,24	Republik: Krone	85,0	11,9	3,2 <sup>4</sup>	0,63
Thailand: Baht	96,7	0,3	1,9	0,33	Tschechische				
Lateinamerika					Republik: Krone <sup>5</sup>	42,8	53,5	3,6 <sup>4</sup>	0,75
Brasilien: Real	85–90 <sup>6</sup>	n.v.	n.v.	0,55	Ungarn: Forint	71,5	25,4	0	0,45
Kolumbien: Peso	100,0	0	0	–0,08	Andere Währungen				
Mexiko: Peso	n.v.	n.v.	n.v.	–0,96	Israel: Neuer Schekel	89,2	n.v.	n.v.	0,28
Peru: Neuer Sol	100,0	0	0	0,03	Saudi-Arabien:				
					Saudi Riyal	98,1	0,2	0,1	0
					Südafrika: Rand	95,0	1,8	3,2	0,11
					Türkei: Lira	100,0	0	0	0,68

<sup>1</sup> Die Anteile am Devisenumsatz werden ermittelt, indem der Handel der Landeswährung gegenüber US-Dollar, D-Mark und Yen in Relation zum gesamten Handelsvolumen der Landeswährung gesetzt wird (Juli 1998). <sup>2</sup> Die Wechselkurselastizität entspricht den geschätzten Koeffizienten der Regression  $X_t = \alpha + \beta (DM/\$)_t + \gamma (Yen/\$)_t + u_t$ , wobei  $X_t$  der Wechselkurs einer Währung gegenüber dem US-Dollar ist. Alle Variablen sind in prozentualen Veränderungen ausgedrückt. Der Schätzung liegen monatliche Daten für den Zeitraum Januar 1993 bis Dezember 1998 zugrunde. Für die asiatischen Währungen bezieht sich die Elastizität auf Änderungen des Yen/Dollar-Kurses, für alle übrigen Währungen auf Veränderungen des DM/Dollar-Kurses. Eine Elastizität nahe 0 weist auf eine starke Parallelentwicklung mit dem Dollar hin. <sup>3</sup> April 1998. <sup>4</sup> Enthält auch weitere Währungen. <sup>5</sup> Oktober 1997. <sup>6</sup> Schätzung.

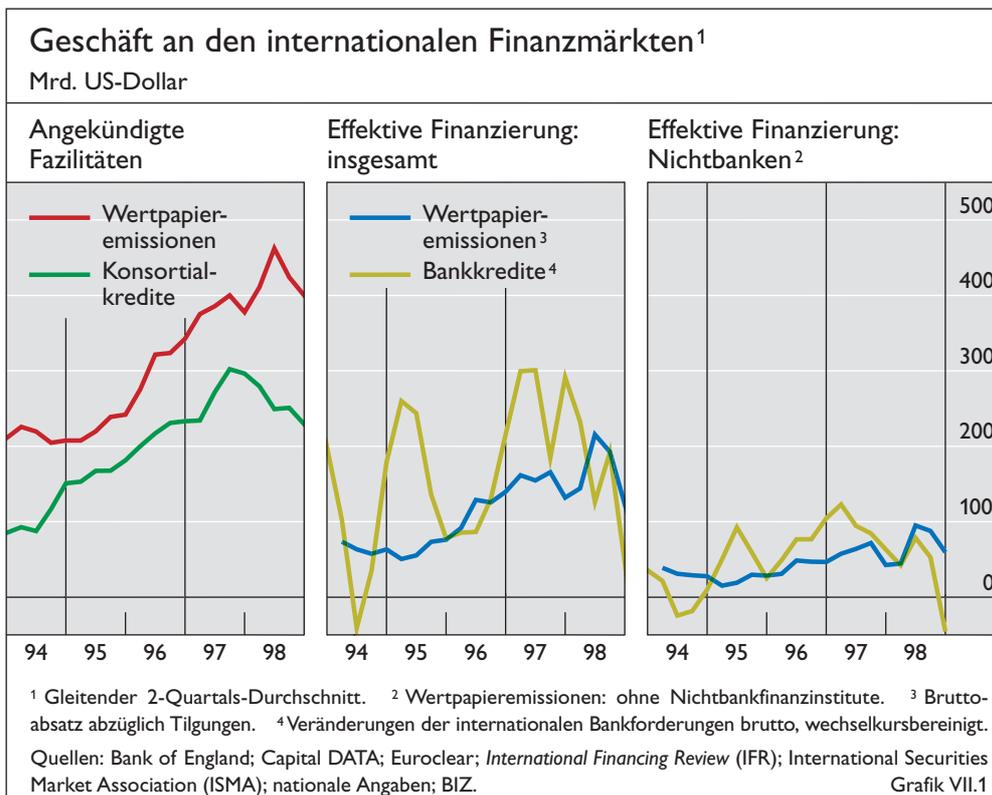
Quellen: Zentralbanken; Datastream; IWF; eigene Berechnungen. Tabelle VI.6

gegenüber Dollar, D-Mark und Yen läßt darauf schließen, daß der Dollar in Asien, Lateinamerika und anderen Regionen eine dominierende Rolle spielt (Tabelle VI.6). Die Gliederung der Devisenmarktumsätze nach Währungen weist in dieselbe Richtung. Die Ankerfunktion der D-Mark beschränkte sich im Jahr 1998 auf Europa, was darauf hindeutet, daß für die nahe Zukunft auch die Rolle des Euro als Ankerwährung auf diese Region (und auf das frühere Einflußgebiet des französischen Franc) begrenzt sein könnte. Anfang 1999 reagierten das Pfund Sterling, der Schweizer Franken, die schwedische Krone und die meisten osteuropäischen Währungen auf Änderungen des Euro/Dollar-Kurses weitgehend so, wie sie in der Vergangenheit auf Bewegungen des DM/Dollar-Kurses reagiert hatten. Im Durchschnitt wertete der Schweizer Franken jeweils um rund 1,1% ab, wenn der Euro gegenüber dem Dollar um 1% nachgab. Die schwedische Krone folgte dem Euro weniger eng und wertete in der Regel bei jeder Abwertung des Euro um 1% um rund 0,7% ab. Das Pfund Sterling vollzog die Bewegungen des Euro gegenüber dem Dollar tendenziell zur Hälfte nach. Die tschechische Krone verhielt sich ähnlich wie die schwedische Krone, während der Zloty die Veränderungen des Euro gegenüber dem Dollar im Durchschnitt zu weniger als einem Drittel begleitete. Der Forint dagegen bewegte sich zum Euro stärker parallel als zur D-Mark.

## VII. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Das von Rußland im August 1998 verfügte Schuldenmoratorium stellte einen Wendepunkt für die internationalen Finanzmärkte dar. Natürlich hatten sich die seit Beginn der Asien-Krise im Juli 1997 wiederholt aufgetretenen Spannungen bereits in beträchtlichem Maße auf die Marktbedingungen insgesamt ausgewirkt; im allgemeinen blieben die expansionsbegünstigenden Faktoren bis zum vergangenen Sommer jedoch noch stark genug, um ein Gegengewicht zu den wachsenden Bedenken hinsichtlich der eingegangenen Kreditrisiken zu bilden. Die wichtigsten dieser Faktoren waren die Suche nach höheren Erträgen in einem günstigen monetären Umfeld, die teilweise damit verknüpfte internationale Diversifizierung der Portfolios, die Welle von Fusionen und Übernahmen in den Industrieländern sowie das allmähliche Entstehen eines gesamteuropäischen Finanzmarktes. Der unerwartete Beschluß Rußlands führte zu einem drastischen Vertrauensschwund am Markt, der im September noch durch Enthüllungen in bezug auf den Umfang der Verschuldung von LTCM (Long-Term Capital Management) verstärkt wurde. Außer für Schuldner höchster Bonität wurden die Ausgabekonditionen generell abrupt verschärft, die Neufinanzierung durch die



Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt) <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar						
Auslandsforderungen von Banken <sup>2</sup>	316,4	274,9	680,1	532,7	1142,6	331,0	9665,4
Inlandsforderungen in Fremdwährung <i>abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken</i>	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1382,8
A = Internationale Bankforderungen netto <sup>3</sup>	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5485,0
B = Nettoabsatz Geldmarktinstrumente	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Bruttoabsatz Anleihen und Notes <i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufe</i>	..	504,1	536,8	859,6	1014,0	1167,8	
C = Nettoabsatz Anleihen und Notes	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4121,6
D = A + B + C = Internationale Finanzierung insgesamt	388,7	443,6	593,1	957,3	1038,3	792,7	9801,1
<i>abzüglich Doppelzahlungen<sup>4</sup></i>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1456,1
E = Internationale Finanzierung (netto) insgesamt	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8345,0

<sup>1</sup> Bankkredite und Euronote-Absatz: Veränderung der Bestände, wechsellkursbereinigt; Anleihefinanzierungen: Stromgrößen.  
<sup>2</sup> Banken in den G10-Ländern sowie in Dänemark, Finnland, Irland, Luxemburg, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie Filialen der US-Banken in Panama.  
<sup>3</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>4</sup> Von den berichtenden Banken erworbene oder begebene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BIZ. Tabelle VII.1

internationalen Finanz- und Wertpapiermärkte wurde stark gedrosselt, und der Sekundärmarkthandel für sämtliche Risikoinstrumente brach ein. Die Senkung der Notenbankzinssätze brachte zwar ein gewisses Maß an Ruhe zurück und belebte die Primär- und Sekundärmärkte, doch blieb die allgemeine Besorgnis hinsichtlich der Stabilität des internationalen Finanzsystems bestehen.

Trotz erheblicher Verluste einiger wichtiger Marktteilnehmer hat der internationale Interbankmarkt die massive Auflösung fremdfinanzierter Positionen und die abrupte Verlagerung des Anlegerinteresses auf sichere und liquide Vermögenswerte dem Anschein nach relativ gut überstanden. Die Finanzierungen über den internationalen Wertpapiermarkt wurden weiterhin durch längerfristige Einflüsse gestützt, und in einem vom starken Wettbewerb der Emissionsinstitute geprägten Umfeld erweiterten erstklassige Schuldner sogar ihre Inanspruchnahme des Marktes. Die Derivatmärkte schließlich paßten sich einmal mehr der Überprüfung bestehender Positionen und Strategien an. Dennoch darf die Widerstandsfähigkeit der Märkte nicht darüber hinwegtäuschen, daß sowohl Marktteilnehmer als auch Entscheidungsträger vom Ausmaß der Richtungsänderung überrascht wurden, das erhebliche Mängel hinsichtlich des Risikomanagements, der Aufsicht und der Markttransparenz aufzeigte.

## Das internationale Bankgeschäft

Bedingt durch Fusionen und Übernahmen in Nordamerika und in Europa blieb das Geschäft im Bereich der Konsortialkreditfazilitäten im Jahre 1998 relativ lebhaft;

dennoch gingen die Ankündigungen um 16% (auf \$ 957 Mrd.) zurück. Die für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften arrangierten Fazilitäten verringerten sich um nahezu die Hälfte (auf \$ 68 Mrd.) und sanken im ersten Quartal 1999 weiter. Die Mitte 1997 ausgebrochene Asien-Krise hatte das Umfeld für Schuldner bereits erheblich verschlechtert. Der Rückzug japanischer und anderer asiatischer Banken brachte eine weitere Verschärfung der Kreditkonditionen mit sich. Vor diesem Hintergrund verstärkte das russische Schuldenmoratorium lediglich die von den Banken ohnehin vorgenommene Überprüfung ihrer Engagements und ihres Risikomanagements. Die wachsende Präsenz von institutionellen Anlegern und Investmentbanken sowie ein aktiverer Sekundärmarkthandel führten dazu, daß sich die Konditionen stärker der Entwicklung an den internationalen Wertpapiermärkten angleichen. Gleichzeitig ermöglichte die zunehmende Nutzung von Kreditderivaten in gewissem Maße eine schnellere Anpassung der Engagements, wenngleich die weltweite Finanzkrise in diesem

Russisches  
Moratorium ...

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar						
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1 200,7
B = Forderungen an Länder des Berichtsgebiets	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Forderungen an Nichtbanken	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Internationale Refinanzierung von Inlandskrediten	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Wiederanlage zwischen Banken	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Nicht aufgliederbar	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Internationale Bankforderungen brutto	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D - B 3) = Internationale Bankforderungen netto	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1 047,9
B = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern des Berichtsgebiets	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Inländische Refinanzierung von Auslandskrediten	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1 318,2
3) Wiederanlage zwischen Banken	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Nicht aufgliederbar	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten brutto	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Nachrichtlich: Konsortialkredite <sup>2</sup>	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

<sup>1</sup> Veränderung der Bestände, wechselkursbereinigt. <sup>2</sup> Angekündigte neue Fazilitäten.  
Quellen: Capital DATA; BIZ.

Tabelle VII.2

Marktsegment eine ganze Reihe von Mängeln deutlich werden ließ (s. den Abschnitt „Internationale Märkte für derivative Instrumente“).

In den detaillierten BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft, in denen die effektiv vergebenen Kredite und nicht nur die angekündigten Kreditfazilitäten erfaßt werden, trat die Verschlechterung des Finanzumfelds im Laufe des Jahres 1998 klarer zutage. So kürzten die Banken nicht nur ihr Engagement in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften im ersten Quartal um einen Rekordbetrag, sondern reduzierten in der Folge auch ihre Aktivitäten in anderen Entwicklungsregionen. Als die Rußland-Krise im dritten Quartal ihren Höhepunkt erreichte, waren schließlich auch die Industrieländer vom Rückzug der Banken betroffen. Bei der Vergabe neuer Kredite an Nichtbankkunden aus Finanzzentren, in denen Hedge Funds ihren Sitz haben, war der Rückgang besonders ausgeprägt. Die Tatsache, daß die berichtenden Banken parallel dazu Wertpapierbestände liquidierten, wies auf eine Auflösung von besicherten Kreditgeschäften hin. Zwar schwächte sich der Rückzug aus den aufstrebenden Volkswirtschaften im letzten Quartal ab, doch erreichten der Abbau fremdfinanzierter Positionen und die Flucht in sichere Anlagen einen Höhepunkt, was einen absoluten Rückgang der aggregierten Positionen des internationalen Bankgeschäfts zur Folge hatte. Gleichzeitig zeigten Nichtbankeinleger eine starke Präferenz für Banken, die den Turbulenzen an den Finanzmärkten weniger ausgesetzt zu sein schienen.

Für eine gewisse Zeit wurden die negativen Auswirkungen, die diese Entwicklungen auf die internationale Bankkreditvergabe hatten, durch Wachstumsfaktoren verschleiert. Einer dieser Faktoren war die schrittweise Realisierung der Währungsunion in Europa, die als Katalysator für die Expansion des Auslandsgeschäfts in Europa wirkte, ein anderer die aktive Rolle der Banken an den Wertpapiermärkten. Die starke Veränderung bestimmter Wertpapierbestände der Banken im Jahresverlauf unterstrich denn auch die Bedeutung, die dem Eigenhandel der Banken im Gesamtgeschäft zukommt. Als weiterer stützender Einfluß war die aktive Umschichtung der weltweiten Liquidität durch den internationalen Interbankmarkt zu werten. Zusammen mit der weltweiten Expansion einiger europäischer Bankengruppen schufen diese Faktoren auch einen Ausgleich zum Rückzug japanischer Banken und zu den indirekten Auswirkungen der Turbulenzen auf Banken mit tatsächlichen oder vermuteten Verbindungen zu Großschuldnern oder fremdfinanzierten Anlegern.

#### *Geschäft mit Ländern im Berichtsgebiet*

Bereits im ersten Halbjahr 1998 konzentrierte sich das internationale Bankgeschäft auf Kosten Japans und der Mehrzahl der aufstrebenden Volkswirtschaften stark auf Kreditnehmer in Europa, Nordamerika und an Finanzplätzen der Karibik. Diese Ausrichtung des Kreditgeschäfts trug dazu bei, daß sich die Ausweitung der Risikoprämien für die Schuldner im Berichtsgebiet (mit Ausnahme Japans) verzögerte (Definition des BIZ-Berichtsgebiets s. Tabelle VII.1, Fußnote 2). Indirekt mögen dadurch auch Fremdfinanzierungsstrategien erleichtert worden sein. Zu beachten ist zudem, daß die Banken im selben Zeitraum ihre Bestände an Wertpapieren, die von Emittenten aus entwickelten Ländern begeben wurden, beträchtlich aufstockten; allerdings trat der Umfang der damit verbundenen reinen Handelstätigkeit erst bei der darauffolgenden Glättstellung zutage. Der im Laufe

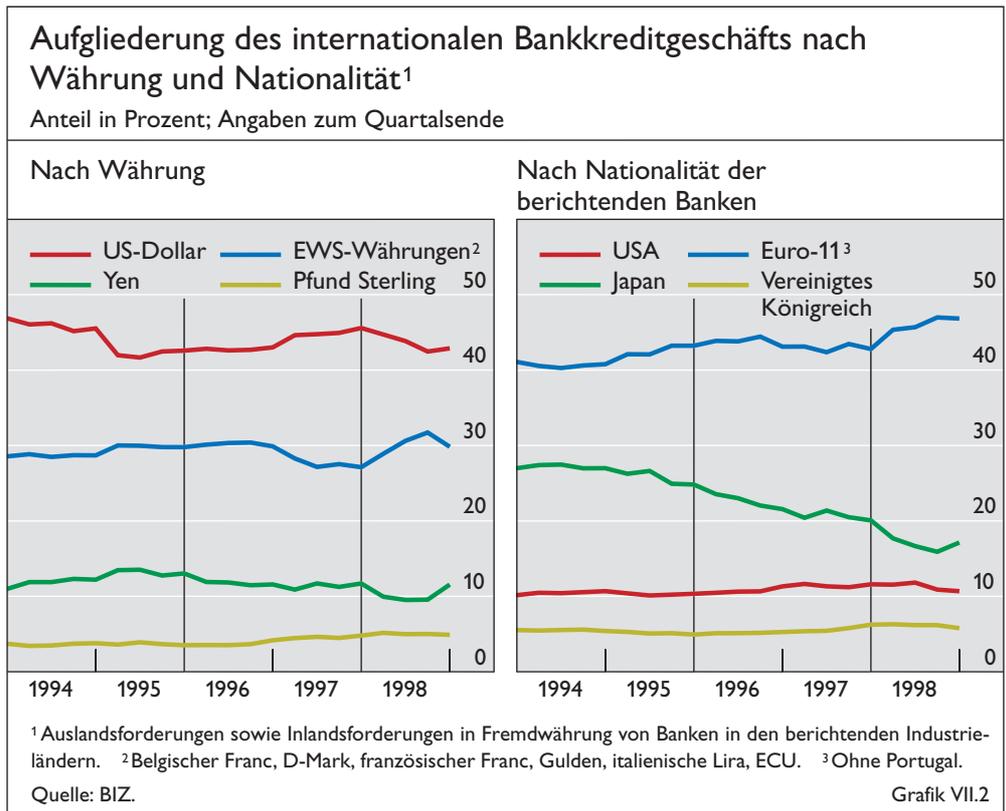
... beschleunigt Rückzug der Banken aus den Entwicklungs-ländern ...

... und führt zu Rückgang der Kreditvergabe in absoluten Zahlen ...

... bei nachlassender Wirkung von Wachstumsfaktoren

Aktive Kreditvergabe im Berichtsgebiet im ersten Halbjahr ...

... erleichtert fremdfinanzierte Transaktionen ...



des Sommers plötzlich aufgetretene Umschwung im Kreditangebot zeigte sich am deutlichsten bei Transaktionen mit dem Nichtbankensektor im Berichtsgebiet. Während der Rückzug im dritten Quartal auf Banken mit Sitz in den USA und an einigen karibischen Finanzplätzen (wo zahlreiche Hedge Funds registriert sind) beschränkt war, wurde er im vierten Quartal zu einer erdrutschartigen Bewegung. Diese Entwicklung spiegelte sich in einem auf das Jahr gerechneten Rückgang des an Nichtbanken im Berichtsgebiet vergebenen internationalen Kreditvolumens um 9% wider.

Auf der Passivseite der internationalen Bilanzen der berichtenden Banken erschienen die neuen Einlagen von im Berichtsgebiet ansässigen Nichtbankanlegern bis zum Sommer ausreichend, um den Abzug von Einlagen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auffangen zu können. Erste Anzeichen einer Anspannung wurden im dritten Quartal deutlich, als diese Anleger ihre Vermögenswerte bevorzugt bei einem ausgewählten Kreis von Banken unterbrachten. Dieses Ungleichgewicht wurde im vierten Quartal besonders groß, als sich im Berichtsgebiet ansässige Nichtbanken massiv und auf breiter Front vom internationalen Bankenmarkt zurückzogen (-22% auf das Jahr gerechnet). Dies erklärt die vielbeachtete weltweite Kreditverknappung im vergangenen Oktober. Im Rückblick darf jedoch wohl davon ausgegangen werden, daß die im Berichtszeitraum aufgetretenen Verwerfungen im internationalen Bankgeschäft ebenso auf die verminderte Attraktivität der Banken für Einlagen zurückzuführen waren wie auf ihre zögerliche Haltung bei der Gewährung neuer Kredite. Dies erklärt, warum die Währungsbehörden der wichtigsten Länder dem Markt Liquidität zuführten, wodurch weitere Folgewirkungen für das Finanzsystem vermieden werden konnten.

... die die anschließende Umkehr verstärken ...

... ebenso wie der massive Einlagenabzug

### Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Die Kreditströme in die aufstrebenden sowie die im Übergang befindlichen Volkswirtschaften verzeichneten im Jahr 1998 eine drastische Wende (–\$ 60 Mrd., verglichen mit +\$ 73 Mrd. im Jahr 1997); diese gestaltete sich jedoch sowohl in bezug auf den Zeitpunkt als auch hinsichtlich des Umfangs in den verschiedenen Regionen sehr unterschiedlich. Im Falle Asiens machte sich die Krise im Sommer 1997 bemerkbar und erreichte ihren Höhepunkt im ersten Quartal des Jahres 1998, als die berichtenden Banken ihr Engagement in Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand stark zurücknahmen. Eine Verbesserung der Marktbedingungen – insbesondere im Hinblick auf Korea – erwies sich als kurzlebig, da die Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften die Hauptlast der Flucht in sichere Anlagen zu tragen hatten, zu der es nach der Bekanntgabe des russischen Schuldenmoratoriums im August kam. In der Folge reduzierten die berichtenden Banken ihr Engagement gegenüber dieser Ländergruppe weiter, zogen sich – angesichts wachsender Ungewißheit bezüglich der Finanzsituation inländischer Holding-Gesellschaften und der Tragfähigkeit des Wechselkurses (s. Kapitel III) – gleichzeitig aber auch aus China zurück. Der umfassende Rückzug der kreditgebenden Banken unterschiedlicher Nationalität und der hohe Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten am gesamten Asien-Engagement der Banken (im Durchschnitt 60% Ende 1997) vertieften die Verwerfungen in den Volkswirtschaften der Region noch zusätzlich.

Rückzug der Banken aus Asien ...

... weitet sich im Sommer aus ...

... auf China ...

Auslandsforderungen der Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*								
	1996	1997	1998				Stand Ende 1998	
	Jahr	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.		4. Q.
Mrd. US-Dollar								
Länder außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt	141,4	98,6	–29,6	– 5,0	– 4,5	–25,7	5,6	1200,7
Entwickelte Länder	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Osteuropa	10,8	18,5	– 0,5	6,3	4,6	–10,4	–1,0	108,8
<i>Rußland</i>	6,8	9,8	– 6,3	3,3	2,7	–10,7	–1,6	54,7
Entwicklungsländer	107,9	54,9	–59,9	–20,8	–11,4	–24,1	–3,6	843,7
Lateinamerika	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	– 8,0	–6,1	309,0
<i>Argentinien</i>	5,4	7,3	– 0,3	1,5	– 0,2	1,2	–2,8	46,5
<i>Brasilien</i>	16,7	10,7	– 3,9	8,1	0,6	– 8,0	–4,5	98,2
<i>Mexiko</i>	0,1	2,3	1,5	1,3	– 0,3	– 0,9	1,4	76,3
Naher Osten	–0,1	10,5	23,3	– 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
Afrika	–0,4	2,6	– 1,1	0,8	– 1,7	– 0,2	0,0	58,7
Asien	79,8	7,6	–82,8	–33,5	–18,0	–23,4	–7,9	369,3
<i>China</i>	13,5	11,4	– 8,3	0,3	– 3,3	– 6,3	1,0	82,7
<i>Indonesien</i>	9,4	5,7	–12,7	– 5,0	– 4,0	– 2,1	–1,6	50,5
<i>Korea</i>	26,6	– 4,3	–30,1	–16,4	– 4,2	– 4,7	–4,9	74,6
<i>Thailand</i>	9,5	–17,5	–24,0	– 8,5	– 5,3	– 4,8	–5,4	56,6

\* Veränderung der Bestände, Wechselkursbereinigt.  
Quelle: BIZ.

Tabelle VII.3

Für einige Zeit konnten die Ansteckungseffekte der Krise über Asien hinaus in Grenzen gehalten werden; im weiteren Jahresverlauf gab es jedoch auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Anzeichen für eine Kreditverknappung. Eine der beachtenswerten Entwicklungen in Lateinamerika war die Kehrtwende im Kreditgeschäft mit Brasilien im zweiten Halbjahr. Inlandszinsen in Rekordhöhe und neue Regulierungen hatten zu Beginn des Jahres zu einem starken Zufluß von Bankmitteln geführt. Als die Entwicklungen in Rußland dann jedoch eine besonders einschneidende Neubewertung der Engagements in Brasilien nach sich zogen, kam es zu einer vollständigen Umkehr dieser Bewegung. Die Auswirkungen der Rußland-Krise, die Auflösung fremdfinanzierter Positionen im Gefolge des gerade noch verhinderten Zusammenbruchs von LTCM und die vorgeschlagene vermehrte Verlustbeteiligung des privaten Sektors anlässlich der Bereitstellung eines vorsorglichen IWF-Unterstützungspakets bestärkten die Gläubigerbanken vermutlich darin, ihr Engagement noch vor der Abwertung des Real im Frühjahr 1999 zu reduzieren. Interessanterweise war der Rückzug der Banken aus anderen Ländern Lateinamerikas weniger ausgeprägt: Argentinien hatte noch bis weit ins dritte Quartal Zugang zum internationalen Bankkreditmarkt, und Mexiko nahm im vierten Quartal zusätzliche Mittel auf, wenngleich mit höherem Zinsaufschlag.

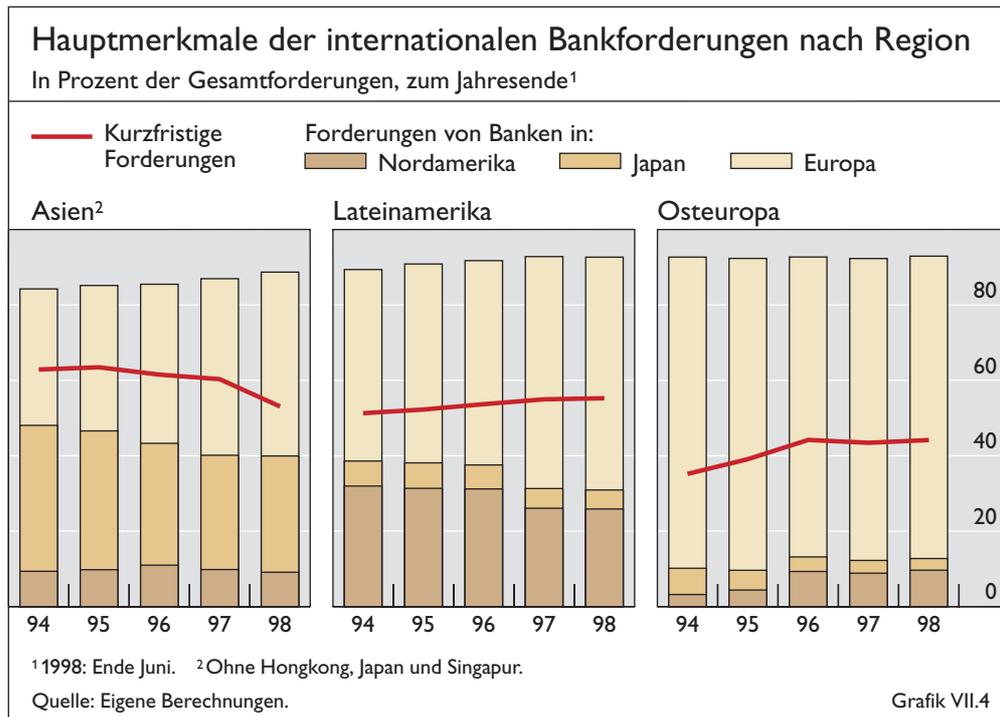
... und Brasilien

Geringe Ansteckung anderer Länder ...

Die Abschirmung Lateinamerikas von der Asien-Krise im ersten Halbjahr 1998 wurde bereits in Kapitel III erwähnt. Daß Argentinien und Mexiko danach – wenn auch in eingeschränktem Maße – weiterhin Zugang zu den internationalen Märkten hatten, läßt darauf schließen, daß die Anleger stärker zwischen den einzelnen Länderrisiken differenzierten. Andere wesentliche

... offenbar wegen vermehrter Differenzierung beim Länderisiko ...





Faktoren dürften diese Tendenz jedoch noch verstärkt haben. Erstens wurde implizit vorausgesetzt, daß die Länder der Region in ein internationales Sicherheitsnetz eingebunden waren; dadurch wurden die Banken angeregt, bestehende Zinsgefälle zu nutzen, und die Kreditzinsspannen konnten sich wieder stabilisieren (s. den letzten Abschnitt dieses Kapitels). Zweitens strebten die europäischen und nordamerikanischen Banken aktiv danach, ihre Präsenz in Lateinamerika weiter zu stärken und Verbindungen zu denjenigen Bankensystemen in der Region zu knüpfen, die anscheinend bereits ein gutes Stück auf dem Weg zur Sanierung zurückgelegt hatten. Drittens schließlich war – außer in Brasilien – der Anteil der im Jahr 1998 fälligen Bankschulden weit kleiner als in Asien. Dies wiederum minderte zumindest kurzfristig den Bedarf an Auslandsfinanzierungen, zumal dieser in einigen Fällen am internationalen Wertpapiermarkt gedeckt werden konnte.

Aus den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft in Osteuropa geht hervor, daß noch bis zu dem Zeitpunkt, als die russische Regierung ein Moratorium über einen Teil der Schulden des Landes verkündete, Finanzmittel nach Rußland flossen. Dies wurde dem Vertrauen der Gläubiger in die Fähigkeit des Landes zugeschrieben, seine Verbindlichkeiten zu bedienen oder sich andernfalls ein internationales Unterstützungspaket zu sichern. Auf die Ankündigung folgte ein massiver Einbruch des Dollarwerts der Bankengagements in Rußland, insbesondere bedingt durch eine deutliche Herabsetzung des Portfoliowerts der notleidenden Wertpapiere. So ging denn auch der in der zweiten Jahreshälfte verzeichnete Rückgang der Forderungen der berichtenden Banken gegenüber der Region ganz zu Lasten Rußlands. Die Bankkredite an andere osteuropäische Länder scheinen im Berichtszeitraum – möglicherweise wegen eines günstigeren wirtschaftlichen Klimas und wachsender Verbindungen zu EU-Ländern – nicht nennenswert zurückgegangen zu sein.

... und ungeachtet des Rußland-Schocks

Parallel dazu flossen die internationalen Bankkreditströme in den Nahen Osten ungehindert weiter, ungeachtet des Zusammenwirkens der Ansteckungseffekte der Krise und fallender Ölpreise. Insbesondere Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate nutzten weiterhin ihre hohe Bonität, um den Bankkreditmarkt in großem Umfang in Anspruch zu nehmen.

## Internationale Wertpapiermärkte

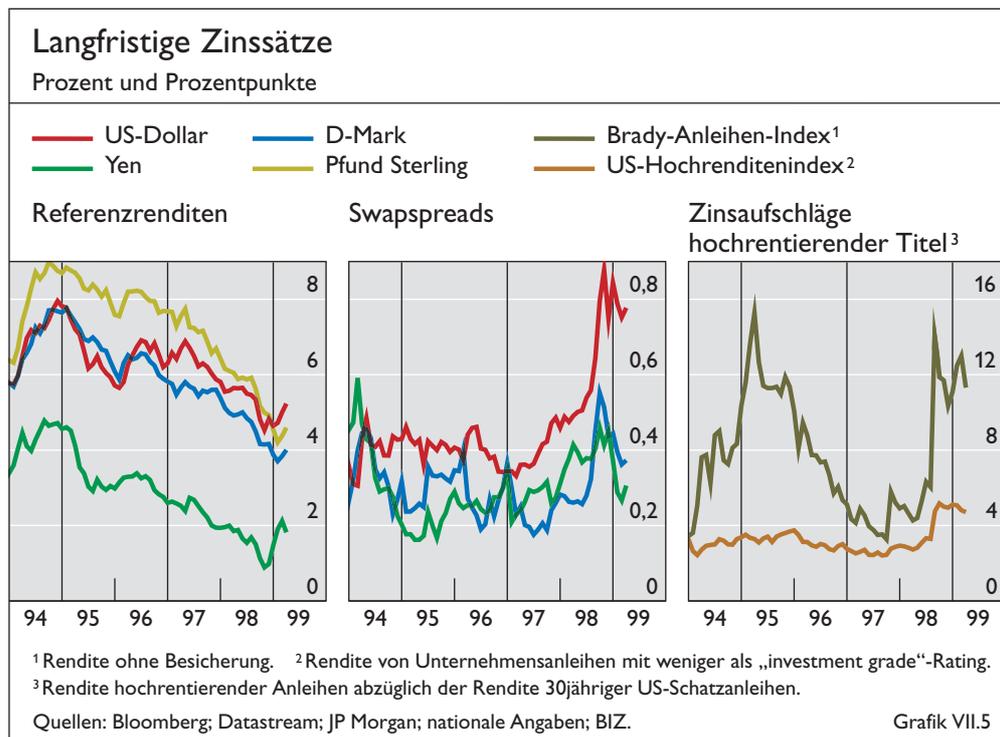
Trotz der trendmäßigen Zunahme der Tilgungen sowie des stark rückläufigen Geschäfts in Geldmarktinstrumenten erreichte der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel 1998 einen neuen Höchststand (\$ 678 Mrd.). Die Emissionsbedingungen schwankten im Verlauf des Jahres stark. Im ersten Quartal wurde das Geschäft sowohl durch Emissionen, die wegen der Verschärfung der Finanzkrise in Asien Ende 1997 verschoben worden waren, als auch durch die darauf folgende stärker akkommodierende Geldpolitik belebt. Im August verdüsterte sich die Marktstimmung, als wegen des russischen Moratoriums nur noch erste Adressen Zugang zu den Märkten hatten. Eine Serie von Notenbankzinssenkungen trug zur Beruhigung bei und ermöglichte eine Erholung des Geschäfts, wenngleich

Rekordabsatz von Wertpapieren ...

Hauptmerkmale der internationalen Schuldtitelemmissionen <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4 316,1
Geldmarktinstrumente <sup>2</sup>	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Anleihen und Notes <sup>2</sup>	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
Entwickelte Länder	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3 506,2
Europa <sup>3</sup>	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2 029,2
Japan	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
USA	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Kanada	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Offshore-Finanzplätze	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Sonstige Länder	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Internationale Organisationen	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
US-Dollar	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1 971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Währungen des Euro-Raums	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1 173,8
Sonstige Währungen	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Finanzinstitute <sup>4</sup>	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2 022,6
Öffentlicher Sektor <sup>5</sup>	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1 273,2
Unternehmen	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1 020,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Angekündigte Anleihen und Notes</i>	534,6	492,5	534,5	861,1	1 010,9	1 172,7	

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

Tabelle VII.4



Besorgnis hinsichtlich des Kredit- und Liquiditätsrisikos die Zusammensetzung der Emissionen stark beeinflusste, und zwar zu Lasten von Schuldern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften. Aus vorliegenden Daten für das erste Quartal 1999 geht hervor, daß diese Schuldner kurz nach der Abwertung der brasilianischen Währung im Januar (die vielfach antizipiert worden war) an den internationalen Wertpapiermarkt zurückkehren konnten. Marktindikatoren deuten jedoch darauf hin, daß sich die generelle Neueinschätzung der Risiken im vergangenen Herbst nachhaltiger auf Kreditspreads und Liquiditätsrisikoprämien auswirkte; diese verharren nämlich über ihrem langfristigen Durchschnitt.

Dennoch erwies sich der Markt gegenüber den immer wieder auftretenden Turbulenzen als widerstandsfähig. Dabei spielten die Ausweitung des Anleger- und des Emittentenkreises sowie die breitere Palette der angebotenen Instrumente eine wichtige unterstützende Rolle, doch waren auch noch andere langfristige Einflüsse am Werk, von denen drei hervorzuheben sind: Erstens führten Sanierungen im Industrie- und Finanzsektor zu einer Welle von Emissionen im Zusammenhang mit Übernahmen. Zweitens eröffnete die verbesserte Haushaltslage der Industrieländer (mit Ausnahme Japans) einem großen Spektrum von Schuldern mit hoher Bonität neue Möglichkeiten. Drittens sorgte die bevorstehende Einführung der einheitlichen europäischen Währung für zusätzliche Dynamik bei den grenzüberschreitenden Kapitalströmen, da die Bemühungen der Emittenten, ECU- bzw. Euro-Referenzwerte zu schaffen, zu einer Abwanderung aus bestimmten Inlandsmärkten führten.

Die größere Volatilität der Märkte verstärkte noch den Konzentrationsprozeß unter den Finanzinstituten. Die US-Emissionsinstitute konnten dank ihrer Finanzkraft ihre führende Stellung halten und Mandate für große US-Dollar-Emissionen von supranationalen Körperschaften und staatlichen Stellen gewinnen.

... beweist Widerstandsfähigkeit des Marktes ...

... im Umfeld von Sanierungen ...

... der Einstellung auf den Euro ...

Händler mit Sitz in Europa nutzten ihr Vertriebspotential für die europäischen Währungen sowie die bevorstehende Einführung des Euro, um ihre Marktanteile zu vergrößern. Hingegen verringerte sich der Marktanteil der japanischen Emissionsinstitute wegen des geringen Japan- und Yen-Geschäfts weiter. Der zunehmende Wettbewerb drückte gleichzeitig auf die Gewinnmargen im Emissionsgeschäft, so daß einige Bankkonzerne ihre ehrgeizigen Pläne für eine weltweite Marktpräsenz zurückstufen.

... und des scharfen Wettbewerbs unter den Emissionsinstituten

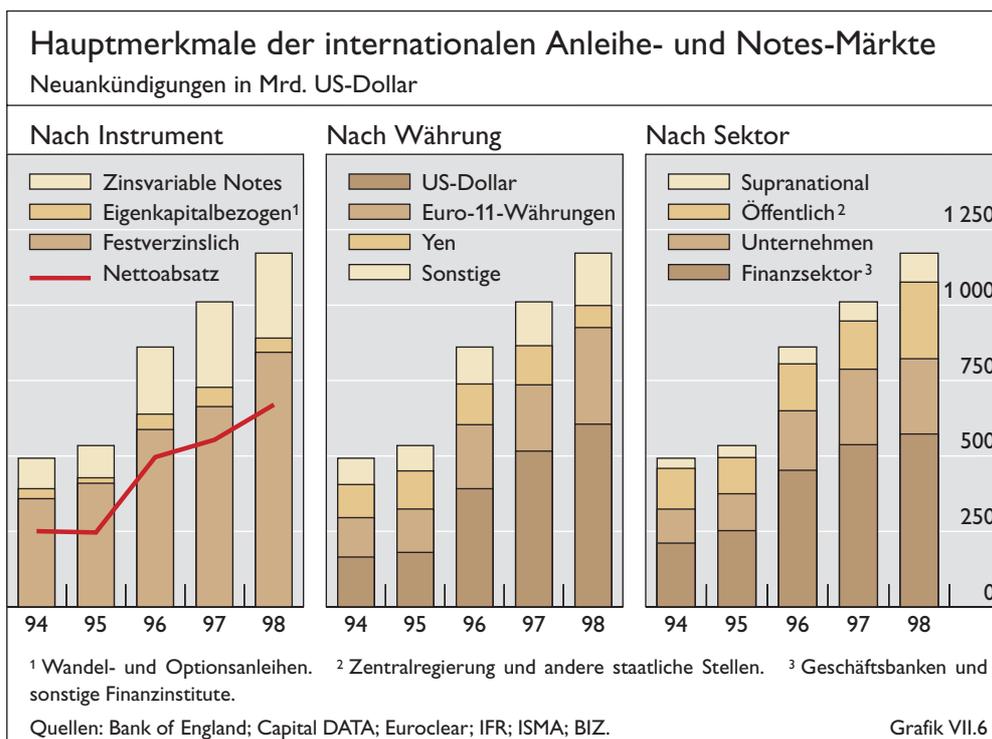
#### Sektor und Nationalität der Emittenten

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten wirkten sich auf die Zusammensetzung der Schuldner aus, die den internationalen Wertpapiermarkt in Anspruch nahmen. Die große Nachfrage der Anleger nach bonitätsmäßig hoch eingestuften, liquiden Wertpapieren motivierte Emittenten des öffentlichen Sektors in den Industrieländern sowie supranationale Organisationen, ihren Absatz zu steigern (um 59% bzw. 44% im Vorjahresvergleich). Dies führte gleichzeitig zu einer markanten Zunahme des durchschnittlichen Umfangs der Transaktionen; 27% des Absatzes entfielen auf Emissionen von über \$ 1 Mrd., verglichen mit 10% im Vorjahr. Trotz Bedenken hinsichtlich ihres Engagements gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften oder Akteuren mit hoher Fremdfinanzierung hielten Finanzinstitute mit 54% nach wie vor den größten einzelnen Anteil an den Emissionen. Das rege Interesse der Anleger an großen Referenzanleihen und Zweifel an der Finanzstärke von Nichtfinanzunternehmen des privaten Sektors hemmten den Absatz von Emissionen aus diesem Bereich.

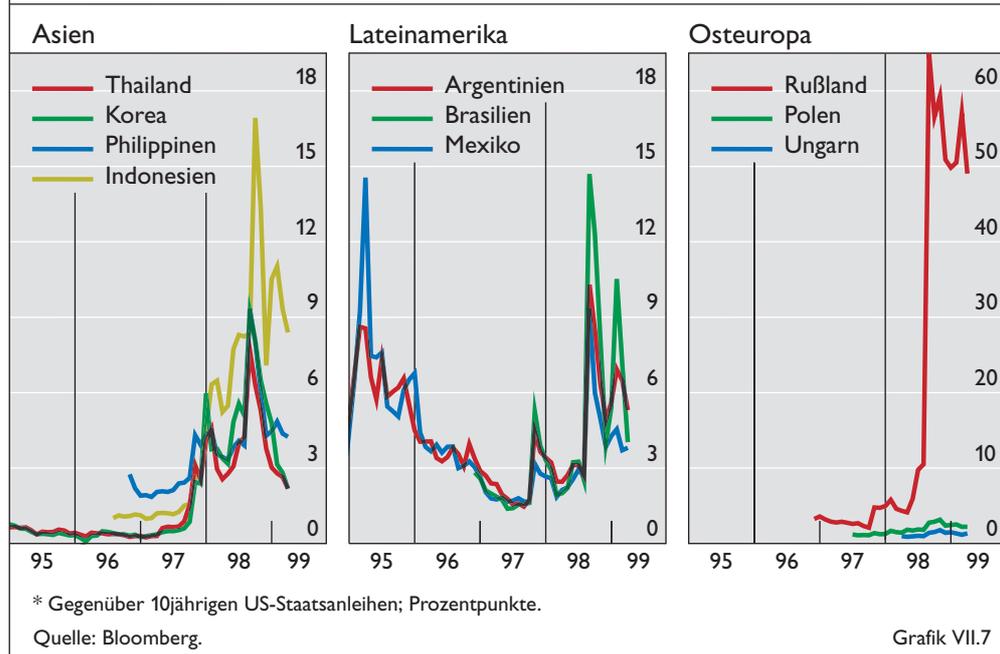
Hinwendung der Anleger zu liquiden Papieren ...

Besonders aktiv waren Emittenten aus den USA und Deutschland mit einem Anteil von 26% bzw. 13% am gesamten Bruttoabsatz von Schuldtiteln. Halbstaatliche Finanzkörperschaften der USA nutzten das geringere Angebot an

... von erstklassigen Emittenten aus den USA und Deutschland ...



## Durchschnittliche Zinsaufschläge internationaler US-Dollar-Staatsanleihen\*



... zu Lasten der Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften

US-Schatztiteln, um große internationale Referenzanleihen zu schaffen, während bonitätsmäßig hoch eingestufte deutsche Kreditinstitute im Zuge einer aktiven Diversifizierung ihrer Refinanzierungen außergewöhnlich große DM-Anleihen auflegten. Der Bruttoabsatz japanischer Schuldner hingegen ging stark zurück, da sich die japanischen Banken mit steigenden Risikoprämien konfrontiert sahen und sich die Unternehmen dem inländischen Anleihemarkt zuwandten. Gleichzeitig ging die Flucht der Anleger in die Sicherheit hauptsächlich zu Lasten der aufstrebenden Volkswirtschaften, und der Bruttoabsatz solcher Emittenten sank gegenüber dem Rekordvolumen von 1997 um 36% (auf \$ 95 Mrd.). Nachdem die Anleger im ersten Halbjahr noch eine Präferenz für lateinamerikanische und osteuropäische Emissionen gezeigt hatten, kam das Geschäft in diesem Marktsegment nach dem russischen Moratorium zum Erliegen. Einige wenige staatliche Schuldner konnten dennoch beträchtliche Anleihen auflegen, aber die Zinsaufschläge waren viel höher und die Laufzeiten kürzer. Mehrere Emissionen waren darüber hinaus mit zusätzlichen attraktiven Merkmalen ausgestattet, die ihre Marktfähigkeit verbessern sollten.

### Art und Währung der Wertpapiere

Rückläufiger Absatz kurzfristiger Papiere ...

Die Finanzierungen mittels *Geldmarktinstrumenten*, wie Euro-Commercial-Paper (ECP) und anderer kurzfristiger Euronotes, verminderten sich 1998 weiter. Die Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften erklärt diesen Rückgang zum Teil, Hauptursache waren aber die Tilgungen einer kleinen Gruppe staatlicher europäischer Schuldner sowie japanischer Finanzinstitute. In ausgeprägtem Gegensatz zu diesem gedämpften Geschäft stand die kräftige Expansion des Commercial-Paper-Marktes in den USA. Zwar war der US-Dollar nach wie vor die bei weitem meistverwendete Währung am ECP-Markt, doch haben sich mehrere europäische

Staaten schon auf das Entstehen eines großen und liquiden europäischen Marktes für kurzfristige Schuldtitel eingestellt und die Einführung von neuen, auf Euro lautenden Fazilitäten bekanntgegeben.

In den *längerfristigen Marktsegmenten* machte der wachsende Bruttoabsatz *festverzinslicher Anleihen* den Rückgang bei den Emissionen zinsvariabler Notes und eigenkapitalbezogener Anleihen mehr als wett. Zwar erschwerte die Volatilität der Anleiherenditen und Swapsätze im zweiten Halbjahr oft den Absatz festverzinslicher Papiere, doch alles in allem förderten die Nachfrage der Anleger nach Liquidität und die Eile der Emittenten, vor dem Beginn der Währungsunion große Referenzanleihen aufzulegen, das Geschäft in diesem Segment. Die anhaltend hohen Swapsreads in einigen der wichtigsten Währungen (insbesondere US-Dollar und Pfund Sterling) ermöglichten es außerdem Emittenten mit hohem Rating, den negativen Effekt der weniger attraktiven Margen für Neuemissionen auszugleichen. Angesichts einer geringen Nachfrage nach komplexen Instrumenten verwendeten supranationale Organisationen und die größten Emittenten des öffentlichen Sektors jedoch eine Reihe von liquiditätsverbessernden Merkmalen, z.B. Fungibilität von Tranchen oder Pensionsfazilitäten.

Zwar riefen die Entwicklung der weltweiten Zinssätze und die Volatilität der Preise von Vermögenswerten ein verstärktes Interesse der Anleger an defensiven Instrumenten hervor, doch beeinträchtigten große Swapsreads die Attraktivität der Ausgabe von *zinsvariablen Notes*. Die weltweite Finanzkrise weckte überdies Zweifel an der Bonität der Finanzinstitute, den Hauptnutzern dieses Marktsegments. Der Absatz *eigenkapitalbezogener Anleihen* verzeichnete 1998, nach einem außergewöhnlich guten Jahr 1997, einen massiven Einbruch. Das schlechte Abschneiden der japanischen Aktienmärkte hatte zur Folge, daß japanische Unternehmen aus diesem Segment, das sie einst dominiert hatten, fast vollständig verschwanden. Anders war die Lage für Schuldner in Europa, wo Umstrukturierungen in der Industrie und die zunehmende Beachtung des Shareholder Value Unternehmen weiterhin dazu veranlaßten, gegenseitige Beteiligungen durch steuerwirksame Wandelanleihen (bei denen die Schuldtitel der einen Gesellschaft in Aktien der anderen gewandelt werden können) aufzulösen. Zu beachten ist, daß das Fehlen von klassischen eigenkapitalbezogenen Emissionen über den tatsächlichen Umfang des Geschäfts in diesem Marktsegment hinwegtäuscht, denn eine wachsende Zahl von Emissionen wird synthetisch auf der Basis von Aktienderivaten strukturiert. Das Geschäft am Primärmarkt für *internationale Aktien* war etwas lebhafter, und der Absatz – der hauptsächlich auf vor kurzem privatisierte europäische und japanische Telekommunikationsunternehmen entfiel – erreichte einen neuen Rekordwert (\$ 125 Mrd.).

Mehrere Entwicklungen machten die Vielfalt der Einflußfaktoren am internationalen Wertpapiermarkt deutlich. Beispielsweise gab es im ersten Halbjahr Anzeichen dafür, daß die Anleger gegenüber Unternehmensschuldtiteln eine positivere Haltung einnahmen, was sich in der Steigerung des Absatzes hochrentierender europäischer Titel (Junk Bonds) zeigte. Danach aber kam dieses Geschäft wegen der Flucht in die Qualität beinahe völlig zum Stillstand. Gleichzeitig profitierten die *förderungsunterlegten Wertpapiere* von der Nachfrage der Anleger nach Wertpapieren mit hohem Rating, und zwar trotz einer gewissen Aufspaltung des Kreditmarktes sowie der Besorgnis über die Liquidität und finanzielle Solidität

... aber Aufschwung bei festverzinslichen Papieren infolge der Nachfrage nach Liquidität

Kreditrisiko beeinträchtigt Absatz zinsvariabler Notes

Eigenkapitalbezogene Anleihen gegensätzlichen Einflüssen unterworfen ...

... ebenso wie hochrentierende Titel

solcher Instrumente. Die Verbriefung entwickelte sich in mehreren europäischen Ländern dennoch weiter; beispielsweise wurden in Italien und der Schweiz erstmals mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere begeben. Die europäischen Banken standen überdies unter Druck, ihr Eigenkapital effizienter zu nutzen und die Eigenkapitalrendite zu steigern, was die Übertragung des Kreditrisikos von Unternehmenskreditportfolios mittels besicherter Kreditschuldverschreibungen (oft kombiniert mit Kreditderivaten) förderte. Der europäische Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere wird jedoch nach wie vor durch die Vielzahl von Regelungen und Usancen sowie die Konkurrenz durch andere Finanzierungsmöglichkeiten (z.B. Hypothekeninstrumente mit Staatsgarantie) behindert.

Rund die Hälfte des Bruttoabsatzes internationaler Wertpapiere lautete erneut auf US-Dollar. Die Flucht in Qualität und Liquidität begünstigte Anleihen von US-Körperschaften und -Verbriefungsgesellschaften (einschl. Globalanleihen, die hauptsächlich an US-Gebietsansässige verkauft wurden). Die bevorstehende Einführung des Euro ließ jedoch den Anteil der Währungen des Euro-Raums (von 19% auf 24%) und der ECU bzw. des Euro (von 1% auf 6%) steigen. Auch das Geschäft in Pfund Sterling verzeichnete einen kräftigen Zuwachs, teilweise dank günstiger Swapmöglichkeiten. Dagegen hemmten technische Faktoren und Liquiditätselemente das Geschäft in kleineren europäischen Währungen zugunsten der D-Mark. Das Offshore-Yen-Geschäft litt unter den hohen Emissionskosten für japanische Schuldner, dem Mangel an attraktiven Möglichkeiten für Zins-/Währungsswaps sowie der raschen Entwicklung der Inlandsemissionen von Unternehmen. Die Auswirkungen der Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften auf den Absatz in hochrentierenden Währungen wurden durch die Erholung in einigen asiatischen Volkswirtschaften und die Einführung neuer Währungen teilweise ausgeglichen.

Vorherrschaft der Emissionen in US-Dollar ...

... trotz kräftigen Anstiegs des Handels im Zusammenhang mit dem Euro ...

... bei nachlassender Bedeutung des Yen

## Internationale Märkte für derivative Instrumente

Das Geschäft an den Märkten für derivative Instrumente wurde 1998 stimuliert durch sich wandelnde Zins- und Wechselkursereignisse, neue Höchststände an den Aktienmärkten sowie die massive Auflösung kreditfinanzierter Positionen im zweiten Halbjahr. Die börsengehandelten Instrumente verzeichneten im dritten Quartal einen Boom, da die Anleger sich aus riskanten Anlagen zurückzogen und sich statt dessen in Staatspapieren mit hoher Bonitätseinstufung und Liquidität engagierten. Der Wettbewerb unter den Börsen blieb intensiv, insbesondere in Europa, wo die bevorstehende Einführung des Euro und die unaufhaltsame Ausbreitung des elektronischen Handels die führende Position etablierter Börsenplätze in Frage stellten. Darüber hinaus sahen sich die Börsen nach wie vor mit der Konkurrenz der rasch wachsenden außerbörslichen Märkte konfrontiert, so daß sie ihr Dienstleistungsangebot ausweiten mußten, um den Verlust an Marktanteilen wettzumachen. Der rasante Anstieg der außerbörslichen Positionen im zweiten Halbjahr zeigte, daß die massive Auflösung von Engagements, die nach dem Schuldenmoratorium Rußlands erforderlich wurde, die dämpfende Wirkung der erhöhten Besorgnis bezüglich der Liquiditäts- und Ausfallrisiken mehr als ausglich. Dennoch machten die Turbulenzen und die damit verbundenen Verluste die Schwächen bestehender Risikomanagement-Systeme in Zeiten

Auftrieb an den Derivatmärkten ...

... vor allem im dritten Quartal ...

... infolge der Auflösung von Engagements

Märkte für ausgewählte Derivate						
	Ausstehender Nominalbetrag am Jahresende					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	Mrd. US-Dollar					
<b>Börsengehandelte Instrumente</b>						
Zinsfutures	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 202,2	13 549,2
Zinsoptionen	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2	7 702,2
Währungsfutures	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9	4 602,8
Währungsoptionen	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Aktienindexfutures	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Aktienindexoptionen	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
<b>Außerbörsliche Instrumente<sup>1</sup></b>	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Zinsswaps	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	29 035,0	50 997,0
Währungsswaps <sup>2</sup>	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 291,3	..
Zinsoptionen <sup>3</sup>	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 823,6	..
	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	4 920,1	..

<sup>1</sup> Von der ISDA erhobene Daten. <sup>2</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>3</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.

Quellen: Futures Industry Association; ISDA; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.

Tabelle VII.5

extremer Volatilität und schwindender Liquidität deutlich, so daß sich die Marktteilnehmer veranlaßt sahen, ihre Risikomodelle und internen Kontrollverfahren zu überprüfen.

#### *Börsengehandelte Instrumente*

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfaßten Finanzkontrakte steigerte sich 1998 erneut (um 9% auf \$ 388 Bio.). Wiederum wurden die Zinsinstrumente bei weitem am aktivsten gehandelt und verzeichneten ein stetiges Umsatzwachstum (um 8% auf \$ 350 Bio.). Unsicherheit hinsichtlich des geldpolitischen Kurses in Europa und Nordamerika förderte während fast des ganzen Jahres den Handel mit kurzfristigen Zinskontrakten, und im zweiten Halbjahr ließ die Flucht in liquide Staatsanleihen mit hohem Rating das Geschäft in beinahe allen Laufzeitbereichen hochschnellen. Gegen Jahresende gingen die Umsätze allerdings wegen der beruhigenden Wirkung niedrigerer Notenbankzinssätze, des Rückzugs von Anlegern mit hoher Fremdfinanzierung und des Abbaus von Positionen im Vorfeld der Währungsunion in Europa zurück. Die Kontrakte auf Aktienindizes verzeichneten erneut ein viel schnelleres Wachstum als die Zinsinstrumente (um 16% auf \$ 34 Bio.), da neue Indizes eingeführt wurden und die Anleger angesichts des zeitweiligen Baisse drucks an den Märkten und der Volatilität nach Absicherung strebten. Hingegen vermochten die starken Schwankungen bei den wichtigsten Währungspaaren keinen allgemeinen Umsatzzuwachs bei den Währungskontrakten zu bewirken (-17% auf \$ 3,5 Bio.). Neben der anhaltenden Dominanz der außerbörslichen Instrumente bei der Steuerung des Wechselkursrisikos schrieben Beobachter das gedämpfte Geschäft an den Börsen der Stabilität der europäischen Crossrates und dem Zögern der Anleger zu, Positionen in Währungen aufstrebender Volkswirtschaften einzugehen.

Führende Rolle der Zinsinstrumente an den Börsen ...

... aber zunehmendes Interesse für Aktienindizes ...

... hingegen weiterhin geringere Bedeutung von Währungskontrakten

Börsengehandelte Derivate							
	Umsatz, Nominalbetrag						Nominal- betrag Ende 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Bio. US-Dollar							
Zinsfutures	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
Auf kurzfristige Anlagen	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
<i>darunter:</i>							
3-Monats-Eurodollarsätze	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
3-Monats-Euro-Yen-Sätze	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
3-Monats-Euro-DM-Sätze	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
3-Monats-PIBOR	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
Auf langfristige Anlagen	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
<i>darunter:</i>							
US-Staatsanleihen	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
Japanische Staatsanleihen	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
Deutsche Staatsanleihen	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
Französische Staatsanleihen	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Zinsoptionen <sup>1</sup>	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Währungsfutures	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Währungsoptionen <sup>1</sup>	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Aktienindexfutures	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Aktienindexoptionen <sup>1</sup>	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Insgesamt	227,8	340,5	333,9	321,5	356,7	387,7	13,5
<i>In Nordamerika</i>	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
<i>In Europa</i>	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
<i>In Asien<sup>2</sup></i>	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
<i>Sonstige</i>	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

<sup>1</sup> Calls und Puts. <sup>2</sup> Einschl. Australien und Neuseeland.  
Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.  
Tabelle VII.6

Eurex überholt  
LIFFE ...

Das CBOT blieb die weltweit umsatzstärkste Börse (die Zahl der gehandelten Kontrakte stieg um 16% auf 281 Millionen); es konnte seine Position vor allem dank der rasanten Umsatzsteigerung bei den Kontrakten auf US-Schatztitel und des Wachstums bei den neuen Aktienindexprodukten halten. Die beiden nächstgrößten US-Börsen, die CME und die CBOE, meldeten ebenfalls ein Umsatzwachstum (um 13% auf 227 Millionen Kontrakte bzw. um 11% auf 207 Millionen). In Europa verzeichnete die Eurex Deutschland (ehemals DTB) einen neuen Rekord (+87% auf 210 Millionen Kontrakte) und überholte damit die LIFFE als die drittstärkste Börse der Welt. Mit der Flucht in die Qualität im zweiten Halbjahr stieg der Bund-Futures-Kontrakt der Eurex in der Kategorie der Zinsinstrumente auf den dritten Platz hinter dem US-Schatzanleihe- und dem Eurodollarkontrakt. Der während der Turbulenzen auftretende Engpaß bei den deutschen Staatsanleihen weckte jedoch Befürchtungen, daß der Basismarkt möglicherweise nicht groß genug ist, um den Futures-Handel in Krisenzeiten zu tragen. In der gleichen Zeit verringerte sich das Geschäft an der LIFFE (um 7%

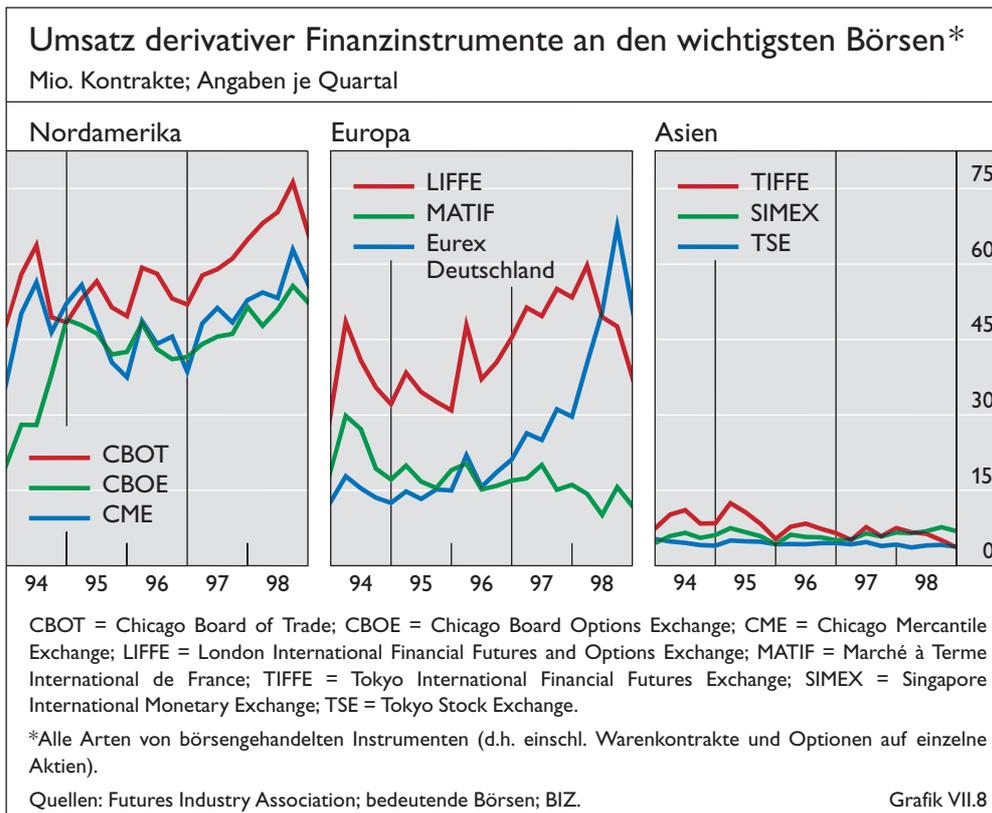
auf 194 Millionen), da Umsatzsteigerungen im Bereich der kurzfristigen Zinsinstrumente und bei einigen Aktienprodukten den Rückgang bei den Instrumenten auf Staatsanleihen nicht auszugleichen vermochten. Insbesondere der Umsatz des Bund-Kontrakts der LIFFE brach zusammen, da der Handel zum billigeren elektronischen System der Eurex abwanderte. Trotz großer technologischer Fortschritte ging der Handel am MATIF angesichts geringerer relativer Verschiebungen zwischen den kontinentaleuropäischen Zinssätzen stark zurück (-31% auf 52 Millionen Kontrakte).

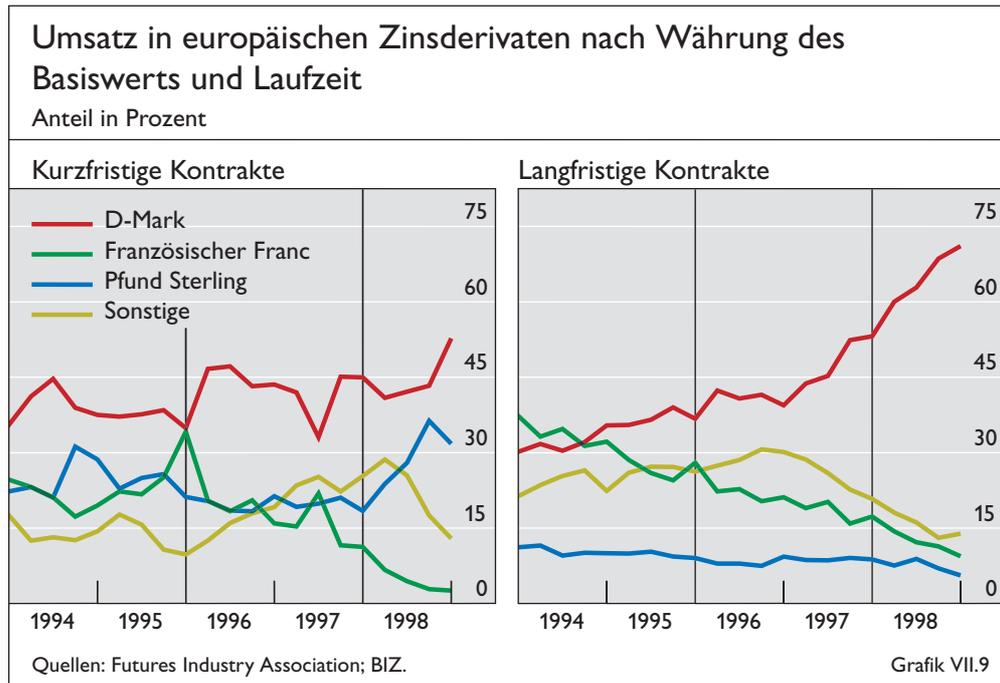
... wegen Abwanderung des Handels mit Bund-Kontrakten nach Frankfurt

Die erwartete Konsolidierung bei den europäischen Zinsinstrumenten förderte die Einführung zahlreicher Euro-kompatibler Kontrakte, so daß befürchtet wurde, angesichts der forcierten Innovationsbemühungen könnte die Liquidität leiden. Eine weitere erwähnenswerte Entwicklung in Europa war die beachtliche Zunahme des Handels mit Aktieninstrumenten; hier wirkten sich Bestrebungen, eine Palette neuer gesamteuropäischer Aktienindizes und -kontrakte einzuführen, sowie die Herabsetzung des Nominalwerts bestimmter Optionen positiv aus. In der Pazifikregion war das Geschäft vorwiegend gedämpft, insbesondere in Japan, wo sich die Nachfrage nach Zinsabsicherungsinstrumenten trotz einiger Handelsmöglichkeiten, die sich aus der „Japan-Prämie“ ergaben, infolge des außerordentlich tiefen Zinsniveaus (mit Ausnahme eines kurzen Zeitraums gegen Jahresende) verringerte. An anderen asiatischen Märkten war dank des aktiveren Handels mit aktienbezogenen Kontrakten eine zaghafte Erholung festzustellen. Dem Wert nach entspricht das Geschäft an den asiatischen und anderen aufstrebenden Märkten allerdings nach wie vor nur einem Bruchteil des Geschäfts in den Industrieländern.

Einführung von Euro-kompatiblen Kontrakten ...

... sowie von gesamt-europäischen Aktienkontrakten ...





... infolge des Wettbewerbs ...

... der Konsolidierung ...

... und neuer Technologien

Der Kampf um europäische Marktanteile nahm eine dramatische Wende, als sich Börsen wie die LIFFE und der MATIF, an denen bis dahin der Parketthandel dominiert hatte, der unaufhaltsamen Expansion des elektronischen Handels beugten. Die zwischen der Deutschen Börse (DB) und der London Stock Exchange Anfang Juli getroffene Vereinbarung betraf zwar in erster Linie das Kassageschäft mit Wertpapieren, verstärkte jedoch auch den Druck zu weiterer Konsolidierung und neuen regionalen Verknüpfungen. Die US-Börsen wiederum gründeten zusammen mit Brokern des Großkundengeschäfts und IT-Anbietern mehrere Joint Ventures, um elektronische Systeme für den gemeinsamen Handel mit Staatspapieren und den entsprechenden Derivaten einzuführen. Angesichts der rapiden Entwicklung der Handelstechnologie verlagert sich der Kampf um eine Vormachtstellung allmählich von der Zulassung neuer Kontrakte in den Bereich der Technologie; davon profitiert eine kleine Zahl kosteneffizienter Zentren. Diesbezüglich sei erwähnt, daß die eigenen Systeme der wichtigsten elektronischen Börsen bereits mit der Konkurrenz einer „neuen Generation“ von Handelssystemen konfrontiert sind, die die Verknüpfung von verschiedenen Börsen- und außerbörslichen Einrichtungen (insbesondere über das Internet) ermöglichen. Die wachsende Bedeutung von bildschirmgestützten Systemen, die verschiedene Produkte und Marktsegmente miteinander verbinden, stellt die Aufsichtsbehörden, die die Solidität und Transparenz solcher Systeme sicherstellen wollen, vor neue Herausforderungen.

#### *Außerbörsliche Instrumente*

Aus ersten Daten der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) zum Geschäft mit Swaps und swapbezogenen Zinsoptionen geht hervor, daß das Geschäft – nach einem Stillstand im Jahr 1997 – 1998 weiter expandierte. Zwar wurde der gemeldete Anstieg des Nominalwerts der offenen Positionen (76%) durch die höhere Zahl der berichtenden Händler aufgebläht, doch war auch die

bereinigte Wachstumsrate deutlich höher als die Zunahme der offenen Positionen an den Börsen (35% bzw. 9%). Insbesondere die Auflösung kreditfinanzierter Positionen im zweiten Halbjahr führte zu einer starken Ausweitung des Volumens der offenen Positionen (da eine bestehende Position – anders als an den Futures-Börsen – nicht durch den Abschluß eines gegenläufigen Kontrakts aufgehoben wird). Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos führten jedoch gegen Jahresende zu einer drastischen Kürzung der Kreditlinien für schwächere Kontrahenten, was die Marktexpansion insgesamt dämpfte.

Aufschwung im außerbörslichen Handel durch Auflösung von Positionen ...

Die von der ISDA veröffentlichten Daten waren nicht weiter aufgeschlüsselt, andere Quellen deuten jedoch darauf hin, daß das Geschäft mit *Zinsinstrumenten* die treibende Kraft war. Angesichts großer Verluste lösten Eigenhändler und Fonds mit hohem Fremdkapitalanteil ihre Positionen auf, u.a. auch mittels Asset Swaps und strukturierter Wertpapiere. Darüber hinaus bewirkte die ungewöhnliche Entwicklung der japanischen Interbankzinssätze und Anleiherenditen gegen Jahresende einen gewissen Umsatz. Als sich die japanischen Banken mit erneutem Aufwärtsdruck bei ihren Interbankverbindlichkeiten konfrontiert sahen, begannen westliche Banken, eine negative Verzinsung von Yen-Einlagen anzubieten, was eine Glattstellung offener Yen-Swaps und einige Geschäfte mit Zinsfloors zur Folge hatte.

... angeführt von Zinsswaps ...

Bei den *Währungsderivaten* förderte der recht beständige Kursanstieg des Dollars gegenüber dem Yen bis August das Geschäft mit entsprechenden Optionen, was den Rückgang im innereuropäischen Geschäft und im Geschäft mit Währungen aufstrebender Volkswirtschaften etwas ausglich (s. Kapitel VI). Danach wurden gleichzeitig massiv kreditfinanzierte Positionen in US-Dollar-Wertpapieren und Yen-Short-Positionen aufgelöst, was eine enorme Volatilität der wichtigsten Wechselkurse hervorrief und das Geschäft zum Erliegen brachte. Abgesehen von Japan war im asiatischen Geschäft hingegen eine gewisse Verbesserung festzustellen, da die Aufwertung der betreffenden Landeswährungen und die Erholung der Aktienmärkte eine allmähliche Lockerung der Geldpolitik und eine teilweise Wiederaufnahme des Handels mit Terminkontrakten ermöglichten.

... und Währungs-  
optionen

Am Markt für *Kreditderivate* hatte schon die Asien-Krise die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf das Kreditrisiko gelenkt, aber die weltweite Ausbreitung der Krise im zweiten Halbjahr 1998 bewirkte gegensätzliche Strömungen am Markt. Einerseits weckte die Besorgnis über das Engagement von Banken gegenüber Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation sowie gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften großes Interesse an Instrumenten zur Absicherung des Ausfallrisikos. Andererseits veranlaßte die starke Ausweitung der Kreditspreads für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften die Finanzinstitute, mit dem Angebot von Absicherungen an bonitätsmäßig niedriger eingestufte Kontrahenten vorsichtig zu sein. Nach Angaben von Marktteilnehmern litt darüber hinaus die Liquidität unter Zweifeln an der Angemessenheit der Kreditdokumentation, die in Rechtsstreitigkeiten zwischen Geschäftspartnern über Absicherungen für Kreditengagements in Rußland zum Ausdruck kamen. Wegen Unstimmigkeiten über die Definition eines kritischen Kreditereignisses, die Preisfestsetzung von Referenzkrediten und die Erfüllung von Kontrakten hatten die Erwerber von Absicherungsinstrumenten Probleme, Zahlungen zu erwirken.

Aktive  
Steuerung des  
Kreditrisikos ...

... wirft Schlaglicht  
auf Probleme mit  
Kreditderivaten

Positionen an den Märkten für außerbörsliche Derivate weltweit, nach Risikoinstrument <sup>1</sup>						
	Positionen Ende März 1995			Positionen Ende Juni 1998		
	Nominalwert	Bruttomarkt-wert		Nominalwert	Bruttomarkt-wert	
	Mrd. US-Dollar	Mrd. US-Dollar	% des Nominalwerts	Mrd. US-Dollar	Mrd. US-Dollar	% des Nominalwerts
Devisenkontrakte	13 095	1 048	8,0	22 055	982	4,5
Devisentermingeschäfte und Devisenswaps	8 699	622	7,2	14 658	584	4,0
Währungsswaps	1 957	346	17,7	2 324	255	11,0
Optionen	2 379	71	3,0	5 040	141	2,8
Sonstige	61	10	16,4	33	2	6,4
Zinskontrakte <sup>2</sup>	26 645	647	2,4	48 124	1 354	2,8
FRA	4 597	18	0,4	6 602	39	0,6
Swaps	18 283	562	3,1	32 942	1 186	3,6
Optionen	3 548	60	1,7	8 528	126	1,5
Sonstige	216	7	3,2	52	2	4,5
Aktienkontrakte	579	50	8,6	1 341	201	15,0
Termingeschäfte und Swaps	52	7	13,5	180	22	12,0
Optionen	527	43	8,2	1 161	180	15,5
Warenkontrakte	318	28	8,8	506	39	8,0
Gold	147	10	6,8	228	9	4,4
Sonstige	171	18	10,5	278	30	10,9
Termingeschäfte und Swaps	120	13	10,8	165	..	..
Optionen	51	5	9,8	113	..	..
Kreditderivate und sonstige außerbörsliche Kontrakte	..	..	..	118	4	3,1
Geschätzte Lücken in Meldungen	6 893	432	6,3	..	..	..
Insgesamt	47 530	2 205	4,6	72 143	2 580	3,6

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen unter Händlern. Wegen anderer Berichtsmonate sowie Unterschieden beim Erhebungsverfahren (1995: vom Standort ausgehend; 1998: weltweit konsolidiert) und bei der Anzahl der beteiligten Länder (1995: 26; 1998: 43) sind die beiden Datenreihen nicht vollständig vergleichbar.  
<sup>2</sup> Nur reine Zinsderivate.  
Quelle: BIZ. Tabelle VII.7

### Marktübergreifende Verknüpfungen und Transparenz

Internationale Erhebung über außerbörsliche Derivate zeigt ...

Die alle drei Jahre durchgeführte Erhebung der Zentralbanken zum Markt für außerbörsliche Derivate per Ende Juni 1998 vermittelt eine Momentaufnahme der Lage unmittelbar vor dem russischen Schuldenmoratorium. Vier Faktoren sind im Lichte der darauffolgenden Ereignisse besonders hervorzuheben. Erstens zeigen die Nominalwerte, daß das Engagement in Zinsänderungspositionen an den außerbörslichen Märkten (das viermal so hoch war wie in börsengehandelten Zinsinstrumenten) die wichtigste Quelle des Marktrisikos im Derivatisektor war. Auf dieses Engagement entfielen zwei Drittel des gesamten ausstehenden Nominalwerts von \$ 72 Bio. an den außerbörslichen Märkten per Ende Juni 1998

... die führende Rolle von Zinsinstrumenten ...

(und 90% des für die Börsen gemeldeten Nominalwerts von \$ 14 Bio.). Zu beachten ist jedoch, daß die Entwicklung komplexer Handelsstrategien, die damit verbundene Zunahme der Verknüpfungen unter den Märkten sowie die Aufsichtsarbitrage möglicherweise die Aussagekraft von aggregierten Daten zu den einzelnen Marktrisikokategorien verringert haben. Beispielsweise führten die hohen Kapitalkosten von Zins-/Währungsswaps dazu, daß diese Instrumente durch eine Kombination von Zinsswaps und kurzfristigen Devisenswaps nachgebildet wurden. Infolgedessen spiegelt sich der Aufbau von Währungsrisiken in den Daten zu den Zins-/Währungsswaps nicht korrekt wider.

Zweitens sind die Nominalwerte von Zins- und Währungspositionen an den Märkten für außerbörsliche derivative Instrumente jetzt mit den gesamten Kassapositionen an den weltweiten Bankkredit- und Wertpapiermärkten vergleichbar. Die Nominalwerte werden im allgemeinen als Referenzgröße für die Berechnung der Zahlungsströme der einzelnen Kontrakte verwendet. Sie ermöglichen so einen groben Vergleich der potentiellen Übertragung von Marktrisiken an den Kassa- und den Derivatmärkten, sind aber keine genaue Meßgröße für die Gewinne und Verluste, die bei einer solchen Übertragung entstehen. Ein besserer Indikator ist der Bruttomarktwert der außerbörslichen Kontrakte, der die Wiederbeschaffungskosten sämtlicher ausstehender Kontrakte mißt, wenn diese am Meldestichtag glattgestellt würden. Ende Juni 1998 betragen diese Wiederbeschaffungskosten \$ 2,6 Bio. (oder 3,6% des gemeldeten Nominalwerts). Das Fehlen ähnlicher Informationen zu den Kassainstrumenten ist allerdings ein Schwachpunkt der bestehenden Datenerhebungssysteme; so können diese Werte nicht sinnvoll genutzt werden, um die Long- und Short-Positionen auf Gesamtportfoliobasis (unter Berücksichtigung eventueller Ausgleichseffekte zwischen verschiedenen Positionstypen) zu beurteilen.

Drittens haben infolge der wachsenden Bedeutung von institutionellen Anlegern und Anlegern mit hoher Fremdfinanzierung neben den berichtenden Händlern auch andere Finanzinstitute als Geschäftspartner an Gewicht gewonnen (auf sie entfielen 41% des Nominalwerts). Schon vor dem LTCM-Debakel gab es reichlich Hinweise darauf, daß solche Marktteilnehmer große Positionen aufgebaut hatten, mit denen sie von der Divergenz bzw. Konvergenz der Renditen und der Volatilität zahlreicher festverzinslicher Instrumente profitieren wollten. Als die Möglichkeiten für Arbitragegeschäfte immer rarer wurden, führte die wachsende Häufigkeit solcher Strategien zu einem immer stärkeren Einsatz der Hebelwirkung, mit deren Hilfe akzeptable Renditen erzielt werden sollten. Eine sehr beliebte Strategie waren die Yen-Zinsdifferenzgeschäfte; dabei wurden Short-Positionen am Yen-Geldmarkt und Long-Positionen in höherrentierenden Aktiva in anderen Währungen eingegangen. Die Auflösung solcher Positionen nach Verhängung des russischen Schuldenmoratoriums im August führte zu umfangreichen Tilgungen von Yen-Verbindlichkeiten und löste offenbar auch den abrupten Kursanstieg des Yen im September und Anfang Oktober aus (s. Kapitel VI). Obwohl diese Strategien weit verbreitet waren, konnten sie von den bestehenden Statistiken nicht direkt erfaßt werden, da vielfältige Kanäle benutzt wurden, um das gewünschte Markt- und/oder Kreditrisikoengagement zu erzielen. Dennoch läßt das kräftige Wachstum der Devisenswaps, der Yen-Währungsoptionen und der Zinsswaps seit der Erhebung von 1995 darauf schließen, daß sich die Yen-Zinsdifferenzgeschäfte

... bei der Übertragung des Marktrisikos ...

... aber die Vielfalt der Instrumente und Strategien ...

von ihrer ursprünglichen Basis am Kassamarkt auf eine breite Palette von derivativen Instrumenten ausweiteten.

... täuscht über das tatsächliche Kreditrisiko hinweg ...

Viertens ergibt sich Ende Juni 1998 für die außerbörslichen Derivatpositionen der berichtenden Finanzinstitute unter Berücksichtigung von Nettingeffekten für den positiven Bruttomarktwert von Kontrakten ein Kreditrisikobetrag von \$ 1,2 Bio. Dieser Betrag lag zwar erheblich unter dem bilanzwirksamen Engagement; im nachhinein läßt sich jedoch sagen, daß das potentielle Kreditrisiko damit gravierend unterzeichnet wurde. Dies läßt sich anhand des LTCM-Falls veranschaulichen. Dieser Hedge Fund, dessen Strategie darin bestand, Preisunterschiede in einem breiten Spektrum von Finanzaktiva auszunutzen (s. Kapitel V), war möglicherweise der weltweit aktivste einzelne Verwender von Zinsswaps. Bis August 1998 entfielen \$ 750 Mrd. seiner gesamten Derivatengagements im Nominalwert von über \$ 1 Bio. auf solche Swaps, die mit rund 50 Kontrahenten in aller Welt abgeschlossen worden waren, wobei keiner dieser Kontrahenten den vollen Umfang der Engagements von LTCM kannte. Diese Swappositionen machten über 5% der Gesamtposition aus, die Händler im Rahmen der Erhebung den Zentralbanken als Position gegenüber „sonstigen“ Finanzinstituten meldeten. Zwar war das laufende Kreditrisiko der Kontrahenten vollständig besichert, doch hatten diese keine Schutzmaßnahmen gegen eine potentielle Erhöhung des Engagements infolge von Änderungen der Marktwerte ergriffen. Erst als im September die fatale Lage von LTCM bekannt wurde, begannen sich die Kontrahenten um zusätzliche Sicherheiten zu bemühen. Die Bestrebungen von LTCM, sich durch Verkauf seiner liquidesten Wertpapiere flüssige Mittel zu beschaffen, waren auf den Märkten rund um die Welt spürbar, und die Schockwellen griffen von illiquiden Wertpapieren mit niedrigem Rating auf Referenzwerte über.

... wie der Fall LTCM zeigt

Die Zahlungsunfähigkeit Rußlands mag somit der Auslöser der Turbulenzen des vergangenen Herbstes gewesen sein; die Hauptursache war jedoch der Aufbau übermäßig großer und konzentrierter Engagements gegenüber Kunden, die sich als anfälliger gegenüber dem Markt-, dem Kredit- und dem Liquiditätsrisiko erwiesen, als angenommen worden war. Die Krise enthüllte außerdem die Unzulänglichkeit der Informationen, die Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation über ihre Marktrisiken, die Art ihrer Handelsstrategien und die Zuverlässigkeit ihrer Risikomanagement-Methoden abgaben. Wenngleich sich die Marktteilnehmer möglicherweise durch Besicherungen vor dem mit den Positionen verbundenen Kreditrisiko geschützt glaubten, destabilisierten die unerwartet engen Verknüpfungen zwischen Positionen und Finanzintermediären sogar die liquidesten Wertpapiere mit höchster Bonitätseinstufung. Dabei zeigte sich, daß die zentralen Finanzmärkte weniger denn je von Krisen abgeschottet sind, die an der Peripherie des Systems auftreten. Seither haben die Kreditinstitute begonnen, ihre Modellannahmen zu überprüfen und mehr Gewicht auf Krisentests und Grundlagenanalysen zu legen.

Mangelnde Transparenz auf Einzelinstituts-ebene ...

... und auf der Ebene des Finanzsystems ...

Die Ereignisse haben ferner gezeigt, daß die bestehenden Statistiken nicht ohne weiteres für eine umfassende und kohärente Bewertung globaler Positionen einsetzbar sind. Diese Schwierigkeit ergibt sich teilweise aus Unterschieden bei den Meßverfahren für Markt- und Kreditrisiken in verschiedenen Segmenten; sie ist aber auch auf die komplexen Verflechtungen zwischen scheinbar nicht miteinander verbundenen Märkten zurückzuführen, die entweder durch das

Eingehen gegenläufiger Positionen oder durch die Verwendung von Finanzinstrumenten als Sicherheit entstehen. Derzeit wird an der Verbesserung der Transparenz gearbeitet, und zwar sowohl auf der Ebene einzelner Institute als auch auf der Ebene des gesamten Finanzsystems (s. „Die Tätigkeit der Bank“). Unter anderem werden Wege zur Verbesserung der Offenlegungsstandards und zur Entwicklung von Meldesystemen untersucht, die aussagekräftige Meßgrößen für die Marktsensitivität liefern können. Die damit verbundenen konzeptionellen und praktischen Probleme sollten nicht unterschätzt werden. Bis sie gelöst sind, werden die derzeitigen Datenquellen weiterhin als Grundlage dienen müssen, wobei die Marktteilnehmer deren Schwächen bei ihren Entscheidungen berücksichtigen müssen.

... deutet auf  
Notwendigkeit  
einer Verbesserung  
der Risiko-  
erkennung hin

## VIII. Schlußbemerkungen: Licht inmitten der Schatten

Für die aktuellen wirtschaftlichen Probleme gibt es weder eine einzige noch eine einfache Lösung. Es mag als ein leichtes erscheinen, zwischen Maßnahmen zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und Maßnahmen zur Förderung der Stabilität im Finanzsektor zu unterscheiden, aber in der Praxis ist dies nicht so eindeutig. Ein Mangel an Stabilität in dem einen Bereich trägt gemeinhin zur Instabilität in dem anderen Bereich bei. Es sei daran erinnert, daß in vielen Industrieländern die relativ hohe Inflation in den siebziger und achtziger Jahren die Anleger veranlaßte, auf Immobilien auszuweichen, was wiederum zu einer überhöhten Kreditschöpfung, notleidenden Krediten und übermäßigen Risikopositionen der Banken beitrug. In Japan, Mexiko und Südostasien kann in jüngerer Zeit die Kehrseite dieses Prozesses beobachtet werden, da schwache Banken und eine daraus resultierende Kreditverknappung die Überwindung von gesamtwirtschaftlichen Störungen verzögerten. Aus dieser Beobachtung ergibt sich die Herausforderung, daß die Initiativen im Politikbereich auf breiter Front ansetzen müssen, wenn eine nachhaltige Erhöhung des Lebensstandards bewirkt werden soll.

Es setzt sich auch immer mehr die Erkenntnis durch, daß die unterschiedlichen Maßnahmen, die zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und der Stabilität im Finanzsektor notwendig sind, eine Reihe grundlegender Merkmale gemeinsam haben. Bei der Durchführung der Geld- und Fiskalpolitik ist Transparenz notwendig, um einen Anker für die Erwartungsbildung vorzugeben. Transparenz ist aber auch von den Teilnehmern an den Finanzmärkten zu fordern, wenn die Marktdisziplin zu einem vorsichtigen Verhalten beitragen soll. Ein weiteres gemeinsames Merkmal besteht darin, daß in beiden Bereichen vermieden werden muß, die Probleme von heute um den Preis einer Verschlimmerung der Probleme von morgen zu lösen; „moral hazard“ ist eine echte Gefahr. Darüber hinaus scheint in beiden Bereichen Einigkeit darüber zu bestehen, daß die zugrundeliegenden Prozesse nicht vollständig bekannt und die Resultate unweigerlich mit Unsicherheit behaftet sind. Da selbst wohlkonzipierte Pläne nicht immer zu den beabsichtigten Ergebnissen führen, muß vielleicht das Ziel, wirklich schlechte Resultate zu vermeiden, größere Priorität bei der Politikgestaltung erhalten.

Die Ereignisse an den Finanzmärkten zwischen August und Oktober 1998 haben den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern wieder in Erinnerung gerufen, daß die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten in den Randzonen stark erhöhte Werte aufweisen können, zumindest was die abwärtsgerichtete Seite betrifft. Wechselbeziehungen zwischen verschiedenen Risikokategorien, die zuvor für voneinander isolierbar gehalten wurden, führten zu massiven Preisveränderungen, die die Stabilität von

Finanzinstituten und sogar das Funktionieren der Märkte selbst bedrohten. Die jüngsten dramatischen Ereignisse in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften haben vor Augen geführt, daß auch makroökonomische Variablen extreme Werte annehmen können. Zudem kann nicht davon ausgegangen werden, daß die entwickelten Industrieländer gegenüber solchen Problemen immun sind. Zwar gehen die meisten Prognosen von einem anhaltenden und sogar beschleunigten Wachstum aus, doch bestehen viele spezifische Unsicherheiten, die implizieren, daß die aktuellen Prognosen wohl eine hohe Fehlerwahrscheinlichkeit aufweisen. Wie wird es sich auf die Stimmung der japanischen Verbraucher auswirken, wenn die Umstrukturierung im Unternehmenssektor tatsächlich zu greifen beginnt? Welche Effekte wird die Einführung des Euro auf den Wettbewerb und die Preise in Europa haben, und wie wird sie die Struktur der Finanzmärkte und damit die Wirkungsweise der Geldpolitik beeinflussen? Wird die Verbreitung neuer Technologien die Arbeitslosigkeit verringern, indem sie neue Produktionsmöglichkeiten eröffnet, oder wird sie sie erhöhen, indem sie Arbeitskräfte verdrängt? Wird die Sanierung des Bankensektors in Asien rasch oder nur sehr schleppend vorankommen? Zu diesen Fragen ließen sich noch viele hinzufügen, und die Antworten sowie ihre Konsequenzen für die Entscheidungsträger liegen keineswegs auf der Hand.

Ebensowenig steht fest, daß die gegenwärtigen Risiken alle die gleiche Wahrscheinlichkeit aufweisen. So scheint ein allgemeines Wiederaufflammen der Inflation weniger wahrscheinlich zu sein als ein weiterer Rückgang des Preisauftriebs oder sogar eine Deflation. Die Unsicherheit als solche untergräbt das Vertrauen und führt zu einer Verringerung der Ausgaben. Eine ähnliche Wirkung geht von Ungleichgewichten aus. Wenn sie schließlich behoben werden, passen die davon Begünstigten ihre Ausgaben nicht unbedingt nach oben an, während diejenigen, die dabei verlieren, normalerweise kaum eine andere Wahl haben, als ihre Ausgaben einzuschränken. Die speziellen Ungleichgewichte, auf die in der Einleitung zum vorliegenden Jahresbericht hingewiesen wurde, scheinen ebenfalls zu bedeuten, daß es eher zu einer Verschlechterung gegenüber der Prognose kommen könnte. Der weltweite Überhang an Produktionskapazitäten für handelbare Güter könnte eine Reihe von Konsequenzen haben. Bereits jetzt drückt er die Preise in den entwickelten Industrieländern, wenngleich die Exportvolumina aus Asien noch nicht in vollem Umfang auf die vorangegangenen Währungsabwertungen reagiert haben. In den USA nehmen die protektionistischen Tendenzen zu, obwohl die Arbeitslosenquote immer neue Tiefstände erreicht. Darüber hinaus läßt die Verstärkung des Preiswettbewerbs die Unternehmen anfälliger gegenüber jeder nennenswerten Beschleunigung der Kostenentwicklung werden. Sollten die Gewinne in den USA weiter unter Druck geraten, könnte dies erhebliche Auswirkungen auf die Aktienkurse haben, was sich wiederum beim Konsum bemerkbar machen dürfte. Außerdem müssen die enorm hohen Ungleichgewichte im Außenhandel irgendwann zu einer Abschwächung des Dollars und einer Aufwertung des Yen und des Euro führen. Wenn dies geschehen sollte, bevor die Wirtschaft in Japan und Kontinentaleuropa wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurückgekehrt ist, entstünde damit die Gefahr einer Abschwächung für die Weltwirtschaft.

Daß sich die wirtschaftspolitischen Akteure dieser Problematik bewußt sind, dürfte sich aus ihrem bisherigen Handeln ableiten lassen. In sämtlichen Industrie-

ländern und in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Zinssätze drastisch gesenkt. Die Lockerung in den entwickelten Industrieländern gegen Ende letzten Jahres stand auch im Einklang mit dem Bestreben, durch eine weitere Liquiditätszufuhr zu einer Beruhigung der Marktturbulenzen beizutragen. Darüber hinaus wäre die Geldpolitik möglicherweise bei einem tatsächlichen generellen Preisrückgang weniger wirksam, was vor allem – wenn auch nicht ausschließlich – damit zusammenhängt, daß die Nominalzinssätze nicht negativ werden können. Würde dies als potentiell Problem betrachtet, so könnte die jüngste Senkung der Zinssätze in einigen Ländern auch als eine Art Vorbeugung gegen eine Deflationsfalle gedacht gewesen sein, aus der nur schwer wieder herauszukommen sein könnte.

Es wäre jedoch ein Fehler, daraus den Schluß zu ziehen, daß die Lösung der derzeitigen Probleme in der Weltwirtschaft darin liegt, die Geldpolitik einfach weiter zu lockern. Im Grunde war es gerade die über viele Jahre übermäßig akkommodierende Geldpolitik, die viele der heutigen Probleme überhaupt erst verursacht hat. Neben einigen der Zielkonflikte, die sich bei der Umsetzung der Geldpolitik stellen, muß nun anderen, ebenso schwierigen Problemen größere Aufmerksamkeit gewidmet werden, die sich auf die Wahl des Wechselkursregimes, die Fiskalpolitik und die Reform der Arbeitsmärkte beziehen. Was konkret den Bereich der Stabilität im Finanzsektor betrifft, so ist in vielen Ländern dringend die Sanierung des Bankensystems und oft auch des Unternehmenssektors in Angriff zu nehmen. Darüber hinaus müssen eine ganze Anzahl von in letzter Zeit ausgesprochenen Empfehlungen jetzt umgesetzt werden, um sicherzustellen, daß ein einmal auf eine solide Grundlage gestelltes Finanzsystem auf absehbare Zeit auch solide bleibt.

## Maßnahmen zur Förderung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität

Die Durchführung der Geldpolitik wird derzeit praktisch in allen wichtigen Regionen durch sehr spezifische Gegebenheiten geprägt. In den USA sieht sich die Federal Reserve in mancher Hinsicht den üblichen Unsicherheiten und Trade-offs gegenüber, es gibt jedoch einige wichtige Besonderheiten. Bei der Ausrichtung der Geldpolitik auf das Ziel der Preisstabilität im Inland ist es allgemein üblich, Inflationsprognosen anhand gewisser Meßgrößen für die Überkapazitäten in der Volkswirtschaft vorzunehmen. Ungewöhnlich ist jedoch, mit welcher Unsicherheit diese Prognosen derzeit in den USA behaftet sind. Die Arbeitsmarktdaten liefern völlig andere Schätzungen der Kapazitätsauslastung als die Daten über den Kapitalstock. Bisher gibt es außerdem keinen schlüssigen Beweis dafür oder dagegen, daß die US-Wirtschaft in eine „neue Ära“ erhöhten Produktivitätswachstums eingetreten ist.

Auch die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten stellt für die Durchführung der US-Geldpolitik eine immer stärker ins Gewicht fallende Größe dar. Während die weltweiten Finanzmarktturbulenzen vom letzten Herbst in gewissem Umfang zu der Entscheidung über die Zinssenkungen beigetragen haben, hätte der vorangegangene Anstieg der Aktienkurse in Verbindung mit dem kräftigen Kreditwachstum den Schluß zulassen können, daß höhere Zinsen notwendig seien. Ähnlich verhält es sich mit dem jüngsten Wiederanstieg der Aktienkurse auf

Rekordhöhen und dessen Effekt auf die Verbraucherausgaben. Eine große Gefahr, die sich einer anhaltenden weltweiten Expansion entgegenstellen könnte, besteht derzeit darin, daß es in der US-Wirtschaft zu einer Überhitzung kommt und daß die Furcht vor einer nachfolgenden Rezession die Aktienmärkte beeinträchtigt, das Vermögen reduziert und die Ausgaben drückt. Sollte der Dollar – belastet durch Kapitalabflüsse und ein hohes Außenhandelsdefizit – gleichzeitig an Wert verlieren, wäre eine Phase der Stagflation nicht auszuschließen. Da an den weltweiten Finanzmärkten jetzt wieder größere Ruhe eingetreten ist, sollte die Notwendigkeit, ein solches Zusammenwirken von Ereignissen zu verhindern, bei der Gestaltung der Geldpolitik in der nächsten Zeit eine wichtige Überlegung sein.

Eine Herausforderung einzigartiger Natur für Europa war im vergangenen Jahr die Einführung des Euro. Sie wurde sehr gut gemeistert, wie die Stabilität der Wechselkurse innerhalb Europas während des gesamten letzten Jahres beweist. Im kommenden Jahr wird es nun darum gehen, die Geldpolitik in einem wirtschaftlichen Umfeld durchzuführen, das nicht nur neu ist, sondern sich unter dem Einfluß der Einführung des Euro auch rasch wandeln soll. Daß die Positionen im Konjunkturzyklus und die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten in vielen Mitgliedsländern zu Beginn dieses Jahres große Unterschiede aufwiesen, bringt Probleme für die Umsetzung der Geldpolitik mit sich. Weitere Komplikationen ergeben sich aus Wertschwankungen des Euro, die die Frage nach der richtigen Interpretation und gegebenenfalls der richtigen Reaktion aufwerfen. Klar ist allerdings, daß das Ziel der Europäischen Zentralbank die Preisstabilität ist und daß die Gefahren eines Unterschießens inzwischen mindestens so groß zu sein scheinen wie die eines Überschießens. In jüngerer Zeit hat die EZB deutlich gemacht, daß sie auf Abweichungen vom Inflationsziel symmetrisch reagieren wird, was bedeutet, daß die Zinssätze je nach den Umständen noch weiter gesenkt werden könnten.

Auch in Japan agiert die Geldpolitik in einem höchst ungewöhnlichen Umfeld, nämlich vor dem Hintergrund sinkender Preise. Zwar ist keineswegs sicher, wie sich die Preise weiter entwickeln werden, doch scheinen die meisten Voraussetzungen für das Fortbestehen des Deflationsdrucks gegeben zu sein. Die Last der realen Verschuldung, die die Unternehmen zu tragen haben, wächst weiter und behindert die Investitionstätigkeit. Die Lohnstückkosten steigen, und infolge von Umstrukturierungen wird die Arbeitslosigkeit zunehmen, so daß das Vertrauen und die Verbraucherausgaben zusätzlich geschwächt werden. Bisher scheinen Kaufentscheidungen noch nicht in Erwartung weiterer Preisrückgänge hinausgeschoben worden zu sein, wie dies offensichtlich in China der Fall ist, doch ist dies für die Zukunft nicht auszuschließen.

Die Bank of Japan reagierte, indem sie die Zinssätze praktisch auf null senkte, dem Bankensystem Liquidität zuführte und in großem Umfang Wertpapiere des privaten Sektors erwarb. Die Wirkung glich bisher im wesentlichen dem Versuch, „ein Seil zu schieben“, so daß sich die Frage stellte, was – wenn überhaupt – darüber hinaus getan werden könnte. Die Erfahrung Japans veranschaulicht die Grenzen, an die die Geldpolitik stößt, wenn die Nominalzinssätze bereits sehr niedrig und die Überkapazitäten schon sehr hoch sind. Sie dürfte auch einen Hinweis darauf geben, welche Vorteile, aber auch welche Grenzen klare Aussagen über die Ziele der Wirtschaftspolitik haben.

Von besonderem Einfluß war für Japan die kräftige Aufwertung des Yen im zweiten Halbjahr 1998. Den asiatischen Konkurrenten dürfte sie durchaus zugute kommen, doch steht außer Frage, daß sie den Exportsektor, eine der wenigen Stützen der japanischen Wirtschaft, beeinträchtigt. Unter normaleren Umständen hätte der Aufwertung durch Zinssenkungen oder durch Interventionen, die eine Bereitschaft zu gegebenenfalls erforderlichen Zinssenkungen signalisieren, begegnet werden können. Ohne ausreichende Glaubwürdigkeit eines solchen Versprechens war diese unwillkommene Aufwertung des Yen jedoch schwerer zu verhindern. Die Tatsache, daß es für die Markterwartungen keinen Anker im Sinne einer genau definierten Rolle des Wechselkurses bei der Durchführung der japanischen Geldpolitik gab, machte die Situation nicht einfacher. Zumindest müßte deutlich ausgesprochen werden, daß dem Ziel, der japanischen Rezession ein Ende zu setzen und dem Entstehen einer Deflationsmentalität vorzubeugen, zunächst Vorrang vor Sorgen hinsichtlich der Handelsbilanz zukommt.

Zweifel, ob es möglich sein würde, abgegebene Versprechen einzuhalten, standen auch der Einführung expliziter Ziele für die Preissteigerungsrate oder für das Preisniveau im Wege. Grundsätzlich könnte jeder der beiden Ansätze hilfreich sein, um eine abwärtsgerichtete Spirale der Preiserwartungen zu verhindern, und auf diese Weise zu einer begrüßenswerten Verringerung der Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Realzinssätze führen. In der Praxis müssen die Wirtschaftsakteure allerdings davon überzeugt sein, daß die Verantwortlichen auch über die Instrumente verfügen, um ihre Ziele zu erreichen. Dies scheint gegenwärtig nicht unbedingt der Fall zu sein. Während für sich allein genommen daher wohl keiner der beiden Ansätze unter den aktuellen Umständen sehr hilfreich ist, dürfte eine solche Regimeänderung aber dennoch eine nützliche ergänzende Rolle spielen, wenn nur ein anderes Mittel gefunden werden könnte, um die bestehende Produktionslücke wirksam zu reduzieren.

Das Zusammentreffen der heftigen Ausschläge des Yen-Wechselkurses und der Einführung des Euro hatte zur Folge, daß im Berichtszeitraum erneut Vorschläge vorgelegt wurden, wie die Zusammenarbeit im tripolaren weltweiten Wechselkurssystem verbessert werden könnte. Frei schwankende Wechselkurse bringen ihre eigenen Probleme mit sich, nicht zuletzt die Möglichkeit von Preisblasen bei den Vermögenswerten, wenn die Zinssätze niedrig bleiben, da ein steigender Wechselkurs einen guten Teil der Last der Inflationsbekämpfung trägt. Keiner politischen Vereinbarung dürfte es jedoch gelingen, an der derzeitigen Praxis, die inländische Geldpolitik in erster Linie auf die inländischen Bedürfnisse auszurichten, nennenswert etwas zu ändern. Ein grundlegendes Problem von theoretischer wie praktischer Bedeutung ist die anhaltende Neigung der Investoren, sich an Finanzplätzen mit niedrigen Zinssätzen zu verschulden, um andernorts zu hohen Zinsen anzulegen, ohne in vollem Umfang zu berücksichtigen, daß sie die Tilgung möglicherweise in einer Währung mit inzwischen gestiegenem Wert vornehmen müssen. Die destabilisierende Wirkung solcher Fälle von Marktversagen bedarf näherer Untersuchungen.

Auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften stellten sich neue Fragen hinsichtlich der Wechselkurse. Die wichtigste daraus zu ziehende Lehre bestand darin, daß die Länder anstelle variabler Wechselkursbindungen entweder eine sehr viel strengere Bindung einführen oder freiwillig zum kontrollierten Floating

übergehen sollten. Für die erste Alternative spricht etwa, daß sowohl Hongkong als auch Argentinien ihr Currency-Board-Regime im letzten Jahr erfolgreich zu verteidigen vermochten, wobei in Hongkong das System mit größerer Flexibilität gesteuert und in Argentinien mit einer Dollarisierung und der Aufgabe jeglicher Einflußnahme auf das System gedroht wurde. In beiden Fällen mußten unangenehm hohe Zinssätze einfach in Kauf genommen werden. Andere Länder, wie z.B. Brasilien, gaben ihre Währung nicht von sich aus frei, wurden aber vor dem Hintergrund einer Krise dazu gezwungen. Die Ergebnisse waren im allgemeinen unbefriedigend. Wie in Asien im vergangenen Jahr zeigten die Währungen in der Regel eine überschießende Reaktion und erholten sich dann später im Umfeld einer auf Stabilisierung ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Auch die brasilianischen Währungsbehörden ließen hohe Zinssätze als Teil des Stabilisierungsprozesses zu, obwohl damit gerechnet wurde, daß deren Auswirkungen auf den inländischen Schuldendienst und das Haushaltsdefizit mit der Zeit einen kompensierenden Abwertungsdruck auf den Real zur Folge haben würden. Bisher scheint die Rechnung aufgegangen zu sein, unterstützt durch eine kräftige Erhöhung des Primärüberschusses und eine unerwartet günstige Preisentwicklung.

Brasilien und andere Länder, die ihre Währung erst seit kurzem frei schwanken lassen, stehen nun vor der Aufgabe, einen anderen nominalen Anker als längerfristige Richtschnur für ihre Geldpolitik zu finden. Dies wird nicht leicht sein, da die Inflation in der Vergangenheit nicht lange genug mit Erfolg bekämpft wurde, nur unzureichende Daten über Kreditaggregate und Geldmengen vorliegen und keine verlässlichen Verfahren für Inflationsprognosen vorhanden sind. Ohne einen transparenten Rahmen für die Durchführung der Geldpolitik wird auch die Bewältigung eines kurzfristig auftretenden Drucks auf den Wechselkurs problematisch werden, wenn auch nicht ganz so schwierig wie bei einem Wechselkursregime mit stufenweiser Flexibilität.

Über die Haushaltspolitik wurde in jüngerer Zeit wenig diskutiert. Es wird allgemein geltend gemacht, daß in Japan fiskalpolitische Anreize eine nützliche Rolle bei der Ankurbelung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage spielen (oder zumindest gespielt haben). In Kontinentaleuropa wird eine weitere Haushaltskonsolidierung als wünschenswert erachtet. In den USA hat sich die Haushaltslage erheblich verbessert, und zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist offensichtlich keine Straffung erforderlich. In den aufstrebenden Volkswirtschaften scheint haushaltspolitische Zurückhaltung auf kurze Sicht die angemessene Reaktion auf einen Druck auf den Wechselkurs zu sein. All dies trifft in hohem Maße tatsächlich zu, bedarf aber einer Differenzierung je nach den Umständen.

In Japan, wo die Grenzen der geldpolitischen Stimulierung am deutlichsten erkennbar zu sein scheinen, wurde die Wirksamkeit einer beträchtlichen Zahl expansiver Haushaltspakete durch einen Anstieg der Ersparnis der Verbraucher vermindert. Dies ist sicherlich auf eine wachsende Verunsicherung hinsichtlich der Arbeitsplatzsicherheit zurückzuführen, aber auch auf unzureichende Pensionsvorsorgen und die Befürchtung, daß die Steuern künftig erhöht werden müssen, damit die sich anhäufenden Schulden bedient werden können. Letztere Befürchtung wurde verschärft durch die zögerliche Reaktion der Fiskalpolitik, die das Vertrauen des privaten Sektors nicht wiederherzustellen vermochte, und durch die Rhetorik, mit der die ausgeprägte haushaltspolitische Straffung 1997 begründet wurde.

Verstärkt wurde die Befürchtung künftiger Steuererhöhungen zudem durch die sich immer mehr durchsetzende Erkenntnis, daß die derzeitigen Investitionsausgaben mehr durch politische Überlegungen gelenkt werden als durch ein zeitliches Vorziehen ohnehin notwendig werdender Investitionen in die Infrastruktur. In Europa läßt sich die Notwendigkeit einer mittelfristigen Konsolidierung nicht in Frage stellen. Es darf jedoch nicht vergessen werden, daß einer der Vorteile einer starken Haushaltsposition der damit verbundene Spielraum für das Wirken der automatischen Stabilisatoren ist. Es ist nicht auszuschließen, daß es in Europa zu einer Situation kommen kann, in der fiskalische Anreize wieder angezeigt sein können. In den USA schließlich müßte nach der Lehrbuchökonomie die Fiskalpolitik gestrafft werden, um die Überhitzung der Konjunktur im Inland sowie die Gefahr eines unkontrollierten Anstiegs und anschließenden Einbruchs des Dollars zu vermindern. Unter solchen Umständen, so politisch unwahrscheinlich sie auch sein mögen, wäre es um so wichtiger, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in anderen Ländern zu fördern. Während der jüngsten Turbulenzen hat die Weltwirtschaft erheblich von der anhaltenden Stärke der US-Wirtschaft profitiert. Jetzt jedoch sollten Strategien für ein sich möglicherweise wandelndes Umfeld überall im Mittelpunkt einer umsichtigen Wirtschaftspolitik stehen, und zwar auch in den USA.

Es ist auch nicht sicher, daß haushaltspolitische Zurückhaltung immer sinnvoll ist, wenn Wechselkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften unter Druck geraten. In Industrieländern mit frei schwankenden Währungen und sehr mobilen Kapitalströmen wird in der Regel davon ausgegangen, daß sich die Währung bei einem restriktiven haushaltspolitischen Kurs abschwächt, da die inländischen Zinssätze sinken und Kapital ins Ausland abfließt. In den aufstrebenden Volkswirtschaften könnte dagegen eine Straffung der Fiskalpolitik sowohl den Wechselkurs stärken als auch zu einer Senkung der zuvor höheren Zinsen führen, da die Kreditrisikoprämie für die Mittelaufnahme im Ausland geringer wird. In Brasilien und Rußland sowie anderen Ländern mit einem traditionell schwachen Staatshaushalt erscheint dieses Argument schlüssig. Ob es auch für Länder in Asien und anderen Regionen gilt, deren öffentliche Finanzen in der Vergangenheit stets solide waren, ist weniger offensichtlich. Berücksichtigt man jedoch, wie unberechenbar sich Märkte vor dem Hintergrund einer Krise verhalten können, ist es möglicherweise selbst dort sinnvoll, das Haushaltsdefizit zunächst zu reduzieren, aber rasch wieder einen anderen Kurs einzuschlagen, sobald das Vertrauen wiederhergestellt ist. Zwar wird die Frage der richtigen zeitlichen Abfolge noch kontrovers diskutiert, doch ist dies im wesentlichen der Weg, den die von der Krise betroffenen Länder in Asien in jüngster Zeit gegangen sind.

Angesichts der weltweiten Überkapazitäten und der hohen bzw. steigenden Arbeitslosigkeit in Europa, Japan und vielen aufstrebenden Volkswirtschaften sind auch angebotsseitige Reformen dringend geboten. Dies mag paradox erscheinen, da solche Reformen das Produktionspotential letztlich weiter erhöhen werden. Doch darf nicht die wichtigste Erkenntnis der klassischen Nationalökonomie vergessen werden, daß nämlich Veränderungen der relativen Preise ebenfalls erheblich zur Behebung wirtschaftlicher Ungleichgewichte beitragen können. Selbst bei angemessenen Umstrukturierungen im Unternehmens- und Bankensektor (hierauf wird weiter unten noch eingegangen) haben die derzeit in vielen

Industriezweigen bestehenden Überkapazitäten zur Folge, daß die Investitionstätigkeit in diesen Bereichen noch auf Jahre hinaus schwach sein wird, mit entsprechenden Multiplikatoreffekten für Arbeitsplätze und Einkommen. In diesem Umfeld ist es von wesentlicher Bedeutung, daß in anderen Bereichen, insbesondere im Dienstleistungssektor, staatliche Beschränkungen und andere Gewinnen abträgliche Investitionshemmnisse beseitigt werden. Besonders offensichtlich ist dies bei den aufstrebenden Volkswirtschaften, aber auch viele Industrieländer erkennen, daß sie sich verstärkt der Deregulierung zuwenden müssen. Maßnahmen am Arbeitsmarkt, mit denen die Beschäftigungschancen der Arbeitslosen verbessert werden, wirken in die gleiche Richtung, und zwar insbesondere deshalb, weil Arbeitnehmer auch Verbraucher sind, deren Ausgaben mit wachsender Zuversicht zunehmen. Dies ist vielleicht eine der eindeutigsten Lehren, die aus der Erfahrung der USA in den letzten Jahren zu ziehen sind.

### Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität

Bevor man sich der Frage zuwenden kann, wie künftige Probleme im Finanzsektor zu vermeiden sind, gilt es zunächst die Probleme von heute aufzugreifen. Der hohe Bestand an industriellen Überkapazitäten in vielen Ländern und Wirtschaftsbereichen bedeutet für die Stabilität im Finanzsektor weiterhin eine ernsthafte Bedrohung. Ohne eine geregelte Rückführung oder Nutzung dieser Überkapazitäten werden die Kapitalrenditen weiterhin enttäuschend sein, was das Vertrauen in die Wirtschaftsentwicklung und die Investitionsausgaben auf lange Sicht schwächen könnte. Darüber hinaus wird die Zahlungsfähigkeit der Institute, die die Erweiterungsinvestitionen finanziert haben, zunehmend in Frage gestellt, und dies kann Kreditrationierungen und starke konjunkturrehmende Effekte für die Volkswirtschaft insgesamt mit sich bringen. Am deutlichsten ausgeprägt sind diese Tendenzen bisher in Südostasien, China und Japan. Leider scheinen diese Volkswirtschaften in vieler Hinsicht auch am wenigsten in der Lage zu sein, sie zu bewältigen.

Das Schließen einzelner Produktionsstätten in Asien scheitert an der Überlegung, was wohl die traditionellen Konkurrenten tun dürften. Ohnehin ist es angesichts der hohen Sunk Costs oftmals sinnvoll, weiterhin mit Verlust zu produzieren, solange die variablen Kosten gedeckt sind. Vor diesem Hintergrund können niedrige Zinssätze und die fortgesetzte Verfügbarkeit von Finanzierungsmöglichkeiten über das Bankensystem (oder sogar aus dem Ausland) starke Anreize setzen, die einer Sanierung entgegenstehen. Den Konkurs zu erklären und die Aktiva zu Preisen zu veräußern, die niedrig genug sind, um den neuen Eigentümern Gewinne zu bringen, ist eine weitere Möglichkeit, die aber in Asien mit Problemen verbunden ist, weil ein angemessenes Konkursrecht fehlt. In einer Reihe von Ländern wurden in diesem Bereich Fortschritte erzielt, aber es ist noch nicht klar, wie die neuen Gesetze in der Praxis angewandt werden. Weitere erhebliche Hindernisse für die Rationalisierung im Industriesektor in ganz Asien sind Bedenken, welche sozialen und politischen Kosten die Entlassung von Arbeitnehmern mit sich bringen und wie sie sich angesichts des Fehlens eines wirksamen sozialen Sicherheitsnetzes auf das Vertrauen auswirken würde. Die politischen Lösungen zur Bewältigung dieser Probleme erscheinen vielleicht offensichtlich, ihre Umsetzung wird jedoch schwierig und – für die Aktionäre sowie möglicher-

weise auch für die Regierungen – kostspielig sein. In diesem Zusammenhang ist aufschlußreich, daß die Sanierung des Unternehmenssektors in Japan gerade erst begonnen hat, obwohl die Notwendigkeit schon vor beinahe einem Jahrzehnt augenscheinlich geworden war. In China und Korea sowie einigen anderen Ländern scheinen die Umstrukturierungen in Gang zu kommen, doch es bleibt abzuwarten, ob die abgegebenen Versprechen tatsächlich eingehalten werden.

Ein weiteres Element, das den Prozeß der Umstrukturierung im Unternehmenssektor nicht nur in Asien, sondern auch in vielen anderen Teilen der Welt bremst, ist die ohnehin schon fragwürdige Verfassung des Bankensystems. Es mag notwendig sein, dieses Problem noch zu vergrößern, indem weitere notleidende Unternehmenskredite als solche ausgewiesen werden, aber politisch ist ein solches Vorgehen reichlich unattraktiv. Ein Argument für eine weiterhin abwartende Haltung ist, daß die Last auf die Steuerzahler zurückfallen dürfte, wenn das Aktienkapital sowohl im Unternehmenssektor als auch im Finanzsektor ausgehöhlt ist. Im Prinzip könnten auch die Einleger einen Beitrag leisten, doch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften haben die Regierungen eine implizite Versicherung für sämtliche Einlagen bereitgestellt, um einen Run auf die Banken – wie 1995 in Argentinien und in jüngerer Zeit in Indonesien – zu verhindern. Angesichts von Kreditverlusten, die in Relation zum BIP einen erheblichen Umfang annehmen dürften, könnte es für aufstrebende Volkswirtschaften ohne wohletablierten Markt für Staatsanleihen schwierig werden, ihren Finanzierungsbedarf zu decken, auch wenn dies gleichzeitig Gelegenheit zur Entwicklung eines Kapitalmarktes bietet. Was die Länder mit seit langem etablierten Finanzsystemen betrifft, so könnte durch die Gefahr eines erheblichen Anstiegs der Staatsverschuldung die Wirtschaftspolitik erschwert werden, indem die längerfristigen Zinssätze in die Höhe getrieben werden, wie es kürzlich in Japan geschah.

Die Art und Weise, wie die Umstrukturierung des Bankensystems stattfindet, wird entscheidend dafür sein, wie wirksam sie ist und wie lange sie Bestand hat. Die wesentlichen Ziele müssen sein, die Solvenz und die Ertragskraft wiederherzustellen. Als Richtschnur kann dienen, daß eine wirksame Sanierung beginnen sollte, sobald das Problem identifiziert ist, und sie sollte so umfassend sein, wie dies notwendig ist, um eine ungerechtfertigte Kreditrationierung zu vermindern. Einmischungen seitens der Politik zu vermeiden und Transparenz hinsichtlich der Vorgehensweisen und der Kostenzuordnung zu wahren ist ebenfalls von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus müssen die Aktionäre und die Geschäftsleitung insolventer Banken gezwungen werden, Verluste zu tragen, wenn die Gefahr eines „moral hazard“ vermieden werden soll, wenngleich diesem Aspekt in einer Krise, die das ganze Finanzsystem erfaßt hat, möglicherweise Grenzen gesetzt werden müssen. In einer Reihe von Ländern sind diese Grundsätze leider nicht immer so konsequent angewandt worden, wie es möglich gewesen wäre. Dies ist auf kurze Sicht mit Kosten verbunden, wenn dadurch die wirtschaftliche Erholung verzögert wird, und ebenso auf längere Sicht, wenn die Sanierung des Unternehmenssektors gebremst wird und sich Fehler der Vergangenheit schließlich wiederholen.

Zwar waren die derzeitigen Probleme in den Finanzsystemen der aufstrebenden Volkswirtschaften in erster Linie binnenwirtschaftlich begründet, doch wurden sie durch die internationalen Kapitalströme auf jeden Fall verschärft. Auch

Kapitalströme, die aus der Sicht der internationalen Kapitalmärkte nur geringen Umfang haben, können in kleinen Volkswirtschaften das Gleichgewicht erheblich stören. Dies legt nahe, daß solche Länder die Beschränkungen kurzfristiger Kapitalzuflüsse nur sehr behutsam abbauen sollten, vor allem wenn – was in der Regel der Fall ist – Zweifel an der inhärenten Stabilität des inländischen Finanzsystems bestehen. Auch sollten marktbasierende regulative Instrumente, wie z.B. Mindestreserven, beherrzter zum Einsatz gebracht werden, damit sich die Banken nicht in übermäßigem Umfang auf kurzfristige Mittelaufnahmen in Fremdwährung verlassen. Zusammen mit einer weniger engen Wechselkursbindung könnte dies tatsächlich etwas bewirken.

Die jüngsten Erfahrungen deuten außerdem darauf hin, daß sich Länder, die – aus welchen Gründen auch immer – solche Kapitalzuflüsse zulassen wollen, besser auf den möglichen Fall plötzlicher Kapitalabflüsse vorbereiten sollten. Dies kann beispielsweise durch den Aufbau von Devisenreserven mittels Außenhandelsüberschüssen geschehen. Das Problem mit diesem Ansatz besteht darin, daß er ein gutes Beispiel für den Fehlschluß der Verallgemeinerung darstellt: Man halte sich vor Augen, welche weltweiten Ungleichgewichte entstehen würden, wenn alle aufstrebenden Volkswirtschaften so zu handeln versuchten. Weniger Störungen verursacht vielleicht die jüngst in Argentinien gewählte Lösung, nämlich die Währungsreserven durch Kreditaufnahmen aufzustocken und mit dem privaten Sektor verbindliche Eventualkreditfazilitäten zu vereinbaren. Angesichts der Stimmungsumschwünge an diesen Märkten könnte es für die Währungsbehörden zu bestimmten Zeiten relativ einfach und kostengünstig sein, sich längerfristige Fremdwährungskredite zur späteren Verwendung zu sichern. Ferner könnten die Länder die vor kurzem angekündigten Vorsorgekreditlinien (Contingent Credit Lines, CCL) des IWF in Anspruch nehmen. Zusammen mit ähnlichen Vereinbarungen mit dem privaten Sektor wäre dies ein doppeltes Zeugnis für die Solidität des betreffenden Landes und könnte erheblich zur Vermeidung von Ansteckungsproblemen beitragen.

Daß die aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Probleme selbst angehen sollten, heißt nicht, daß ein Teil der Lösung nicht auch in der Funktionsweise der internationalen Kapitalmärkte selbst zu finden sein könnte. Eine unvorsichtige Kreditvergabe wurde sowohl durch die sinkenden Erträge im traditionellen Inlandsgeschäft motiviert als auch durch die Überzeugung, daß die Gläubiger beim tatsächlichen Eintreten eines Risikofalls durch verschiedene Sicherheitsnetze geschützt sein würden. Das Problem niedriger Erträge im Inlandsgeschäft dürfte sich noch vergrößern, da der weltweite Wettbewerb im Bereich der Finanzdienstleistungen schärfer wird und die Geschäftsleitungen dem Shareholder Value größeres Gewicht beimessen. Es ist zwar möglich, daß die Banken darauf mit einer vorsichtigeren Risikobewertung reagieren, es kann aber auch sein, daß sie sich weiterhin zu immer riskanteren Geschäften verleiten lassen.

Hinsichtlich des Problems der unvorsichtigen Kreditgewährung im Vertrauen auf ein Sicherheitsnetz hat es in letzter Zeit eine Reihe gegenläufiger Einflüsse gegeben. Einerseits haben die Verluste in Rußland und China deutlich gemacht, welches Verlustpotential in den aufstrebenden Volkswirtschaften vorhanden ist. Im April 1999 schien es, als hätten diese Erfahrungen das Verhalten der Banken zu beeinflussen begonnen, während die Käufer von Anleihen aufstrebender Volks-

wirtschaften wenig von ihrer Euphorie verloren hatten. Letzteres dürfte sich jedoch ändern, falls die jüngst vorgebrachten Vorschläge angenommen werden, wonach die Inhaber von Anleihen in der Regel an einer etwaigen Umstrukturierung der Auslandsverschuldung des betreffenden Landes beteiligt werden sollten. Andererseits läßt sich aus den Erfahrungen mit Long-Term Capital Management der Schluß ziehen, daß sowohl die Aufsichtsbehörden als auch die Hauptgläubiger die Überlegung anstellten, ein Nichtbankfinanzinstitut sei zu komplex, als daß ein Zusammenbruch zugelassen werden könnte („too complex to fail“). Angesichts der damit verbundenen Signalwirkung für weit größere Banken und Handelshäuser mit umfangreichem Eigengeschäft könnte dies als beunruhigend angesehen werden.

Die Fortschritte in der Technologie und die Deregulierung haben nicht nur dazu geführt, daß sich das traditionelle Verhalten im Bankgeschäft geändert hat. Zugleich haben sie die Mittelvergabe über die Wertpapiermärkte und die Inanspruchnahme dieser Märkte durch die Banken selbst gefördert, und dies hat ebenfalls Konsequenzen für die Stabilität des Finanzsektors wie auch der Volkswirtschaft. In Phasen des Konjunkturabschwungs vergeben die Banken in vielen Ländern traditionell Kredite an Kunden, mit denen sie bereits in Geschäftsbeziehung stehen, was dazu beiträgt, die Ausgaben zu stützen und die Konjunkturausschläge abzufedern. Die Märkte dagegen ändern ihren Kurs oft von einem Moment auf den anderen und sind nur noch gegenüber erstklassigen Schuldnern zur Kreditvergabe bereit. In dem Maße, wie die Banken zur Verbriefung von Vermögenswerten oder Begebung von Schuldtiteln inzwischen selbst auf solche Märkte angewiesen sind, dürften sie etwas von der Fähigkeit eingebüßt haben, diese glättende Funktion wahrzunehmen. Das Potential für größere konjunkturell bedingte Umschwünge im Kreditwachstum und den damit einhergehenden Ausgaben liegt angesichts der Beobachtung des letzten Jahres, daß die bonitätsbedingten Zinsaufschläge an den Finanzmärkten meist stark mit dem Zinsniveau korreliert sind, wohl auf der Hand. Da es mit der Ausweitung dieser Zinsaufschläge zum Versiegen der Liquidität kommen kann, dürften in einem marktbestimmten System außerdem die Abschwünge inhärent heftiger sein als die Aufschwünge. Angesichts der Tatsache, daß immer mehr Kredite von einer Vielzahl von Anlegern an sehr entpersonalisierten Märkten bereitgestellt werden, an denen der Marktaustritt leicht ist, wird es überdies immer schwieriger, konzentrierte Kreditvergaben für souveräne Schuldner mit akutem Liquiditätsbedarf zu organisieren. Ähnlich wie Regierungen stellen auch die Banken die Frage, weshalb sie sich an Rettungsaktionen für andere beteiligen sollen.

Diese jüngsten Entwicklungen sind von großer Bedeutung für das interne Risikomanagement und für die Festlegung der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten. Die Finanzinstitute einschließlich der Banken sind über verschiedene Kanäle einem immer höheren Marktrisiko ausgesetzt. Darüber hinaus ist das Marktrisiko stärker als bisher vermutet mit dem Kreditrisiko korreliert, da die Marktrisikoengagements häufig auf der Fremdfinanzierung aufbauen. Auch zwischen dem Kreditrisiko und dem Liquiditätsrisiko besteht eine höhere Korrelation als angenommen. Zudem hat sich inzwischen herausgestellt, daß Risikomodelle ein falsches Gefühl der Sicherheit vermitteln können, da sie unter extremen Marktbedingungen möglicherweise ihre Vorhersagekraft verlieren. Ihre

mechanistische Verwendung kann sogar selbst zu Marktturbulenzen beitragen. In diesem Fall muß Krisentests größere Bedeutung beigemessen werden, und eine erhöhte Aufmerksamkeit verdienen auch nichtlineare Erfüllungsmerkmale sowie Szenarien, die bisher für so unwahrscheinlich gehalten wurden, daß sie vernachlässigt werden konnten.

Auch für diejenigen, die die Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten festlegen, ergeben sich Konsequenzen, die über die bloße Sicherstellung der Angemessenheit des internen Risikomanagements hinausgehen. Wenn die relative Bedeutung der Märkte im Finanzsystem wächst und die Stimmung sehr rasch umschlagen kann, ist es ebenso wichtig, die Märkte genau zu beobachten und Risikokonzentrationen zu identifizieren. In manchen Ländern, in denen die Zentralbanken die Verantwortung für die Bankenaufsicht verloren haben, ist ihnen die Verantwortung für die Stabilität im Finanzsystem insgesamt zugewiesen worden. Was die Unterstützung der Märkte betrifft, so bedarf dies einer genaueren Definition. Ob eine Zentralbank ohne Aufsichtsverantwortung in der Lage sein wird, sich zum richtigen Zeitpunkt die notwendigen Informationen zu beschaffen, um in einem von den Marktgesetzen bestimmten Umfeld ihre Möglichkeiten zur Gewährung von Liquiditätshilfen in Notfällen klug und wirksam einzusetzen, ist noch sehr fraglich. In Kontinentaleuropa ist außerdem sorgfältig auf die zusätzlichen Komplikationen zu achten, die sich aus der Interaktion einer supranationalen Zentralbank mit unterschiedlichen nationalen Aufsichtsbehörden ergeben.

Wie in der Einleitung zum vorliegenden Jahresbericht erwähnt, wurden im vergangenen Jahr eine große Zahl spezifischer und praxisorientierter Empfehlungen ausgesprochen, wie die Stabilität der Finanzsysteme der einzelnen Länder sowie des internationalen Finanzsystems verbessert werden könnte. Diese Vorschläge bauen in konstruktiver Weise auf früheren Initiativen der G10-Stellvertreter sowie auf der Arbeit der verschiedenen in Basel tagenden Ausschüsse auf und müssen an dieser Stelle nicht alle wiederholt werden. In letzter Zeit fand eine Vielzahl von Treffen statt, die zwei wichtige Dinge zum Ziel hatten: den Kreis der Teilnehmer zu erweitern und die Bereiche, in denen gleiche bzw. unterschiedliche Auffassungen bestehen, herauszuarbeiten. Zwar gibt es noch immer Themen, bei denen die Meinungen auseinandergehen, doch ist inzwischen in genügend Punkten Einigkeit erzielt worden, so daß sicherlich die Zeit gekommen ist, sie in die Praxis umzusetzen. Dies muß in den nächsten Jahren die wichtigste – keineswegs leichte – Aufgabe der internationalen Gemeinschaft sein.

In vielen Bereichen werden Vorschläge für eine international empfehlenswerte Praxis vorgelegt, und diese sollten ganz oben auf der Liste der umzusetzenden Initiativen stehen. Glücklicherweise gibt die Erfahrung mit der Umsetzung der ersten Zusammenstellung solcher Empfehlungen, den *Grundsätzen für eine wirksame Bankenaufsicht*, einige Hinweise darauf, wie dabei vorgegangen werden kann. Über seine Kontaktgruppe und seine Beziehungen zu regionalen Zusammenschlüssen von Aufsichtsbehörden spielt der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht selbst eine Fürsprecherrolle und hat auch die stärkere Anwendung von Mechanismen des Gruppendrucks erwogen. Der IWF wird die Einhaltung im Rahmen der Artikel-IV-Konsultationen überwachen und hat einen Transparenzkodex für alle Regulierungsinstanzen an den Finanzmärkten vorgeschlagen. Dabei

wird angenommen, daß den Aufsichtsbehörden eine größere Klarheit über ihr Mandat, ihre Befugnisse und ihre Verantwortlichkeiten bei ihrer Arbeit helfen wird. Der private Sektor kann ebenfalls Unterstützung leisten, indem er Länder mit einem laxen Aufsichtsregime der Marktdisziplin unterwirft. Der Vorschlag der G7-Länder, daß der IWF seine Beurteilung der Einhaltung internationaler Standards durch die einzelnen Länder veröffentlichen sollte, dürfte den Märkten helfen, zu wohlinformierteren Urteilen zu gelangen. Zu erwägen wäre vielleicht noch, Banken aus Ländern, deren Aufsichtssystem als unzureichend eingeschätzt wird, die Niederlassung an den wichtigen Finanzplätzen zu verweigern. Der Einsatz so vieler unterschiedlicher Anreizsysteme läßt natürlich darauf schließen, daß die Durchsetzung von Grundsätzen für empfehlenswerte Praktiken im günstigsten Fall für schwierig gehalten wird. Darüber hinaus gibt es massive Personalprobleme und Schwierigkeiten mit den Anreizsystemen in den einzelnen Ländern, deren Behebung möglicherweise Jahre in Anspruch nehmen wird. Solche Überlegungen lassen es um so wichtiger werden, daß Bemühungen um Selbsthilfe die volle Unterstützung der internationalen Gemeinschaft erhalten.

Vor dem Hintergrund solcher Herausforderungen ist die kürzliche Errichtung des Forums für Finanzstabilität unter der Schirmherrschaft der G7 ein wichtiger Fortschritt. Dieses Forum vereint zum ersten Mal höherrangige Mitarbeiter von Finanzministerien, Zentralbanken und nationalen Aufsichtsbehörden sowie Vertreter internationaler Finanzorganisationen und internationaler Ausschüsse, die sich mit der Stabilität im Finanzsektor befassen. Durch die Arbeit des Forums dürfte es gelingen, kostspielige und oftmals ärgerliche Doppelspurigkeiten zu vermeiden und Prioritäten für die Implementierung in einer Welt zu setzen, in der der Bedarf groß, Sachverstand und Erfahrung aber gering sind. Darüber hinaus gilt es, neue Schwachstellen im Finanzsektor zu erkennen und für Maßnahmen zu ihrer Behebung zu sorgen. Ferner sollte auf höchster internationaler Ebene politischer Druck ausgeübt werden, um zu gewährleisten, daß inakzeptable Verhaltensweisen nicht hinter buchhalterischen, aufsichtsrechtlichen und sonstigen Konstruktionen versteckt werden. Um wirksam arbeiten zu können, muß sich das Forum allerdings mit denselben Problemen hinsichtlich seines Mitgliederkreises beschäftigen, die sich schon den bereits etablierten Zusammenschlüssen stellten: Wie kann der Teilnehmerkreis klein genug gehalten werden, um effizient zu arbeiten, aber gleichzeitig groß genug sein, um sowohl die Industrieländer als auch die aufstrebenden Volkswirtschaften angemessen zu berücksichtigen?

Das Funktionieren einer Marktwirtschaft kann seine Schattenseiten haben, insbesondere wenn die Finanzmärkte in hohem Maße liberalisiert sind und die Erwartungen immer wieder von Phasen des Optimismus und des Pessimismus geprägt werden. Dies darf uns jedoch nicht blind dafür machen, daß das System überwältigende Vorzüge hat und daß es keine überzeugende Alternative dazu gibt. Die eigentliche Aufgabe besteht jetzt darin, das vorhandene System zu verbessern, bevor vorgeschlagene Alternativen attraktiver auszusehen beginnen, als sie es tatsächlich sind. Wirksame und zur rechten Zeit ergriffene Maßnahmen, die eine Rückkehr zu einer wesentlich strafferen Regulierung und direkter staatlicher Steuerung weniger wahrscheinlich werden lassen, dürften auf jeden Fall Schritte in die richtige Richtung sein.



# Die Tätigkeit der Bank

Auch im vergangenen Jahr nahm die Bank wieder ihre traditionelle Aufgabe der Förderung der internationalen Währungszusammenarbeit wahr. Sie organisierte ein breites Spektrum von Sitzungen unter Zentralbanken und in internationalen Finanzkreisen zu wesentlichen Fragen der Geldpolitik und der Finanzstabilität und erstellte entsprechende Analysen. Die meisten dieser Sitzungen fanden in Basel statt, eine wachsende Zahl aber auch an anderen Orten, u.a. in der vor kurzem eröffneten Repräsentanz der BIZ für Asien und den Pazifik.

Die Bank war außerdem weiterhin Geschäftspartner von Zentralbanken bei deren Finanzgeschäften und nahm Funktionen als Agent und Treuhänder bei einer Vielzahl von Finanztransaktionen wahr. Im Verlauf des Jahres begann sie Dienstleistungen im Bereich Portfoliomanagement anzubieten und führte ein mittelfristiges Anlageinstrument (Medium-Term Instrument) ein, das den Zentralbanken eine längerfristige und liquide Anlagemöglichkeit bietet. Im Rahmen eines finanziellen Unterstützungsprogramms für Brasilien koordinierte die Bank darüber hinaus eine Kreditfazilität zugunsten des Banco Central do Brasil.

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

## 1. Internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich

Der wichtigste Beitrag der Bank zur Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich sind die Vorbereitung und Organisation regelmäßiger Sitzungen hochrangiger Zentralbankvertreter und anderer offizieller Vertreter zu wesentlichen Themen des Finanzwesens. Diese Sitzungen, unterstützt jeweils von BIZ-Sekretariaten, lassen sich in vier Kategorien gliedern: regelmäßige Beratungen unter den Präsidenten und hochrangigen Mitarbeitern von Zentralbanken über Konjunktur- und Währungsfragen sowie über Fragen im Zusammenhang mit der Stabilität des Finanzwesens, Sitzungen der ständigen Expertenausschüsse, die Standards formulieren oder Empfehlungen zur bestmöglichen Praxis abgeben, um die Finanzstabilität zu verbessern, Sitzungen mit Vertretern eines erweiterten Kreises von nationalen Behörden und internationalen Organisationen, bei denen hauptsächlich Fragen der Finanzstabilität behandelt werden, sowie Sitzungen zu technischen Bereichen des Zentralbankgeschäfts.

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

Für die Beratungen unter Zentralbankpräsidenten stehen in der BIZ hauptsächlich drei Foren zur Verfügung: die traditionellen Sitzungen der Zentralbankpräsidenten

der Länder der Zehnergruppe (G10), Sitzungen in größerem Kreise, an denen die Präsidenten aller Aktionärszentralbanken der BIZ (und manchmal auch Gäste von bedeutenden anderen Zentralbanken) teilnehmen, sowie ein neues Forum, in dem eine begrenzte Zahl von Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenkommt. Die regelmäßigen Sitzungen der G10-Notenbankpräsidenten sind ein zentraler Ort für Beratungen über die wirtschaftliche und finanzielle Lage. Drei wesentliche Themen dominierten die Sitzungen im Berichtsjahr: die Eingrenzung der Risiken, die die Krisen in Asien und anderen Regionen für die Weltwirtschaft darstellen, die Einführung des Euro sowie die Herausforderung, an unruhigen Finanzmärkten bei gleichzeitigen Anzeichen überhöhter Preise von Vermögenswerten Geldpolitik zu betreiben.

Geld- und finanzpolitische Fragen, die auf mittlere Sicht von Interesse und Bedeutung bleiben dürften, stehen im Mittelpunkt der regelmäßigen Sitzungen der Präsidenten aller Aktionärszentralbanken der BIZ. Im Berichtsjahr gehörten zu diesen Fragen u.a. die Konsequenzen der europäischen Währungsunion für die Geldpolitik, die Finanzmärkte und die Wechselkurse, die Beteiligung der Zentralbanken an der Überwachung von und der Aufsicht über Finanzinstitute, die Rolle von Rating-Agenturen an den Finanzmärkten sowie die Gestaltung und Handhabung von Sicherheitsnetzen für den Finanzsektor. Außerdem diskutierten die Gouverneure die Umsetzung der Geldpolitik im Rahmen verschiedener Wechselkurssysteme und die grundsätzlichen Herausforderungen, mit denen die Zentralbanken in den asiatischen und lateinamerikanischen Ländern nach den jüngsten Krisen konfrontiert sind. Darüber hinaus nahmen sie Stellung zum *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*, der derzeit vom IWF in Absprache mit der BIZ, deren Mitgliedszentralbanken und den Vertretern der ständigen Ausschüsse für Fragen der Finanzstabilität erarbeitet wird.

Seit Anfang 1999 veranstaltet die Bank ferner regelmäßige Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften. Das globale Ausmaß der Finanzkrise, die vor rund zwei Jahren in den aufstrebenden Volkswirtschaften begonnen hatte, hat die Notwendigkeit einer erweiterten Konsultation über die Gefahren für eine dauerhafte Stabilität deutlich gemacht. Unter anderem wurden bei diesen Sitzungen die Leistungsbilanz- und Wechselkursanpassungen nach den Finanzkrisen in Asien, das Tempo der Bankensanierung in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie die Risiken und Herausforderungen einer Aufblähung der Preise von Vermögenswerten bei gleichzeitigem deflationärem Druck an den Gütermärkten diskutiert. Ihrer weltweiten Ausrichtung entsprechend organisierte die Bank auch mehrere regionale Treffen hochrangiger Zentralbankvertreter. Im November 1998 war die Arbeitsgruppe für Geldpolitik in Lateinamerika Gast des Banco Central do Brasil, die jährliche Zusammenkunft der Arbeitsgruppe für Geldpolitik in Asien fand im März 1999 bei der BIZ-Repräsentanz in Hongkong statt. Die stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften kamen im Dezember 1998 in Basel zu ihrer Jahrestagung zusammen, die sich mit Verfahren der Bankensanierung beschäftigte.

Darüber hinaus wurden in der Bank wieder die regelmäßigen Sitzungen von hochrangigen Zentralbankvertretern zu einer Vielzahl von Themen abgehalten.

Der Gold- und Devisenausschuß beobachtet die Entwicklung an den Devisenmärkten und konzentrierte sich im Berichtsjahr insbesondere auf die Einführung des Euro sowie auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte während der aufgetretenen Spannungen.

### *Sitzungen der ständigen Ausschüsse für Fragen der Finanzstabilität*

Die Bank stellte weiterhin die Sekretariate für mehrere ständige Ausschüsse, deren Arbeit der Förderung der Finanzstabilität dient. Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht befaßt sich mit dem sicheren Funktionieren des Bankensystems, der Ausschuß für das weltweite Finanzsystem (der frühere Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten) mit den zum internationalen Finanzsystem gehörenden Märkten und der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme mit der Infrastruktur, die die Finanzinstitute miteinander verbindet und das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte unterstützt. Diese Ausschüsse decken wichtige Elemente der drei tragenden Säulen des internationalen Finanzsystems ab – beteiligte Institute, Märkte und Infrastruktur – und vermitteln so ein umfassendes und zusammenhängendes Bild der laufenden Entwicklungen. Alle drei Ausschüsse sowie die BIZ selbst sind im Forum für Finanzstabilität vertreten, das vor kurzem auf Initiative der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G7 errichtet wurde.

#### *Basler Ausschuß für Bankenaufsicht*

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht hat in mehreren Bereichen, die für die Verbesserung der Stabilität des Finanzsektors von zentraler Bedeutung sind, erhebliche Fortschritte erzielt. Den Schwerpunkt seiner Tätigkeit im vergangenen Jahr bildete die Basler Eigenkapitalvereinbarung. Der Ausschuß hat die Eigenkapitalvereinbarung gründlich überprüft und arbeitet derzeit an der Fertigstellung eines Konsultationspapiers, in dem er seine Vorschläge für Änderungen der Vereinbarung darlegt, mit denen den Entwicklungen an den Finanzmärkten in den 11 Jahren seit der Veröffentlichung Rechnung getragen werden soll. Mit dieser Revision werden folgende Ziele angestrebt: i) weitere Förderung der Sicherheit und Solidität des Finanzsystems, ii) verbesserte Angleichung der Wettbewerbsbedingungen, iii) ein umfassenderer Ansatz zur Behandlung von Risiken und iv) weiterhin besondere Berücksichtigung international tätiger Banken, wengleich die Grundsätze einer revidierten Eigenkapitalvereinbarung für Banken unterschiedlicher Komplexität und technischer Finesse geeignet sein sollten. In der revidierten Eigenkapitalvereinbarung soll der Marktdisziplin und dem Prüfungsverfahren der Aufsichtsbehörden als unverzichtbaren Ergänzungen der Mindesteigenkapitalanforderungen großes Gewicht beigemessen werden.

Da eine gründliche Überarbeitung der Eigenkapitalvereinbarung wahrscheinlich mehrere Jahre in Anspruch nehmen wird, will der Ausschuß zwei parallele Ansätze für die quantitativen Eigenkapitalanforderungen entwickeln: einen revidierten Standardansatz, mit dem kritische Mängel der derzeitigen Vereinbarung behoben werden sollen, und – für Banken, die über hochentwickelte Systeme für die Kreditrisikoeinstufung verfügen – einen Alternativansatz, der auf den internen Rating-Systemen der Banken beruht. Der Ausschuß wird zudem die

Möglichkeit im Auge behalten, daß später einmal Kreditrisikomodelle für Zwecke der Aufsicht eingesetzt werden.

In den letzten beiden BIZ-Jahresberichten wurde die wachsende Bedeutung des Basler Ausschusses außerhalb seines G10-Mitgliederkreises beschrieben. Der Ausschuß arbeitete erneut eng mit Nicht-G10-Aufsichtsbehörden, dem IWF und der Weltbank zusammen, um die Finanzsysteme der aufstrebenden Volkswirtschaften zu stärken, vor allem durch eine Förderung der Umsetzung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*, deren endgültige Fassung im September 1997 herausgegeben wurde. Eine Erhebung zum Stand der Umsetzung dieser Grundsätze anlässlich der Vorbereitung der Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden von 1998 (s. unten) wies auf mehrere Bereiche hin, in denen die *Grundsätze* noch genauer ausformuliert werden müssen. Daran arbeitet die Core Principles Liaison Group des Basler Ausschusses, in der rund 20 G10-Länder und aufstrebende Volkswirtschaften sowie der IWF und die Weltbank vertreten sind. Damit die Umsetzung der *Grundsätze* besser gefördert und überwacht werden kann, entwickelt diese Kontaktgruppe derzeit zusätzliche Methoden für die Festlegung detaillierter Kriterien, anhand deren die Umsetzung in den einzelnen Ländern beurteilt werden kann.

Seit dem letzten Jahresbericht hat der Ausschuß zahlreiche Grundsatzpapiere zu einem breiten Themenspektrum veröffentlicht, u.a. über die Transparenz im Bankwesen (September 1998), die internen Kontrollsysteme von Bankinstituten (September 1998), die Bilanzierung von Krediten (Oktober 1998), das Management des Betriebsrisikos (Oktober 1998), die Offenlegung des Handels- und Derivatивgeschäfts (November 1998), die Jahr-2000-Notfallplanung (Januar 1999), die Geschäftsbeziehungen zwischen Banken und Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (Januar 1999), die Aufsicht über Finanzkonglomerate (Februar 1999) und die Entwicklung von Modellen für das Kreditrisiko (April 1999). In den meisten dieser Berichte werden den Banken und Bankenaufsichtsbehörden sachgerechte Verfahren empfohlen. Im Januar 1999 wurde eine aktualisierte Version des umfassenden Kompendiums von Dokumenten des Basler Ausschusses über die Verfahren und Methoden der Bankenaufsicht herausgegeben.

Der Basler Ausschuß hat seine Beziehungen zu Aufsichtsbehörden in aller Welt sowie deren Beziehungen untereinander weiter entwickelt. Er übernahm die Trägerschaft für die 10. Internationale Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden, die im Oktober 1998 auf Einladung der Reserve Bank of Australia und der Australian Prudential Regulation Authority in Sydney stattfand. Die beiden Hauptthemen waren die Umsetzung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* und das Betriebsrisiko. Ferner wurde eine Podiumsdiskussion über Jahr-2000-Probleme abgehalten. Rund 250 Delegierte aus 120 Ländern nahmen an der Konferenz teil. Der Ausschuß arbeitet außerdem nach wie vor eng mit den regionalen Bankenaufsichtsruppen in aller Welt zusammen.

#### *Ausschuß für das weltweite Finanzsystem*

Seit dem Frühjahr 1998 arbeitet der Ausschuß für das weltweite Finanzsystem parallel in zwei Bereichen: Zum einen überwacht und analysiert er die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten, und zum anderen untersucht er

strukturelle Fragen im Zusammenhang mit der Stabilität des Finanzsystems und prüft mögliche Reaktionen von offizieller Seite.

Nach der Asien-Krise beobachtete der Ausschuß das Geschehen sorgfältig und analysierte die im Hinblick auf verschiedene Bereiche zu ziehenden Lehren: i) mögliche Verbesserungen der Transparenz, ii) Verhalten der internationalen Kapitalströme, iii) Wirksamkeit der internationalen Unterstützungsaktionen und iv) Management der Länderrisiken international tätiger Banken. Diese Arbeit mündete in einen Bericht, der im Mai 1998 den G10-Zentralbankpräsidenten vorgelegt wurde, sowie in einen im Oktober 1998 fertiggestellten Bericht, in dem die Verwendung von Informationen bei den Entscheidungen von Banken, die Kredite an aufstrebende Volkswirtschaften vergeben, untersucht wurde. Außerdem verstärkte der Ausschuß seine regelmäßige Überwachung der Entwicklungen im weltweiten Finanzsystem und in einzelnen Ländern, um mögliche Schwachstellen aufzudecken.

Im Rahmen seiner längerfristigen Arbeit zur Förderung der Stabilität des Finanzsystems erstattete der Ausschuß im Juli 1998 gemeinsam mit den anderen in Basel ansässigen Ausschüssen den G10-Zentralbankpräsidenten darüber Bericht, inwieweit die Entwicklung internationaler Normen oder Standards in mehreren Bereichen wünschenswert und durchführbar ist. Ein großer Teil der Arbeit des Ausschusses im Berichtszeitraum betraf zwei solcher Bereiche, nämlich die Förderung tiefer und liquider Märkte sowie die Transparenz.

Zur Förderung tiefer und liquider Märkte verfaßte der Ausschuß drei Berichte. Einer davon, erstellt von einer gemeinsamen Arbeitsgruppe des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem und des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, untersuchte Abwicklungsverfahren und Risikomanagement-Praktiken an den Märkten für außerbörsliche Derivate und identifizierte weitere Schritte zur Risikominderung (September 1998). Ein zweiter Bericht befaßte sich mit der Struktur und der Funktionsweise der Märkte für Wertpapierpensionsgeschäfte in mehreren Industrieländern und im Euro-Raum, betrachtete ihre potentiellen Systemwirkungen und skizzierte die Voraussetzungen für eine angemessene Entwicklung dieser Märkte (März 1999). Die dritte Studie behandelte die Determinanten der Marktliquidität aus theoretischer und empirischer Sicht, gab einen Überblick über die Merkmale etablierter Märkte für Staatspapiere und zog vorläufige Schlüsse hinsichtlich der Voraussetzungen für die Sicherstellung liquider Märkte (April 1999).

Die schon abgeschlossene oder noch laufende Arbeit zur Transparenz unterteilt sich in drei Bereiche: Überwachung der Verbesserung der BIZ-Statistiken zum internationalen Bank- und Derivatengeschäft, Förderung vermehrter Verbreitung von Informationen über Währungsreservepositionen sowie Erhöhung der Transparenz der Finanzgeschäfte von Marktteilnehmern generell.

Seit der Asien-Krise hat der Ausschuß in enger Zusammenarbeit mit den Statistikexperten der BIZ und ihrer Mitgliedszentralbanken mehrere Schritte unternommen, um Aktualität, Qualität und Erfassungsbereich der konsolidierten BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft zu verbessern. Im März 1999 publizierten BIZ, IWF, Weltbank und OECD erstmals gemeinsam eine Reihe von Meßgrößen zur Auslandsverschuldung von Ländern aus der Sicht der Gläubiger. Im Dezember 1998 veröffentlichte die BIZ die erste Ausgabe einer neuen

regelmäßigen Halbjahresstatistik über die Derivatmärkte, die in einem Bericht des Ausschusses von 1996 angeregt worden war.

Um Mängel der vorhandenen Informationen über das bilanzwirksame und außerbilanzielle Geschäft der Zentralbanken und anderer öffentlicher Stellen zu beheben, gab der Ausschuß im Oktober 1998 ein Modell für eine umfassende Offenlegung von offiziellen Währungsreserven und ihrer potentiellen Belastungsfaktoren heraus. Nach einigen Verbesserungen und nach Abstimmung mit dem IWF wurde dieses Modell im März 1999 Bestandteil des Special Data Dissemination Standard des IWF.

Drei Arbeitsgruppen, von denen zwei auch Vertreter aufstrebender Volkswirtschaften umfassen, untersuchen weitere Wege zur Verbesserung der Transparenz der Geschäfte von Finanzmarktteilnehmern. Ausgehend von einem früheren Bericht des Ausschusses aus dem Jahr 1994 befaßt sich die erste Gruppe mit der Offenlegungspraxis der einzelnen Finanzinstitute. Die zweite Gruppe prüft, welche Art aggregierter Informationen für ein besseres Funktionieren der Märkte nützlich wäre. Diese Bemühungen ergänzen auf sinnvolle Weise die Arbeit des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht in ähnlichen Gebieten, wie z.B. dessen kürzlich erschienenen Bericht über Geschäftsbeziehungen zwischen Banken und Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation. Die dritte Arbeitsgruppe untersucht die Krisentestverfahren großer, international tätiger Banken.

Im Februar 1999 änderten die G10-Zentralbankpräsidenten den Namen des Ausschusses und aktualisierten sein Mandat, da sich der Schwerpunkt seiner Arbeit in den letzten Jahren gewandelt hat. Das neue Mandat betont die Rolle des Ausschusses bei der Überwachung der Entwicklung an den weltweiten Finanzmärkten und in den einzelnen Volkswirtschaften, hebt die Förderung der Finanzmarktstabilität hervor und fordert eine genaue Prüfung der Verbindung zwischen Währungs- und Finanzstabilität.

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

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme setzte seine Bemühungen zur Förderung solider Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme und damit zur Stärkung der Finanzmarktinfrastruktur und Verringerung des Systemrisikos fort. Er baute seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Gremien aus und bezieht eine ständig wachsende Zahl von Nicht-G10-Zentralbanken in seine Arbeit ein.

Seit der Veröffentlichung seines Berichts über das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel im Juli 1998 überwacht und fördert der Ausschuß weiterhin entsprechende Bemühungen des privaten Sektors. Er pflegt einen fortlaufenden Dialog mit verschiedenen Gruppen des privaten Sektors, die an der Gestaltung und Verbesserung von Systemen zur Verringerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel beteiligt sind. Außerdem arbeitet er eng mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht zusammen, um Empfehlungen für Aufsichtsbehörden in diesem Bereich zu entwickeln.

Gemeinsam mit der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) fördert der Ausschuß auch weiterhin eine höhere Transparenz in den Abwicklungssystemen für Wertpapiergeschäfte, insbesondere durch die Umsetzung des im Februar 1997 erschienenen *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*. Inzwischen legen zahlreiche solcher Systeme in der ganzen

Welt Informationen über ihre Eigentümerstruktur, ihre Verwahr-, Clearing- und Abwicklungsgeschäfte sowie ihre Risikomanagement-Verfahren offen.

Eine von der IOSCO und dem Ausschuß gemeinsam eingesetzte Arbeitsgruppe für die Wertpapierleihe ist dabei, einen Bericht abzuschließen, in dem die Bedeutung der Wertpapierleihe und ähnlicher Transaktionen für Wertpapieraufsichtsorgane und Zentralbanken analysiert wird. Insbesondere werden auch die Auswirkungen solcher Transaktionen auf die Clearing- und Abwicklungssysteme für Wertpapiergeschäfte untersucht. Die Arbeitsgruppe besteht aus Vertretern von Zentralbanken und Wertpapieraufsichtsorganen aus G10-Ländern und aufstrebenden Volkswirtschaften. Der Bericht wird voraussichtlich die Vorgehensweise der Marktteilnehmer bei der Wertpapierleihe, die Wirkung der wirtschaftlichen, rechtlichen und regulativen Rahmenbedingungen auf das Wertpapierleihegeschäft sowie die Risiken bei der Abwicklung solcher Geschäfte untersuchen.

Die Arbeitsgruppe für den Massenzahlungsverkehr analysiert Trends in der Verwendung von Massenzahlungsinstrumenten und den damit verbundenen Clearing- und Abwicklungssystemen. Mit einer besseren Kenntnis des Massenzahlungsgeschäfts werden die Zentralbanken angemessener beurteilen können, welche Herausforderungen die Innovationen in diesem Bereich für sie darstellen. Im Hinblick auf elektronisches Geld verfolgt der Ausschuß – durch sein Sekretariat in der BIZ – weiterhin die weltweite Entwicklung bei karten- und netzwerkgestützten Produkten.

Der Ausschuß hat seine Zusammenarbeit mit nicht der Zehnergruppe angehörenden Zentralbanken weiter ausgebaut. Mit Unterstützung des Ausschußsekretariats arbeiten einzelne Zentralbanken oder regionale Gruppierungen von Zentralbanken an Veröffentlichungen über die Zahlungsverkehrssysteme in ihrem Land bzw. ihrer Region. Ferner unterstützt der Ausschuß eine wachsende Zahl von Workshops und Seminaren über den Zahlungsverkehr, die von der BIZ gemeinsam mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert werden.

Auf unterschiedliche Weise arbeitet der Ausschuß auch mit anderen Organisationen zusammen. Er ist eines der vier Ex-officio-Mitglieder des Gemeinsamen Jahr-2000-Rates, dessen Aufgabe es ist, die Risiken im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Problem zu vermindern (s. unten). Die Zusammenarbeit mit Nicht-G10-Zentralbanken und anderen internationalen Organisationen erfolgt schwerpunktmäßig im Rahmen der derzeitigen Bemühungen, Grundsätze für die Gestaltung und den Betrieb von Zahlungsverkehrssystemen zu erarbeiten. An diesen Grundsätzen arbeitet eine Task Force, die sich aus Vertretern der G10-Zentralbanken und ebenso vieler Nicht-G10-Zentralbanken sowie der Europäischen Zentralbank (EZB), des IWF und der Weltbank zusammensetzt. Die Grundsätze sollen Zentralbanken, Systembetreibern und internationalen Organisationen dabei helfen, die Sicherheit und Leistungsfähigkeit von Zahlungsverkehrssystemen zu verbessern, und damit weltweit die Infrastruktur der Finanzmärkte stärken.

### *Breiter angelegte internationale Zusammenarbeit*

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

Wie bisher war die BIZ an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, ihrer Stellvertreter und der unter ihrer Schirmherrschaft

geschaffenen Arbeitsgruppen beteiligt. Im Berichtszeitraum konzentrierte sich die Zehnergruppe speziell auf Verbesserungen in den Bereichen Krisenprävention und Krisenmanagement. Die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten betonten die Wichtigkeit einer rechtzeitigen und umfassenden Einbeziehung des privaten Sektors in die Bewältigung internationaler Finanzkrisen. Wegen der Zunahme privater Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften während der letzten 10 Jahre, der Verschiebung in der Zusammensetzung von Portfolioinvestitionen zugunsten verbrieftter Schulden sowie des mit staatlicher Finanzierung verbundenen „moral hazard“ ist es weder wünschenswert noch machbar, internationale Finanzkrisen ohne Beteiligung des privaten Sektors zu lösen. Derzeit werden mehrere Wege für eine solche Beteiligung geprüft; hierzu gehören die Verbesserung der Beziehung zwischen Gläubigern und Schuldern, ein vermehrter Einsatz von bedingten Kreditlinien sowie die Aufnahme von Sammelklageklauseln in Anleihevereinbarungen.

#### *Beiträge der BIZ zur Reform der internationalen Finanzarchitektur*

Gemeinsam mit anderen internationalen Finanzinstitutionen und Organisationen arbeitet die BIZ aktiv an der Reform der internationalen Finanzarchitektur. Ein bedeutender Teil dieser Arbeit im Berichtszeitraum war die Fertigstellung von drei Berichten über die internationale Finanzarchitektur durch Arbeitsgruppen, die sich aus Vertretern von Zentralbanken und Finanzministerien von Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften zusammensetzten.

Die Arbeitsgruppe für Transparenz und Rechenschaftspflicht befaßte sich mit der Frage, wie Transparenz und Rechenschaftspflicht zur Verbesserung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit beitragen können und welche Informationen erforderlich sind, damit diese Verbesserungen wirksam werden können. Die Arbeitsgruppe für die Stärkung der Finanzsysteme suchte nach einem Konsens zu Grundsätzen und Strategien, die die Entwicklung eines stabilen und effizienten Finanzsystems fördern, und zeigte Möglichkeiten auf, die Zusammenarbeit und Koordination unter den nationalen und internationalen Gremien im Bereich Finanzstabilität zu verbessern. Die Arbeitsgruppe für internationale Finanzkrisen erarbeitete Grundsätze und prüfte Strategien, die bei der Verhütung von internationalen Finanzkrisen helfen sowie eine geregelte und gemeinschaftliche Bewältigung möglicher zukünftiger Krisen erleichtern könnten. Die Empfehlungen der Arbeitsgruppen wurden von den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten von 26 Ländern anlässlich der Jahrestagungen von IWF und Weltbank 1998 gebilligt.

Seit der Veröffentlichung der Berichte der Arbeitsgruppen ist das Gespräch über die Stärkung der internationalen Finanzarchitektur fortgesetzt worden. Auf Initiative der G7 kamen hochrangige Vertreter von 33 Ländern in Bonn und Washington zusammen, um über Themen zu diskutieren, die von der Aufrechterhaltung tragfähiger Wechselkurssysteme über Vorschläge zur Stärkung des IWF und der Weltbank bis hin zu Vorgehensweisen für die Minimierung der sozialen Folgen von Krisen reichten. Darüber hinaus wurde ein Forum für Finanzstabilität geschaffen, um die internationale Zusammenarbeit bei Maßnahmen zur Stärkung der Finanzsysteme zu verbessern. Das Forum soll Probleme und Schwachstellen des globalen Finanzsystems untersuchen sowie die notwendigen Schritte zu deren Behebung ermitteln und überwachen. Die BIZ und andere internationale Finanz-

institutionen und Organisationen nehmen an den Sitzungen des Forums teil und stellen außerdem gemeinsam die Sekretariatsleistungen.

#### *International Association of Insurance Supervisors*

Seit seiner Schaffung im Januar 1998 ist das Sekretariat der International Association of Insurance Supervisors (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 Normen für die Versicherungsaufsicht, Vorkehrungen für einen gegenseitigen Beistand und der Erfahrungsaustausch unter den Mitgliedern.

Zusätzlich zu den schon bestehenden Papieren – den IAIS-Grundsätzen, dem Versicherungskonkordat, den Empfehlungen zur Versicherungsaufsicht in aufstrebenden Volkswirtschaften und der Mustervereinbarung – gab die IAIS 1998 internationale Standards für die Zulassung von Versicherungsgesellschaften, Prüfungen vor Ort und die Verwendung von Derivaten heraus. Im Februar 1999 veröffentlichte sie gemeinsam mit anderen internationalen Aufsichtsinstanzen Grundsatzpapiere zur Jahr-2000-Notfallplanung und zur Aufsicht über Finanzkonglomerate. Zur Zeit arbeitet sie an Grundsätzen und Standards auf den Gebieten der Solvenzregelung, der Anlagevorschriften, der Bilanzierung im Versicherungswesen, des elektronischen Handels, des Marktverhaltens von Versicherungsgesellschaften sowie der Rückversicherung. Ferner will sie das Versicherungskonkordat ausweiten, so daß nicht nur die Auslandsniederlassungen, sondern auch die grenzüberschreitenden Dienstleistungen international tätiger Versicherungsgesellschaften erfaßt werden.

Die IAIS organisierte mehrere Schulungsprogramme und stellte Schulungsmaterial für Versicherungsaufsichtsbehörden bereit, um ihren Mitgliedern bei der Einhaltung der IAIS-Aufsichtsgrundsätze und -standards zu helfen. Seit dem vergangenen Jahr organisierte sie regionale Schulungsseminare für Mitarbeiter der Versicherungsaufsicht in Polen (März 1998), Südafrika (Juli 1998) und Singapur (Februar 1999).

Die IAIS wirkt aktiv in dem neu geschaffenen Forum für Finanzstabilität mit, um die Koordination mit anderen internationalen Finanzgremien und nationalen Aufsichtsorganen des Finanzsektors zu verstärken.

#### *Gemeinsamer Jahr-2000-Rat*

Die potentiellen Risiken für IT-Systeme im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Datumswechsel beschäftigen wichtige Entscheidungsträger in aller Welt. Seit seiner Errichtung im April 1998 hat der Gemeinsame Jahr-2000-Rat zusammen mit seinen Gründern (Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, IAIS und IOSCO) eine Reihe von Initiativen ergriffen, um die Finanzmarktbehörden zu veranlassen, sich des Problems anzunehmen. Ein wesentliches Ziel ist die Verbesserung der Koordination hinsichtlich wichtiger Jahr-2000-Grundsatzfragen unter Aufsichtsbehörden weltweit sowie zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor. Dem Rat steht ein Sekretariat zur Seite, das von der BIZ gestellt wird.

Der Rat tritt regelmäßig zusammen, um zahlreiche Bereiche zu erörtern und entsprechende Empfehlungen zu erarbeiten. Er hält ferner regelmäßige Sitzungen mit seinem Externen Konsultativkomitee ab, um sich bei den zahlreichen dort vertretenen repräsentativen internationalen Organisationen des privaten und öffentlichen Sektors über die laufenden Entwicklungen und neu auftretende Bedenken zu informieren. In Zusammenarbeit mit seinen Mitgliedsinstitutionen und mit deren Unterstützung organisierte der Rat mehrere regionale Zusammenkünfte. Rund 400 Aufsichtsbeamte aus 100 Ländern nahmen an diesen Treffen teil, die Ende 1998/Anfang 1999 in Asien, Europa, Nord- und Südamerika, im Nahen Osten und in Afrika stattfanden. In Zusammenarbeit mit dem privaten Sektor organisierte der Rat darüber hinaus ein Treffen auf hoher Ebene zwischen wichtigen Aufsichtsinstanzen und Führungskräften von an den internationalen Finanzmärkten tätigen Unternehmen; dabei wurden die Fortschritte bei den Lösungsprogrammen sowie mögliche Strategien zur Risikominderung besprochen.

Die vom Rat herausgegebenen Grundsatzpapiere behandeln eine Reihe von Themen, z.B. Umfang und Konsequenzen des Jahr-2000-Problems, Bedeutung interner und externer Testprogramme, Vorzüge einer besseren Offenlegung und eines verstärkten Informationsaustausches sowie Notfallplanung. Das Sekretariat des Rates gibt außerdem ein regelmäßiges Bulletin heraus, in dem bestimmte Fragen untersucht und offizielle Initiativen in verschiedenen Regionen beschrieben werden. Die Publikationen des Rates erreichen insgesamt über 1 000 Aufsichtsorgane in 170 Ländern.

Der Rat will weiterhin eine Plattform für den Informationsaustausch unter Finanzmarktbehörden in aller Welt bieten und bei der Erarbeitung einschlägiger Empfehlungen Unterstützung leisten. Die Bedenken nehmen zu, daß in den Monaten vor dem Jahreswechsel die Risiken möglicher Störungen wegen des Jahr-2000-Problems zur Unsicherheit an den Finanzmärkten und einer damit verbundenen Volatilität beitragen könnten. Zusammen mit seinen Gründungsgremien und anderen einschlägigen in Basel ansässigen Ausschüssen will der Rat die Jahr-2000-Entwicklungen genau beobachten und – gegebenenfalls gemeinsam mit Vertretern des privaten Sektors – mögliche risikomindernde Maßnahmen, Krisenmanagementverfahren und Strategien für die Öffentlichkeitsarbeit prüfen.

## *Weitere Formen der Zusammenarbeit unter Zentralbanken*

### *Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen*

Die Zusammenarbeit zwischen der BIZ, den bei ihr angesiedelten Ausschüssen und verschiedenen regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken verstärkte sich im Berichtszeitraum. Die regionalen Zusammenschlüsse – insbesondere CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council) und SADC (Southern African Development Community) – halfen der BIZ und den in Basel ansässigen Ausschüssen, den Zentralbanken ihrer jeweiligen Region Standards und empfehlenswerte Praktiken nahezubringen. Die BIZ und die in Basel ansässigen Ausschüsse führten mit

verschiedenen der regionalen Gruppierungen eine wachsende Zahl gemeinsamer Seminare zu den Themen Bankenaufsicht, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme sowie Währungs- und Finanzstabilität durch.

Dem Schulungsbedarf der Volkswirtschaften im Übergang wurde weiterhin im Rahmen des Joint Vienna Institute Rechnung getragen. Seit seiner Gründung im Herbst 1992 haben über 10 000 Teilnehmer, meist aus dem öffentlichen Sektor, die Kurse und Seminare des JVI besucht. Das Mandat des Instituts wurde von den fünf internationalen Trägerorganisationen (BIZ, EBRD, IWF, OECD und Weltbank) – zu denen im Januar 1999 die Welthandelsorganisation (WTO) hinzukam – für weitere fünf Jahre bis Mitte 2004 verlängert. Die Seminare, die von der BIZ organisiert wurden, in die aber auch Beiträge von Zentralbanken und anderen Organisationen einfließen, befaßten sich mit Bankenaufsicht, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen, Währungs- und Finanzstabilität, Rechtsfragen sowie der Verwaltung der Währungsreserven.

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

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken widmete ihre Aufmerksamkeit erneut vorrangig den Herausforderungen im Zusammenhang mit dem Jahr 2000, der Währungsunion in Europa sowie Schritten zur Erweiterung eines sicheren elektronischen Informationsaustausches unter den Zentralbanken, der Daten, Dokumente und Unterstützung für Konferenzen und Arbeitsgruppen umfaßt. Mit einer kleinen Gruppe von Zentralbanken wurde erfolgreich ein Pilotprojekt durchgeführt; es bot die Möglichkeit, wesentliche Geschäfts- und Technologiefragen zu untersuchen, die in die Bereitstellung neuer Informationsdienstleistungen für Zentralbanken durch die BIZ münden könnten. Ein spezieller Workshop zur technischen Koordination wurde abgehalten, um Details zu überprüfen und einen Gedankenaustausch zu einer Vielfalt von Themen zu ermöglichen; dazu gehörten das Jahr 2000 und die damit verbundenen Änderungen der Datenaustauschsysteme und -formate für die BIZ-Datenbankteilnehmer, Fragen des Umfangs statistischer Datenproduktion im Zusammenhang mit der Einführung des Euro sowie Alternativen, die sich aus dem Pilotprojekt ergaben. Die Zentralbanken bestärkten die BIZ darin, die Einführung der erweiterten elektronischen Informationsdienste voranzutreiben und eine sichere und zuverlässige Produktionsplattform bereitzustellen, um dieses Ziel möglichst bald zu erreichen.

#### *Ausschuß der EDV-Fachleute*

Die Diskussionen des Ausschusses der EDV-Fachleute befaßten sich im Berichtsjahr vor allem mit den Vorbereitungsarbeiten der IT-Abteilungen der Zentralbanken für die Einführung des Euro und für das Jahr 2000. Nachdem die Euro-Einführung erfolgreich verlaufen ist, bestehen jetzt umfassende Programme, um sicherzustellen, daß die für den Zahlungsverkehr, für Abwicklungen und für andere Funktionen verwendeten IT-Systeme rechtzeitig und umfassenden internen und externen Jahr-2000-Tauglichkeitstests unterzogen werden.

Die Zentralbanken setzen immer häufiger die Internet-Technologie ein, um Informationen in erheblichem Umfang an die verschiedensten Kreise abzugeben, u.a. beim hausinternen Informationsaustausch, beim Austausch von ökonomischen

und statistischen Daten mit Universitäten und Forschungsinstituten sowie beim Informationsaustausch untereinander oder mit der Öffentlichkeit mittels Websites. Der Ausschuß diskutierte, wie die Verwendung dieser Technologie in den Zentralbanken erleichtert werden könnte und welche Maßnahmen ergriffen werden müßten, um die Risiken anzugehen, die mit dem Anschluß interner IT-Systeme an das Internet verbunden sind, insbesondere hinsichtlich der Vertraulichkeit von Daten und der Verfügbarkeit der Systeme. In diesem Zusammenhang prüfte der Ausschuß auch neue technologische Entwicklungen wie virtuelle private Netze, digitale Signaturen und Public-Key-Infrastrukturen.

### *Repräsentanz für Asien und den Pazifik*

Im Juli 1998 etablierte sich die Bank erstmals außerhalb der Schweiz und eröffnete in der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China eine Repräsentanz für Asien und den Pazifik. Diese Repräsentanz soll den Informationsaustausch und die Zusammenarbeit unter den Zentralbanken und Währungsbehörden der Region sowie zwischen ihnen und Zentralbanken in der übrigen Welt weiter verbessern. Außerdem werden die Zentralbanken der Region auf diese Weise enger in die Arbeit der Bank einbezogen. Hinsichtlich des Bankgeschäfts dient die Repräsentanz dazu, die Geschäftsbeziehungen der Bank mit regionalen Zentralbankkunden zu fördern; ferner trägt sie zu den Forschungsarbeiten und den Analysen der Bank über Finanz- und Wirtschaftsentwicklungen in der Asien-Pazifik-Region bei.

Seit der Eröffnung der Repräsentanz kommen dort Zentralbankvertreter aus der Region und aus anderen Regionen zu Sitzungen zusammen. Bei einem Treffen von Mitarbeitern der Reservenverwaltung, bei dem auch die EZB vertreten war, wurden die Vorbereitungen und Aussichten für den Euro diskutiert. Im Januar erörterten Zentralbankpräsidenten in einer Sondersitzung Aspekte der Bankensanierung, wobei Erfahrungen aus Europa und dem amerikanischen Kontinent diskutiert wurden. Ein Treffen von leitenden Verantwortlichen an Devisenmärkten aus der Region sowie aus West- und Mitteleuropa, Afrika und Nordamerika hatte die Devisenhandelsstrategien von Finanzinstituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation zum Thema.

### *Institut für Finanzstabilität*

Im letztjährigen Jahresbericht wurde über die Gründung des Instituts für Finanzstabilität berichtet, eine gemeinsame Initiative der Bank und des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht angesichts der Notwendigkeit, weltweit die Finanzsysteme zu stärken. Der erste Vorsitzende des Instituts, John Heimann, trat sein Amt am 1. Februar 1999 an. Das Institut wird sich zunächst vorrangig mit der Stärkung der Finanzsysteme und -institute befassen; dabei wird es sich anfangs auf Banken konzentrieren und dann schrittweise auch Wertpapierhändler und Versicherungsgesellschaften einbeziehen, da die Grenzen zwischen diesen drei Sektoren immer fließender werden. Es ist geplant, Seminare zu veranstalten, bei denen die Leiter von Aufsichtsorganen aus aufstrebenden Volkswirtschaften mit den Leitern entsprechender Behörden aus führenden Industrieländern sowie

erfahrenen Teilnehmern des Finanzsektors zusammenarbeiten werden; angestrebt wird dabei, durch Anwendung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* bessere Finanzstrukturen zu schaffen und durchzusetzen. Das Institut arbeitet eng mit dem Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision zusammen, das unter der Trägerschaft der Weltbank und der kanadischen Regierung steht. Ab Juni sollen in Basel und Toronto gemeinsame Seminare auf dem breiteren Gebiet der Stärkung der Aufsichtskapazitäten sowie Workshops zu Themen wie Marktrisiko und Risikomanagement organisiert werden.

Für Aufsichtsbeamte der mittleren Ebene ist ein umfassendes Schulungsprogramm geplant, das in Form von Seminaren sowohl in Basel als auch in jeder der großen Regionen der Welt durchgeführt werden soll. Eine Zusammenarbeit mit der Weltbank, dem IWF und den Zentralbanken wird ins Auge gefaßt.

## 2. Die Bank als Agent und Treuhänder

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

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

Nach der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 wurde das Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU vom neuen Euro-Verrechnungssystem der Euro Banking Association (EBA) in Paris abgelöst. Die Tätigkeit der BIZ als Agent für das Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für private ECU sowie die entsprechende Vereinbarung zwischen BIZ und EBA endeten zum 31. Dezember 1998.

Die BIZ war seit Oktober 1986 als Agent für das ECU-Verrechnungssystem tätig gewesen. Aufbau und Funktionsweise dieses Systems sind im 56. Jahresbericht vom Juni 1986 beschrieben. Die Zahl der Clearing-Banken hatte im Laufe der Jahre stetig zugenommen; im Sommer 1998 erhielten 11 weitere Banken von der EBA diesen Status, während 5 Banken aus dem System ausschieden. Zum Zeitpunkt des Wechsels zum neuen Euro-Verrechnungssystem gab es somit 62 Clearing-Banken.

### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe teilte die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen der Dawes- und der Young-Anleihe der Bank mit, daß sie am Fälligkeitsdatum 3. Oktober 1998 rund DM 3,5 Mio. an Tilgungszahlungen sowie an den Fälligkeitsdaten 3. April und 3. Oktober 1998 DM 7,0 Mio. an Zinsen und Zinsrückständen an die Inhaber der Schuldverschreibungen ausbezahlt hat. Die neu berechneten Einlösungswerte und Umrechnungsfaktoren für die genannten Zinsfälligkeiten wurden von der Bundes-schuldenverwaltung im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Anläßlich der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 gab die Bundesschuldenverwaltung bekannt, daß die genannten Fundierungsschuldverschreibungen nicht in Euro umgewandelt werden. Die deutschen Behörden werden jedoch ihre Methode für die Berechnung der Einlösungswerte dieser Schuldverschreibungen

für Zins- und Tilgungszahlungen ändern. Einzelheiten sind der Bekanntmachung der Bundesschuldenverwaltung im Bundesanzeiger Nr. 57 vom 24. März 1999 zu entnehmen.

Hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die Bundesschuldenverwaltung hat die Bank erneut ihre früheren Vorbehalte geltend gemacht, die im 50. Jahresbericht vom Juni 1980 dargelegt wurden und sich auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Die Bank hat ferner darauf hingewiesen, daß die Einführung des Euro nichts an den besagten Vorbehalten ändert. Den Zahlungsagenten wurde geraten, entsprechende Vorsorgemaßnahmen zu treffen, um die Rechte der Schuldverschreibungsinhaber zu schützen.

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

#### *Pfandhalter für brasilianische Anleihen*

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

#### *Pfandhalter für peruanische Anleihen*

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

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

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

### **3. Finanzhilfe für Zentralbanken**

Im Rahmen eines internationalen Finanzhilfeprogramms, das gegen Ende 1998 für Brasilien zusammengestellt wurde, koordinierte die BIZ eine Kreditfazilität von bis zu US-\$ 13,28 Mrd. zugunsten des Banco Central do Brasil. Der überwiegende Teil der Mittel, die die BIZ unter dieser Fazilität bereitstellt, wird von 19 Mitgliedszentralbanken gedeckt oder garantiert. Eine parallele Fazilität von bis zu US-\$ 1,25 Mrd. wurde darüber hinaus von den japanischen Währungsbehörden gewährt. Die Inanspruchnahme beider Fazilitäten erfolgt 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 US-\$ 4,15 Mrd. in Anspruch genommen und ein zweites Mal am 9. April 1999 im Betrag von US-\$ 4,5 Mrd. Beide Male wurde auch die japanische Fazilität in einem entsprechenden Verhältnis beansprucht.

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

#### 4. Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 1999 betrug die Bilanzsumme GFr. 66 237 Mio., was gegenüber dem Vorjahr (GFr. 62 450 Mio.) einer Zunahme um 6,1% oder GFr. 3 787 Mio. entspricht. Wechselkurseffekte trugen rund GFr. 650 Mio. zu dieser Zunahme bei, da sich der US-Dollar über das ganze Geschäftsjahr betrachtet gegenüber anderen Währungen geringfügig abgeschwächt hatte.

Vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen im vergangenen Herbst weitete sich die Bilanzsumme erheblich aus und erreichte mit GFr. 89 466 Mio. im Dezember 1998 den höchsten je verzeichneten Stand. Die allgemeine Flucht in die Qualität zu dieser Zeit unterstrich die Bonität der BIZ. Als jedoch die Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos abnahmen, kehrte sich der Anstieg der Bilanzsumme im ersten Quartal 1999 weitgehend wieder um.

#### *Passiva*

Der Kundenkreis der BIZ umfaßt über 100 Zentralbanken und internationale Organisationen. Die BIZ setzte ihre Bemühungen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und des Umfangs ihrer Bankdienstleistungen fort und ergriff im Verlauf des Berichtsjahres mehrere Maßnahmen, um die Preise ihrer Finanzprodukte attraktiver zu gestalten; außerdem führte sie ein neues längerfristiges Instrument mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren ein.

Am 31. März 1999 betragen die Gold- und Währungseinlagen (ohne Pensionsgeschäfte) insgesamt GFr. 60 898 Mio. (Vorjahr: GFr. 57 497 Mio.). Auf die Goldeinlagen, die um GFr. 281 Mio. auf GFr. 3 193 Mio. sanken, entfielen 5,2% der gesamten Fremdmittel (Vorjahr: 6%). Die Währungseinlagen erhöhten sich um GFr. 3 682 Mio.; ein Rückgang der Einlagen mit fester Laufzeit wurde durch vermehrte Anlagen in liquideren, handelsfähigen BIZ-Instrumenten mehr als wettgemacht. Die Höhe dieser Währungsanlagen schwankt häufig, da zum einen die Zentralbanken die Bankdienstleistungen der BIZ aktiv für die Verwaltung ihrer liquiden Mittel nutzen, zum anderen die BIZ bei unsicheren Marktverhältnissen als sicherer Hafen gilt. Der durchschnittliche Tagesumfang der Währungseinlagen war um 8,4% höher als im Geschäftsjahr 1997/98.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erhöhten sich die US-Dollar-Einlagen um 13,6%. Damit setzte sich der in den letzten Jahren beobachtete steigende Trend des US-Dollar-Anteils an den Fremdmitteln in Währungen fort, so daß am 31. März 1999 dieser Anteil 65,9% betrug (Vorjahr: 62,1%). Der Anteil des Euro bzw. der in ihm aufgehenden Währungen verringerte sich hingegen in derselben Zeit von 24,8% auf 20,2% der Fremdmittel.

Die Einlagen von Zentralbanken erhöhten sich von GFr. 50 468 Mio. auf GFr. 54 016 Mio. am 31. März 1999, was einem gegenüber dem Vorjahr praktisch unveränderten Anteil von 93,6% der gesamten Fremdmittel in Währungen entspricht. Die von anderen Einlegern (vorwiegend internationalen Organisationen) angelegten Mittel betragen GFr. 3 690 Mio. bzw. 6,4% der gesamten Fremdmittel (Vorjahr: GFr. 3 555 Mio. bzw. 6,6%).

### *Aktiva*

Die von Zentralbanken bei der BIZ gehaltenen Reserveaktiva sind größtenteils kurzfristig; bei der Verwaltung dieser Mittel achtet die Bank daher vorrangig auf einen hohen Grad an Liquidität. Die Bank führt ihre Geschäfte in sehr vorsichtiger Weise, um die Sicherheit der ihr anvertrauten Einlagen zu gewährleisten; Kreditrisiko, Fristentransformation und Wechselkursrisiko werden streng überwacht.

Die Währungsaktiva betragen am 31. März 1999 GFr. 62 189 Mio. und verzeichneten damit gegenüber dem Vorjahr (GFr. 58 032 Mio.) einen Anstieg um GFr. 4 157 Mio. Diese Fremdmittel 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 1999 standen Kredite im Gesamtbetrag von GFr. 2 550 Mio. aus, wovon der überwiegende Teil auf Mittel entfiel, die im Rahmen der von der BIZ koordinierten multilateralen Kreditfazilität zugunsten des Banco Central do Brasil vergeben wurden (s. oben, Abschnitt 3).

Die Goldaktiva der Bank gingen im Berichtsjahr von GFr. 4 159 Mio. auf GFr. 3 879 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. Diese Anlagepolitik bewährte sich besonders während der Finanzmarkturbulenzen des vergangenen Jahres.

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).

## 5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1999 abgelaufene 69. Geschäftsjahr schloß mit einem Reingewinn von GFr. 303 618 800 (Vorjahr: GFr. 259 160 599). Die im Jahresverlauf hohe Bilanzsumme führte zu einem Anstieg der Erträge aus den Geschäften mit Fremdmitteln. Infolge des allgemeinen Rückgangs der längerfristigen Zinssätze an den wichtigsten Märkten sanken die Zinserträge aus der Anlage der eigenen Mittel geringfügig. Die generell niedrigeren Zinssätze führten jedoch auch zu großen realisierten Kapitalgewinnen in den Anlageportfolios der Bank, und die erhöhten Gewinne aus dem Wertpapierhandel trugen erheblich zur ausgewiesenen Gewinn-

steigerung bei. Der Reingewinn erhöhte sich ferner auch infolge des Beschlusses des Verwaltungsrats der Bank, die Zuweisung an die Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle erneut zu senken.

Der Jahresgewinn ergibt sich nach Abzug von GFr. 66 762 397 für Verwaltungskosten (Vorjahr: GFr. 55 701 805). Von dem Anstieg der Verwaltungskosten gegenüber dem Vorjahresbetrag entfallen GFr. 6 016 352 auf den Posten „Abschreibungen“, der nach der Änderung des Rechnungslegungsverfahrens erstmals ausgewiesen wurde; danach werden die Grundstücke, die Gebäude und die Geschäftsausstattung der Bank nunmehr kapitalisiert und abgeschrieben. Ohne die Abschreibungen erhöhten sich die Verwaltungskosten der Bank um GFr. 5 044 240 oder 9,1%; dieser Anstieg ist aber teilweise Wechselkurseffekten zuzuschreiben. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – erhöhten sich die Kosten (ohne Abschreibungen) um 6,9%.

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 303 618 800 wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 57 366 159 zur Zahlung einer Dividende von SFr. 320 je Aktie;
- ii) GFr. 49 250 528 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 194 002 113, den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme der obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1999 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1999 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung des Aktienkapitals und der Reserven der Bank im abgelaufenen Geschäftsjahr finden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluss wurde von der PricewaterhouseCoopers AG geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die dazugehörigen Anmerkungen auf S. 194ff. eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank am 31. März 1999 geben. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluss.

## 6. Veränderungen im Verwaltungsrat

Bei seiner Sitzung vom 8. Februar 1999 wählte der Verwaltungsrat Urban Bäckström, Präsident der Sveriges Riksbank, mit Wirkung vom 1. März 1999 für die Dauer von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der Bank; zu diesem Zeitpunkt schied Alfons Verplaetse aus diesen Ämtern aus, da er als Gouverneur der Banque Nationale de Belgique in den Ruhestand trat.

Guy Quaden, der Alfons Verplaetse als Gouverneur der Banque Nationale de Belgique nachfolgte, wurde mit Wirkung vom 1. März 1999 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats.

Nachdem Philippe Wilmès im März 1999 aus dem Verwaltungsrat ausgeschieden war, berief Guy Quaden Alfons Verplaetse als Mitglied. Eddie George,

Gouverneur der Bank of England, verlängerte das Mandat von Lord Kingsdown als Verwaltungsratsmitglied gemäß Artikel 27.2 der Statuten bis Mai 2002.

Die Amtsdauer von Urban Bäckström als Mitglied des Verwaltungsrats gemäß Artikel 27.3 der Statuten lief am 31. März 1999 ab, und er wurde für weitere drei Jahre wiedergewählt.

Unter den Stellvertretern der Ex-officio-Mitglieder gab es drei Änderungen. Im September 1998 ernannte Hans Tietmeyer, Präsident der Deutschen Bundesbank, Jürgen Stark. Alan Greenspan, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, bestellte im November 1998 Karen H. Johnson, und Guy Quaden ernannte im März 1999 Jan Smets anstelle von Marcia De Wachter.

Die Bank erfuhr mit Bedauern vom Tod von René Larre am 1. Januar 1999 im Alter von 83 Jahren. René Larre war am 1. Mai 1971 als Generaldirektor zur Bank gekommen und hatte dieses Amt bis zu seiner Pensionierung im Februar 1981 innegehabt.

Robert D. Sleeper wurde mit Wirkung vom 1. Februar 1999 zum Leiter der Bankabteilung ernannt. Er folgte Malcolm Gill nach, der im März 1999 in den Ruhestand trat; er hatte der Bank seit Dezember 1991 angehört.

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1999

# Bilanz vom 31. März 1999

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

1998	Aktiva	1999
	<b>Gold</b>	
3 037 168 543	Barren	2 801 471 476
<u>1 122 386 712</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>1 077 182 612</u>
4 159 555 255		3 878 654 088
7 776 756	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	8 289 300
1 863 872 732	Schatzwechsel	7 314 049 359
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
25 267 793 274	bis zu 3 Monaten	21 413 790 799
<u>9 594 385 217</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>11 009 185 563</u>
34 862 178 491		32 422 976 362
	<b>Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere</b>	
2 696 998 195	bis zu 3 Monaten	276 014 585
<u>83 973 665</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>—</u>
2 780 971 860		276 014 585
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
3 024 906 378	bis zu 3 Monaten	4 658 672 728
<u>15 492 166 080</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>17 509 173 124</u>
18 517 072 458		22 167 845 852
1	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	124 693 036
258 747 077	Verschiedenes	44 554 468
<u>62 450 174 630</u>		<u>66 237 077 050</u>

Nach Verwendung des Reingewinns		Vor Verwendung des Reingewinns	Nach
1998	Passiva	1999	
323 228 125	Eingezahltes Kapital	323 228 125	323 228 125
2 268 525 024	Reserven	2 359 389 062	2 605 641 703
247 188 455	Währungsumrechnungskonto	265 360 020	265 360 020
	Einlagen (Gold)		
3 010 120 795	Sicht	2 775 616 571	2 775 616 571
309 454 649	bis zu 3 Monaten	233 632 571	233 632 571
154 169 729	von mehr als 3 Monaten	183 327 484	183 327 484
3 473 745 173		3 192 576 626	3 192 576 626
	Einlagen (Währungen)		
3 388 447 478	Sicht	3 005 634 040	3 005 634 040
48 774 372 346	bis zu 3 Monaten	51 674 794 423	51 674 794 423
1 860 721 733	von mehr als 3 Monaten	3 025 353 687	3 025 353 687
54 023 541 557		57 705 782 150	57 705 782 150
	Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		
30 730 705	bis zu 3 Monaten	121 452 148	121 452 148
256 984 348	Pensionssystem des Personals	–	–
1 773 681 784	Verschiedenes	1 965 670 119	1 965 670 119
	Gewinn- und Verlustrechnung	303 618 800	
52 549 459	Dividende, zahlbar am 1. Juli		57 366 159
62 450 174 630		66 237 077 050	66 237 077 050

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1999 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

	1998	1999
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	3 823 693 826	4 050 134 509
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	3 508 831 422	3 679 753 312
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	314 862 404	370 381 197
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1 244 034	1 330 121
Direktion und Personal	39 425 067	40 819 397
Geschäfts- und Bürokosten	15 032 704	18 596 527
Abschreibungen	–	6 016 352
	55 701 805	66 762 397
Reingewinn für das Geschäftsjahr	259 160 599	303 618 800
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 1999 abgeschlossene Geschäftsjahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 320 Schweizer Franken auf 517 165 Aktien (1998: 300 Schweizer Franken)	52 549 459	57 366 159
	206 611 140	246 252 641
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	41 322 228	49 250 528
	165 288 912	197 002 113
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3 000 000	3 000 000
	162 288 912	194 002 113
Zuweisung an den Freien Reservefonds	162 288 912	194 002 113
	–	–

# Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 1999 abgeschlossenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Eingezahltes Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 31. März 1998	517 165	323 228 125
Stand am 31. März 1999 laut Bilanz	517 165	323 228 125

## II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 31. März 1998 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1997/98	32 322 813	1 016 326 624	62 530 055	1 157 345 532	2 268 525 024
Zuzüglich: Effekt der Änderung des Bilanzierungsverfahrens für Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung; s. Anmerkungen g) und l) zum Jahresabschluß	–	90 864 038	–	–	90 864 038
Stand am 31. März 1999 vor Verwendung des Reingewinns	32 322 813	1 107 190 662	62 530 055	1 157 345 532	2 359 389 062
Zuzüglich: Zuweisung in bezug auf das Geschäftsjahr 1998/99	–	49 250 528	3 000 000	194 002 113	246 252 641
Stand am 31. März 1999 laut Bilanz	32 322 813	1 156 441 190	65 530 055	1 351 347 645	2 605 641 703

## III. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1999 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	323 228 125	338 760 661	661 988 786
Währungen	–	2 266 881 042	2 266 881 042
Stand am 31. März 1999 laut Bilanz	323 228 125	2 605 641 703	2 928 869 828

# Anmerkungen zum Jahresabschluß

für das am 31. März 1999 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz in Basel, Schweiz. Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ: die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 45 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; dazu werden sechs weitere Mitglieder aus diesen Ländern ernannt.

Der Abschluß für das Geschäftsjahr 1998/99 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

Die Recheneinheit der Bank ist der Goldfranken, der US-\$ 1,941 49... entspricht. Nach Artikel 4 der Statuten der Bank entspricht der Goldfranken (abgekürzt GFr.) 0,290 322 58... Gramm Feingold. Bilanzposten, die Goldforderungen entsprechen, werden auf der Grundlage des Feingewichts in Goldfranken umgerechnet. Bilanzposten in US-Dollar werden auf der Grundlage eines Goldpreises von US-\$ 208 je Unze Feingold in Goldfranken umgerechnet (dieser Preis wurde vom Verwaltungsrat der Bank 1979 festgelegt und ergibt den Umrechnungsfaktor von 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...). Auf andere Währungen lautende Bilanzposten werden zu den am Bilanzstichtag geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar umgerechnet und die entsprechenden US-Dollar-Beträge in Goldfranken.

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

Der Nettobetrag, der sich aus Wechselkursdifferenzen bei der Umrechnung von Devisentermingeschäften und Swaps ergibt, ist im Aktiv- oder Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

b) *Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

Wenn nicht anders angegeben, wird die Bilanz der Bank auf der Basis der Einstandswerte erstellt; Ertrags- und 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 über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportfolios der Bank entspricht; ein Nettoverlust am Jahresende würde unverzüglich der Gewinn- und Verlustrechnung belastet.

c) *Gold*

Aktiva und Passiva in Gold werden auf der Grundlage ihres Feingewichts ausgewiesen.

d) *Schatzwechsel; Staats- und andere Wertpapiere*

Schatzwechsel sowie Staats- und andere Wertpapiere werden zum Einstandswert gegebenenfalls zuzüglich aufgelaufener Zinsen angegeben, berichtigt um die Amortisierung von Agios oder Disagios bis zur Fälligkeit. Diese Amortisierung ist in den Zins- und Diskonterträgen enthalten.

e) *Terminguthaben und Kredite in Währungen*

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

f) *Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere*

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

g) *Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung*

Mit Wirkung vom 1. April 1998 hat die Bank ihr Bilanzierungsverfahren dahingehend geändert, daß Gebäude und Geschäftsausstattung kapitalisiert und linear über ihre geschätzte Nutzungsdauer wie folgt abgeschrieben werden:

Grundstücke: keine Abschreibung

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informatikausstattung: 4 Jahre

Sonstige Ausstattung: 4–10 Jahre

h) *Währungsumrechnungskonto*

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

i) *Einlagen*

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

j) *Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere*

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

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

Der Verwaltungsrat weist dieser Rückstellung, die im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist, jedes Jahr einen Betrag zu.

l) *Änderung des Rechnungslegungsverfahrens im Geschäftsjahr 1998/99*

Zum 1. April 1998 wurden die Grundstücke, die Gebäude und die Geschäftsausstattung der Bank neu bewertet und in der Bilanz zu ihrem Einstandswert abzüglich der kumulierten Abschreibungen für die Jahre, in denen diese Aktiva gehalten wurden, eingesetzt. Die Änderung hatte zur Folge, daß sich der in der Bilanz ausgewiesene Wert der Grundstücke, der Gebäude und der Geschäftsausstattung um GFr. 90,9 Mio. erhöhte; dieser Betrag kam zu den Reserven der Bank hinzu (s. auch die Tabelle „Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank“). Darüber hinaus enthält die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank mit Wirkung vom Geschäftsjahr 1998/99 einen Aufwandsposten „Abschreibungen“ anstelle der früheren Zuweisungen an die zweckbestimmten Rückstellungen.

Die nicht verwendeten Beträge der Rückstellung für Bauvorhaben sowie der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung wurden 1998/99 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten gutgeschrieben.

# Anmerkungen zur Bilanz

für das am 31. März 1999 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Aktiva	1998	1999
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	3 037 168 543	2 801 471 476
Termineinlagen in Gold		
bis zu 3 Monaten	438 825 618	274 154 547
von mehr als 3 Monaten	683 561 094	803 028 065
	<u>4 159 555 255</u>	<u>3 878 654 088</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betragen GFr. 662,0 Mio. am 31. März 1999, was 192 Tonnen Feingold entsprach (1998: GFr. 662,0 Mio.; 192 Tonnen).

## 2. Schatzwechsel

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	1998	1999
Buchwert	<u>1 863 872 732</u>	<u>7 314 049 359</u>

Der Marktwert der Schatzwechsel betrug am 31. März 1999 GFr. 7 319,2 Mio. (1998: GFr. 1 863,6 Mio.).

## 3. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	1998	1999
Buchwert	<u>18 517 072 458</u>	<u>22 167 845 852</u>

Der Marktwert der Staats- und anderen Wertpapiere betrug am 31. März 1999 GFr. 22 331,4 Mio. (1998: GFr. 18 623,8 Mio.).

#### 4. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

	Grundstücke & Gebäude	IT & sonstige Ausstattung	Insgesamt
Einstandswert:			
Anfangsstand am 1. April 1998	101 585 513	38 117 021	139 702 534
Investitionen	29 925 031	7 793 648	37 718 679
Wechselkursberichtigungen	2 377 877	892 230	3 270 107
Einstandswert am 31. März 1999	133 888 421	46 802 899	180 691 320
Abschreibungen:			
Kumulierte Abschreibungen am 1. April 1998	26 665 183	22 173 313	48 838 496
Abschreibungen für das laufende Jahr	2 069 321	3 947 031	6 016 352
Wechselkursberichtigungen	624 169	519 267	1 143 436
Kumulierte Abschreibungen	29 358 673	26 639 611	55 998 284
Nettobuchwert am 31. März 1999	104 529 748	20 163 288	124 693 036

Der Einstandswert der Grundstücke der Bank betrug am 31. März 1999 GFr. 26 610 450 (1. April 1998: GFr. 19 566 319). Während des Geschäftsjahres erwarb die Bank eine weitere Liegenschaft in Basel, die hauptsächlich von der Bankabteilung genutzt werden wird.

#### 5. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	1998	1999
Genehmigtes Kapital 600 000 Aktien zu je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	1 500 000 000
Begebenes Kapital: 517 165 Aktien eingezahlt zu 25%	1 292 912 500 323 228 125	1 292 912 500 323 228 125

#### 6. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	1998	1999
Gesetzlicher Reservefonds	32 322 813	32 322 813
Allgemeiner Reservefonds	1 016 326 624	1 156 441 190
Besonderer Dividenden-Reservefonds	62 530 055	65 530 055
Freier Reservefonds	1 157 345 532	1 351 347 645
	2 268 525 024	2 605 641 703

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt (s. auch 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:

	1998	1999
Zentralbanken		
Sicht	3 323 820 195	2 890 343 276
bis zu 3 Monaten	45 283 968 982	48 100 323 078
von mehr als 3 Monaten	1 860 469 306	3 025 353 687
Andere Einleger		
Sicht	64 627 283	115 290 764
bis zu 3 Monaten	3 490 403 364	3 574 471 345
von mehr als 3 Monaten	252 427	–
	<u>54 023 541 557</u>	<u>57 705 782 150</u>

## 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)	1998	1999
Währungskontrakte		
Devisenswaps und -termingeschäfte	12 040,5	10 470,4
Währungsswaps	2 054,4	2 796,1
Zinskontrakte		
Zinsswaps	5 689,5	7 222,0
Forward Rate Agreements und Futures	4 928,4	5 987,8

Der Nominalwert oder Kontraktwert der verschiedenen Derivate zeigt den Umfang der Aktivitäten der Bank an den verschiedenen Märkten an, er gibt jedoch keinen Hinweis auf das mit den Geschäften der Bank verbundene Kredit- oder Marktrisiko. Der Brutto-Wiederbeschaffungswert sämtlicher Kontrakte, die zu aktuellen Marktwerten einen Gewinn auswiesen, belief sich zum 31. März 1999 auf GFr. 484,1 Mio. (1998: GFr. 499,7 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)	1998	1999
Nominalwert der für Kunden verwahrten Wertpapiere	7 660,2	7 167,8
Für verschiedene Einleger verwahrtes Gold	930,8	671,2

c) *Pensionssystem und Sparsystem des Personals*

In früheren Jahren wurden die Verbindlichkeiten des Pensionssystems in der Bilanz der Bank als Passivposten „Pensionssystem des Personals“ ausgewiesen, während diejenigen des Sparsystems im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten waren. Am 1. Oktober 1998 trat ein neues Pensionsregulativ in Kraft, und die Aktiva und Passiva beider Systeme wurden aus der Bilanz der Bank herausgenommen und zwei gesonderten Fonds zugewiesen. Ziel dieser Änderungen war, das Pensionssystem zu modernisieren und die Verwaltung der Aktiva des Pensions- und des Sparsystems getrennt von den Aktiva der Bank zu erleichtern. Die beiden neuen Fonds sind mit Treuhandfonds vergleichbar und haben keine eigene Rechtspersönlichkeit. Ihre Aktiva werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem Pensionssystem und dem Sparsystem angeschlossen sind; sämtliche Zahlungen im Rahmen dieser Systeme werden dem betreffenden Fonds belastet. Bestimmte Aktiva, die vorher für die Verbindlichkeiten des Pensions- und des Sparsystems bereitgestellt worden waren (in Höhe von GFr. 293,2 Mio. bzw. GFr. 24,5 Mio.), wurden am 1. Oktober 1998 an die neuen Fonds übertragen.

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 zu den Fonds ist in ihren Verwaltungskosten enthalten.

Am 31. März 1999 betrug der Marktwert der Aktiva des Pensionsfonds GFr. 295,5 Mio., was einem Deckungsgrad von 127% gegenüber dem zuletzt ermittelten versicherungsmathematischen Betrag der Verpflichtungen des Fonds entsprach. Der Marktwert der Aktiva des Sparfonds betrug am 31. März 1999 GFr. 25,8 Mio., was einem Deckungsgrad von 109% entsprach. Der erste Jahresabschluß des Pensions- und des Sparfonds wird für das Jahr erstellt, das am 30. September 1999 endet.

# 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 1999 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

John K. Fletcher

Basel, 27. April 1999

# Fünffjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Gold</b>					
<i>Barren</i>	4 373,4	4 364,2	3 547,3	3 037,1	2 801,5
<i>Terminguthaben und Kredite</i>	541,8	637,3	956,7	1 122,4	1 077,2
	4 915,2	5 001,5	4 504,0	4 159,5	3 878,7
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	9,8	9,8	384,4	7,8	8,3
Schatzwechsel	5 483,1	4 105,7	2 813,4	1 863,9	7 314,0
Terminguthaben und Kredite in Währungen	42 478,7	37 328,1	42 355,1	34 862,2	32 423,0
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	2 988,7	1 652,2	884,2	2 781,0	276,0
Staats- und andere Wertpapiere	9 332,8	10 488,1	15 651,1	18 517,1	22 167,9
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	124,7
Verschiedene Aktiva	19,2	32,8	200,8	258,7	44,5
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>
<b>Eingezahltes Kapital</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>	<b>323,2</b>
<b>Reserven (nach Zuweisung des Reingewinns)</b>					
<i>Gesetzlicher Reservefonds</i>	30,1	30,1	32,3	32,3	32,3
<i>Allgemeiner Reservefonds</i>	764,9	803,3	974,9	1 016,3	1 156,4
<i>Besonderer Dividenden-Reservefonds</i>	53,5	56,5	59,5	62,5	65,5
<i>Freier Reservefonds</i>	807,0	893,6	995,1	1 157,4	1 351,4
	1 655,5	1 783,5	2 061,8	2 268,5	2 605,6
Währungsumrechnungskonto	449,5	373,5	351,1	247,2	265,4
<b>Einlagen</b>					
<i>Gold</i>	4 157,0	4 245,0	3 836,4	3 473,7	3 192,6
<i>Währungen</i>	56 549,0	49 649,2	57 585,6	54 023,6	57 705,8
	60 706,0	53 894,2	61 422,0	57 497,3	60 898,4
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	385,4	376,6	674,8	30,7	121,5
Pensionssystem des Personals	271,0	283,1	252,6	257,0	–
Verschiedene Passiva	1 411,0	1 558,3	1 658,7	1 773,7	1 965,6
Dividende	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>

# Fünfjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1995	1996	1997	1998	1999
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	229,3	254,3	263,8	314,9	370,4
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3
<i>Direktion und Personal</i>	40,2	46,6	42,9	39,4	40,9
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	17,4	18,3	16,3	15,0	18,6
<i>Abschreibungen</i>	–	–	–	–	6,0
	58,8	66,4	60,5	55,7	66,8
Geschäftsertrag	170,5	187,9	203,3	259,2	303,6
Abzüglich: Zuweisungen an					
<i>Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten</i>	3,4	3,5	3,0	–	–
<i>Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung</i>	4,7	3,1	6,0	–	–
	8,1	6,6	9,0	–	–
Reingewinn für das Geschäftsjahr	162,4	181,3	194,3	259,2	303,6
Dividende	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
	109,0	128,0	145,5	206,6	246,2
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	32,7	38,4	41,0	41,3	49,2
	76,3	89,6	104,5	165,3	197,0
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
Zuweisung an den Freien Reservefonds	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
	–	–	–	–	–

## 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  
Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.  
Gordon G. Thiessen, Ottawa  
Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M.  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam

### *Stellvertreter*

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

## 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, Buchhaltung und Budget
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung

