



BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

# **72. Jahresbericht**

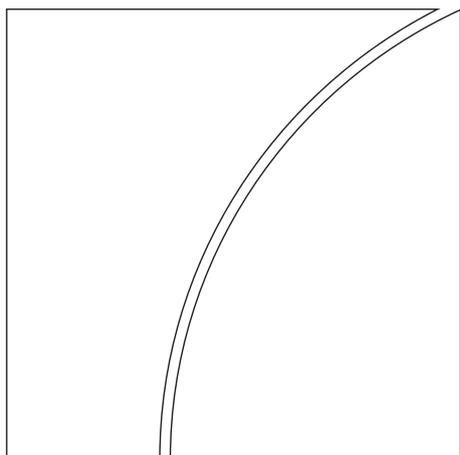
1. April 2001–31. März 2002

Basel, 8. Juli 2002





BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH



# **72. Jahresbericht**

1. April 2001–31. März 2002

Basel, 8. Juli 2002

Veröffentlichungen sind erhältlich bei:

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

E-Mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

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

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2002. Alle Rechte vorbehalten.  
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle  
genannt wird.*

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-356-4

Auch in Englisch, Französisch, Italienisch und Spanisch veröffentlicht.

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

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
<b>I. Einleitung: Überraschende Widerstandsfähigkeit gegenüber unerwarteten Ereignissen .....</b>	<b>3</b>
Ein schlechtes Jahr für die Weltwirtschaft .....	4
Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegenüber Schocks .....	6
Gründe für die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft .....	8
<b>II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern .....</b>	<b>13</b>
Schwerpunkte .....	13
Konjunkturabschwung im Jahr 2001 .....	13
<i>Internationale Verflechtungen</i> .....	14
<i>Rolle des Unternehmenssektors und der verarbeitenden Industrie im Konjunkturabschwung</i> .....	18
<i>Kreditvergabebedingungen, Vermögenseffekte und Ausgaben der privaten Haushalte</i> .....	20
Anzeichen für bessere Konjunkturaussichten im Jahr 2002 .....	23
<i>Unterstützungsfaktoren für den gegenwärtigen Konjunkturaufschwung</i> ...	24
<i>Möglicherweise konjunkturrehemmende Einflüsse</i> .....	25
<i>Erholung möglicherweise je nach Land unterschiedlich</i> .....	26
Mittelfristige Aussichten .....	27
<i>Inflationsssaussichten</i> .....	27
<i>Binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte</i> .....	29
<i>Weiterhin außenwirtschaftliche Ungleichgewichte</i> .....	33
<b>III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....</b>	<b>37</b>
Schwerpunkte .....	37
Internationale Verflechtungen und binnenwirtschaftliche Entwicklungen .....	37
<i>Wirtschaftswachstum und Handelsverflechtungen</i> .....	40
<i>Inländische Faktoren</i> .....	43
<i>Finanzmarktverflechtungen und Kapitalströme</i> .....	45
Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Abschwächung .....	49
<i>Die Rolle der Geld- und Wechselkurspolitik</i> .....	49
<i>Starke Lockerungstendenzen in Asien</i> .....	50
<i>Weniger Spielraum in Lateinamerika</i> .....	53
<i>Begrenzte Lockerungen der Geldpolitik in anderen Regionen</i> .....	54
<i>Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Belebung des Wachstums</i> .....	54
<i>Die Rolle der Fiskalpolitik</i> .....	57
Krisen in der Türkei und in Argentinien .....	59
<i>Türkei</i> .....	59
<i>Argentinien</i> .....	61
<i>Auswirkungen der Argentinien-Krise auf das Geschäft international tätiger Banken</i> .....	64
<b>IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern .....</b>	<b>67</b>
Schwerpunkte .....	67
USA .....	68
Euro-Raum .....	70
Japan .....	72

	Seite
Länder mit Inflationsziel .....	75
Subtilere Herausforderungen für die Geldpolitik? .....	77
<i>Das Erkennen inflationärer und deflationärer Tendenzen</i> .....	79
<i>Die Entscheidung über den Zeitpunkt geldpolitischer Straffung</i> .....	83
<i>Die Entscheidung über den Zeitpunkt geldpolitischer Lockerung</i> .....	85
<i>Fazit</i> .....	88
<b>V. Devisenmärkte</b> .....	<b>89</b>
Schwerpunkte .....	89
Dollar, Yen und Euro .....	90
<i>Wesentliche Entwicklungen</i> .....	90
<i>Kurz- und langfristige Sichtweise</i> .....	91
<i>Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen</i> .....	93
Entwicklung an anderen Devisenmärkten .....	97
<i>Währungen in Europa</i> .....	97
<i>Währungen anderer Industrieländer</i> .....	98
<i>Währungen aufstrebender Volkswirtschaften</i> .....	99
Wechselkurssteuerung in aufstrebenden Volkswirtschaften .....	101
<i>Wandel der Methoden zur Wechselkurssteuerung</i> .....	102
<i>Warum Wechselkurse von Bedeutung sind</i> .....	103
Geldpolitische Reaktionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....	106
<i>Geldpolitik</i> .....	106
<i>Interventionen an den Devisenmärkten</i> .....	108
<i>Kapitalverkehrscontrollen</i> .....	110
<b>VI. Finanzmärkte</b> .....	<b>112</b>
Schwerpunkte .....	112
Leistungsfähigkeit der Märkte .....	112
<i>Störungen nach dem 11. September</i> .....	113
<i>Enron und die Folgen</i> .....	115
Aktienmärkte .....	116
<i>Anpassung an die Konjunktur</i> .....	117
<i>Beharrlicher Optimismus und hohe Volatilität</i> .....	119
Märkte für festverzinsliche Instrumente .....	121
<i>Reaktion der Renditenstrukturkurven auf Geldpolitik</i> .....	122
<i>Stabiler Markt für Unternehmensanleihen</i> .....	123
<i>Umschichtung von kurzfristiger in langfristige Verschuldung</i> .....	125
Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften .....	127
<i>Begrenzte Ansteckung trotz schwerer Krisen</i> .....	128
<i>Anleger in Anleihen rascher wieder am Markt als Schuldner</i> .....	129
Mögliche Schwachstellen der Finanzmärkte .....	131
<i>Konzentrationsrisiken</i> .....	131
<i>Problem der Informationsqualität</i> .....	133
<b>VII. Die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft</b> .....	<b>137</b>
Schwerpunkte .....	137
Die Ertragslage der Finanzinstitute und die Gesamtwirtschaft .....	138
<i>Aktuelle Trends</i> .....	139
Risiken im Wandel .....	143
<i>Entwicklungen an den Märkten für Vermögenswerte</i> .....	143
<i>Finanzierung über die Kapitalmärkte</i> .....	146
<i>Übertragung von Kreditrisiken</i> .....	147
Anhaltende Probleme in Japan .....	149

	Seite
Grundsatzpolitische Fragen .....	152
<i>Risikomessung und systemorientierte Aufsicht</i> .....	153
<i>Risikobezogene Eigenkapitalanforderungen</i> .....	154
<i>Zukunftsorientierte Risikovorsorge</i> .....	156
VIII. Schlussbemerkungen: Mit Gegenwinden rechnen .....	158
Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaftsaussichten .....	160
Wirtschaftspolitische Strategien und Maßnahmen zur Stützung eines nachhaltigen Wachstums .....	165
<i>Wechselkursregime und Wirtschaftspolitik</i> .....	165
<i>Strukturelle und systemorientierte Reformen</i> .....	169
Einige Lehren aus den jüngsten Krisen .....	172
-----	
Die Tätigkeit der Bank .....	175
Direkte Beiträge der BIZ zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich .....	175
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i> .....	176
<i>Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse</i> .....	177
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i> .....	177
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem</i> .....	180
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	181
<i>Repräsentanz für Asien und den Pazifik</i> .....	182
<i>Institut für Finanzstabilität</i> .....	183
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit ....	184
<i>Zehnergruppe</i> .....	184
<i>Forum für Finanzstabilität</i> .....	185
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	186
Weitere Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken .....	187
<i>Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken</i> .....	187
<i>Zusammenarbeit im Statistikbereich</i> .....	188
<i>Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen</i> .....	189
<i>Internet-Kommunikation</i> .....	190
<i>Ausschuss der EDV-Fachleute</i> .....	190
<i>Zentralbankarbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung</i> .....	191
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	191
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	191
<i>Pfandhalter</i> .....	191
Tätigkeit der Bankabteilung .....	192
<i>Passiva</i> .....	192
<i>Aktiva</i> .....	193
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	193
Aktienkapital der BIZ .....	194
<i>Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien</i> .....	194
<i>Aufteilung der jugoslawischen Ausgabe des Aktienkapitals der Bank</i> .....	195
Veränderungen im Verwaltungsrat .....	195
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung .....	197
Verwaltungsrat .....	212
Oberste Führungsebene der Bank .....	213
Mitgliedszentralbanken der BIZ .....	215
Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 11. und 18. Juni 2002 abgeschlossen.	

# Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

Seite

## Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

Wachstum und Inflation .....	14
Produktion, Handel und Preise weltweit* .....	14
Gleichlauf der Konjunkturzyklen* .....	15
Außenhandelsanteile .....	15
Welthandel und Preise .....	16
Beiträge zum Wachstum des realen BIP* .....	17
Arbeitsproduktivität und Gewinnspannen* .....	19
Konjunkturabschwünge im Zeitvergleich* .....	21
Wichtigste Beiträge zum Realwachstum des privaten Verbrauchs 1996–2001* ...	23
Realzinssatz, struktureller Haushaltssaldo und Produktionslücke* .....	24
Rohölpreis und Inflation* .....	27
Hauptmerkmale der Inflation in den fortgeschrittenen Industrieländern .....	28
Inflationsstarrheit* .....	29
Verschuldung der Wirtschaftssektoren* .....	30
Finanzierungssalden der Wirtschaftssektoren* .....	31
Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen .....	33
Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen .....	34

## Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Wachstum und Leistungsbilanz .....	38
Reales BIP* .....	39
Konjunkturabschwächung und Offenheit im Außenhandel* .....	40
Wichtige Exportmärkte und -erzeugnisse .....	41
Industrieproduktion und Exporte* .....	42
Hochtechnologieexporte asiatischer Volkswirtschaften in die USA* .....	43
Kapitalströme und Zinssatz* .....	45
Kapitalströme* .....	46
Korrelation zwischen Veränderungen des NASDAQ-Index und der Aktienkurse ..	46
Aktienkurse und Renditenabstände bei Anleihen* .....	47
Schuldenindikatoren 2000 .....	48
Notenbankzinsen .....	50
Verbraucherpreise .....	51
Nominaler effektiver Wechselkurs* .....	52
Indizes für geldpolitische Bedingungen* .....	53
Langfristige Zinsen .....	55
Reales Kreditwachstum* .....	56
Haushaltssalden und öffentliche Verschuldung .....	58

## Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Wirtschaftsindikatoren in den USA* .....	69
Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum* .....	71
Wirtschaftsindikatoren in Japan* .....	74
Inflation und Notenbanksätze in Ländern mit Inflationsziel* .....	76
Wechselkurse in Ländern mit Inflationsziel* .....	77
Produktivitätswachstum auf konjunkturellen Höhepunkten* .....	80
Langfristiger natürlicher Zinssatz* .....	82
Geldpolitische Sätze und Regeln* .....	85

## Devisenmärkte

Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Yen und Euro*	90
Wahrscheinlichkeitsverteilung des Dollars gegenüber Yen und Euro*	91
Offizielle Devisenreserven	92
Differenzen der Wachstumsprognosen zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften*	94
Kumulierte Portfolioströme zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften*	95
Wechselkurs und Differenz der Zinsterminsätze*	96
Wechselkurse europäischer Währungen*	97
Rohstoffpreise, Wachstums- und Zinsabstände sowie Wechselkurse*	99
Wechselkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften*	100
Wechselkurs- und Zinsvolatilität	102
Offenheit, wechsellkursbedingte Preisüberwälzung, Inflation und Zentralbank-Währungsreserven	104
Liquidität des Devisenmarktes	105
Inflationsziel, Notenbankzins und Wechselkurs*	107

## Finanzmärkte

Auswirkungen des 11. September auf den US-Geldmarkt*	113
Auswirkungen des 11. September auf die US-Aktienmärkte*	114
Aktienkurse vor und nach zwei Schockereignissen*	115
Viel beachtete öffentliche Informationen*	117
Aktienmärkte: Kurse und Gewinne*	119
Tatsächliche und prognostizierte Gewinne für den S&P-500-Index*	120
Volatilitäten und Renditen*	121
Renditenstrukturkurven für Zinsswaps*	122
Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen und US-Renditen*	123
Aufspaltung der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen in Faktoren*	124
Nettoabsatz von Schuldtiteln nach Laufzeit*	125
US-Commercial-Paper*	126
Zinsswaps*	127
Renditenaufschläge von Staatsanleihen ausgewählter aufstrebender Volkswirtschaften*	128
Zuflüsse ausländischer Bankmittel in aufstrebende Volkswirtschaften*	130
Derivatbestände von US-Banken*	132
Indikatoren der Informationsqualität*	134

## Die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft

Kreditwachstum*	138
Rentabilität großer Banken 2000 und 2001	139
Anteil notleidender Kredite*	140
Indikatoren für das Investmentgeschäft der Banken*	140
Indikatoren für die Solidität der Banken*	141
Entwicklung der Versicherungsbranche*	143
US-Gewerbeimmobiliensektor*	144
Immobilienpreise	145
Bonität und Anleiheemission*	146
Indikatoren für die Übertragung von Kreditrisiken*	148
Bankensektor in Japan*	150

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

## 72. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 8. Juli 2002 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2002 abgeschlossene 72. Geschäftsjahr vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt 225,7 Millionen Goldfranken, verglichen mit 271,7 Millionen Goldfranken im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2001/02 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 193).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 52,6 Millionen Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 380 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 26,9 Millionen Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3,0 Millionen Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 143,2 Millionen Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2001/02 den Aktionären am 15. Juli 2002 gezahlt.

Basel, 18. Juni 2002

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor



# I. Einleitung: Überraschende Widerstandsfähigkeit gegenüber unerwarteten Ereignissen

Mit aufeinander folgenden Schocks konfrontiert, haben die Weltwirtschaft und das weltweite Finanzsystem im letzten Jahr enorme Widerstandsfähigkeit bewiesen. Hätte es sich bei den anhaltenden Kurskorrekturen an den Aktienmärkten, den Anschlägen vom 11. September, dem Krieg gegen den Terrorismus, dem Konkurs von Enron, dem Zusammenbruch des Currency Board in Argentinien und dem Nahostkonflikt jeweils um isolierte Ereignisse gehandelt, dann hätte jedes für sich vermutlich unerfreuliche wirtschaftliche Nebenwirkungen gehabt. Alle zusammen hätten aber weit schwerwiegendere Konsequenzen haben können, denn Wechselwirkungen führen oft zu einem Gesamtergebnis, das viel größer ist als die Summe seiner Teile. Außerdem fielen diese Ereignisse in die Phase eines weltweiten Konjunkturabschwungs, der sich eine Zeit lang ernsthaft zu beschleunigen drohte.

Verglichen mit dem, was vielleicht zu erwarten gewesen wäre, blieb das System bemerkenswert stabil. Mittlerweile schwächt sich die Weltwirtschaft keineswegs mehr ab, sondern scheint sich wieder im Aufwind zu befinden. Und es sind einmal mehr die USA, die offenbar die Erholung anführen, auch wenn sie viele binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte aufzuweisen scheinen. Auch der Finanzsektor hat flexibel auf die jüngsten Entwicklungen reagiert. Sogar eine so extreme Ausnahmesituation wie den Terroranschlag ausgerechnet auf den New Yorker Finanzbezirk haben die Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme gut verkräftet. Zudem blieben Kredite im Allgemeinen ohne weiteres verfügbar, wenngleich sie für die jetzt bonitätsmäßig niedriger eingestufteten Schuldner teurer wurden. Unter den Erklärungsfaktoren für diesen Erfolg sind sicherlich die flankierenden Maßnahmen der Wirtschaftspolitik, insbesondere der Geldpolitik, zu nennen. Aber es ist durchaus möglich, dass auch die langjährigen Bemühungen um die Förderung der Finanzstabilität endlich erste Früchte tragen. Insbesondere hat sich die Infrastruktur, auf der das weltweite Finanzsystem ruht, dank der Aufmerksamkeit, die ihr vor der Jahrtausendwende gewidmet wurde, mitsamt den dazugehörigen Ausfall- und Absicherungsplänen gewaltig verbessert.

Alle diese Entwicklungen sind äußerst begrüßenswert und dürften sich auch fortsetzen. Trotzdem wäre der Schluss verfrüht, dass nun alles in bester Ordnung sei. Einige der oben geäußerten Befürchtungen könnten sich doch noch bewahrheiten. Außerdem ist keinesfalls auszuschließen, dass etliche Schocks des letzten Jahres erst auf längere Sicht Folgen nach sich ziehen. Eine Auswirkung ist aber bereits jetzt allzu sichtbar, nämlich die tiefe Erschütterung des Vertrauens in Marktinformationen wie in Menschen, einer wesentlichen Voraussetzung für eine gut funktionierende Wirtschaft. Im Falle Enron stellte

sich heraus, dass die ausgewiesenen Gewinn- und Verschuldungszahlen ganz und gar nicht den Tatsachen entsprachen. Das wiederum hat wachsendes Misstrauen geweckt, nicht nur gegenüber einer innovativen Rechnungslegung in anderen Unternehmen, sondern sogar gegenüber einigen Rechnungslegungskonventionen selbst. Dieses Misstrauen hat die Aktienkurse einer Reihe von Unternehmen bereits stark unter Druck gesetzt, es könnte aber die Marktbewertungen insgesamt noch mehr nach unten ziehen. Zudem hat der Fall Enron die fachliche Kompetenz und sogar die ethischen Grundsätze vieler Verantwortlicher an wichtigen Schaltstellen ernsthaft in Zweifel gezogen. Hier hat nicht nur eine einzige, sondern eine ganze Heerschar interner und externer Kontrollfunktionen auf verschiedenen Ebenen versagt. Jedes Mal waren Interessenkonflikte im Spiel, noch mehr aber das nur allzu menschliche Zaudern, die richtigen Fragen zu stellen, solange alles reibungslos lief.

Im Falle Japans wurde insbesondere die Genauigkeit der aktuellen Schätzungen über die notleidenden Kredite im Bankensystem angezweifelt wie auch die Zuverlässigkeit von Marktpreisen, die mancherlei staatlichen Eingriffen unterliegen. Auch in Argentinien wurde das Vertrauen erschüttert – nicht nur wegen der Währungsabwertung und der damit einhergehenden Zahlungsunfähigkeit des Staates, sondern auch wegen der Art und Weise, wie die Situation gehandhabt wurde. Da Gesetze so geändert wurden, dass die Gläubiger offen benachteiligt wurden, kamen grundlegende Fragen über die Rechtsstaatlichkeit auf. Im Lichte all dieser Ereignisse wird es zwangsläufig einige Zeit dauern, bis das Vertrauen hinreichend wiederhergestellt ist.

Doch dabei lassen selbst die dunklen Wolken im Wirtschaftsgeschehen des vergangenen Jahres teilweise einen Silberstreif am Horizont erkennen. Sollte in den letzten Jahren, so paradox dies klingt, tatsächlich ein gewisses Maß an blindem Vertrauen bestanden haben, so hat die Enron-Affäre dem zumindest ein Ende gesetzt. Lehrreich ist auch der Fall Argentinien, denn er zeigt, dass die Kosten, die aus der Unterlassung notwendiger wirtschaftspolitischer Maßnahmen entstehen, im Laufe der Zeit drastisch ansteigen können. Bemerkenswert ist ferner, dass der Konkurs von Enron und die Zahlungsunfähigkeit Argentinien zugelassen wurden, ohne dass der öffentliche Sektor massiv eingriff, wie es in der Vergangenheit häufig der Fall gewesen war. Mittlerweile dürfte unbestritten sein, dass es in solchen Problemsituationen nicht mehr um die Entscheidung zwischen Rettung und Abwicklung geht, sondern vielmehr um die Wahl zwischen einer kontrollierten und einer weniger kontrollierten Abwicklung. Was staatliche Schuldenkrisen angeht, wurden in dieser letzteren Diskussion in den vergangenen zwölf Monaten wohl größere Fortschritte erzielt als in den letzten fünf Jahren.

## Ein schlechtes Jahr für die Weltwirtschaft

Der letzte Konjunkturzyklus war in mehrerer Hinsicht ungewöhnlich. Zunächst wurde der Aufschwung in einer Reihe von Industrieländern, insbesondere aber in den USA, durch Entwicklungen unterstützt, die den Glauben an eine „neue Ära“ höheren Produktivitätswachstums und entsprechender Steigerungen der Unternehmensgewinne stärkten. Das Kreditwachstum, die Preise von

Vermögenswerten und die Investitionsausgaben stiegen rasch an, vor allem in den Wirtschaftszweigen, denen man den größten Nutzen aus den jüngsten technologischen Entwicklungen zuschrieb. Der schließlich einsetzende Abschwung war insofern ebenfalls ungewöhnlich, als er nicht in erster Linie auf eine klassische Straffung der Geldpolitik angesichts zunehmender inflationärer Tendenzen zurückzuführen war. Vielmehr folgte er auf einen Einbruch der Unternehmensgewinne in den USA, in dem sich der eingeschränkte Preissetzungsspielraum und der Anstieg der Löhne und Gehälter widerspiegeln. Somit kamen die realen Produktivitätsgewinne schließlich den privaten Haushalten zugute. Unter diesen Umständen und unter der zusätzlichen Last der steigenden Energiepreise bauten die Unternehmen in den Industrieländern im Jahr 2001 ihre Lagerbestände deutlich ab und kürzten ihre Investitionsausgaben massiv.

Der Abschwung wurde jedoch durch die außerordentliche Robustheit der Konsumausgaben abgemildert. Dies war deshalb bemerkenswert, weil die Verbraucher den Risiken einer Abschwächung im Unternehmenssektor inzwischen weltweit stärker ausgesetzt waren. Die privaten Haushalte halten heutzutage weit größere Bestände an Finanzvermögenswerten, nicht zuletzt durch ihre Beteiligung an Rentenversicherungssystemen mit Beitragsprimat, die seit Frühjahr 2000 in nicht geringem Maße an Wert verloren haben. In vielen Ländern geht zudem die Tendenz stärker zu Beschäftigungsverträgen, die es erleichtern, bei einem Konjunkturabschwung Arbeitnehmer freizusetzen und die Löhne und Gehälter zu senken. Diese kontraktiven Einflüsse wurden anscheinend durch anhaltend steigende Preise für Wohneigentum in vielen Ländern ausgeglichen; außerdem liegen die Preise vieler Finanzvermögenswerte weiterhin deutlich höher als vor fünf oder zehn Jahren.

Dass der Abschwung und die sich abzeichnende Erholung in der Weltwirtschaft im Gleichlauf erfolgten, wurde bisweilen als Beleg für eine stärkere Globalisierung interpretiert. In einem von den Unternehmensgewinnen geprägten Konjunkturzyklus wäre tatsächlich – insbesondere angesichts des Umfangs der transatlantischen Fusionen und Übernahmen im letzten Jahrzehnt – ein stärkerer Gleichlauf zwischen Europa und Nordamerika zu erwarten. Wie schon erwähnt, stand die jüngste Entwicklung in den Industrieländern überdies unter dem Vorzeichen gemeinsamer Schocks. Bevor nun aber der Schluss gezogen wird, dass sich die Welt grundsätzlich gewandelt habe, sei daran erinnert, dass synchrone Konjunkturzyklen in den siebziger und achtziger Jahren sehr verbreitet waren. Außerdem könnte die langwierige Rezession in Japan zeitweise eine synchrone Abwärtsbewegung vermuten lassen, auch wenn andere Volkswirtschaften aus völlig anderen Gründen in einen Abschwung geraten wären.

Der Wirtschaftsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften lagen im Wesentlichen dieselben kontraktiven Kräfte wie in den Industrieländern zugrunde, wenngleich in jeweils recht unterschiedlichem Ausmaß. In Ostasien war der negative Effekt besonders deutlich, da viele Länder dort stark von Exporten von Erzeugnissen aus dem IT-Bereich abhängig sind. Die Volkswirtschaften Lateinamerikas – mit Mexiko als erwähnenswerter Ausnahme – sind stärker geschlossen und bekamen die außenwirtschaftlichen Einflüsse weniger

zu spüren. Viele Länder Mitteleuropas schienen beinahe immun gegen den Abschwung zu sein, und in Russland war das Wachstum, begünstigt durch Strukturreformen und anhaltend hohe Einnahmen aus dem Ölgeschäft, sogar höher als erwartet.

Gleichzeitig wurde die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften durch viele – teils positive, teils negative – spezifische Einflussfaktoren geprägt. Zu den positiven gehören sicherlich der anhaltende Boom in China und das zwar abgeschwächte, aber weiterhin beträchtliche Wachstum in Indien. Sogar in Indonesien gab es im letzten Jahr erste Anzeichen dafür, dass die Wirtschaft wieder anziehen könnte. Diese begrüßenswerten Entwicklungen brachten einer großen Anzahl von Menschen, von denen viele immer noch in bitterer Armut leben, spürbaren Nutzen. Am anderen Ende des Spektrums standen die äußerst kostspieligen Wirtschaftskrisen in der Türkei und in Argentinien, die neben grundlegenden Ähnlichkeiten aber auch einige Unterschiede aufwiesen.

Das seit langem bestehende fundamentale Problem in Argentinien wie in der Türkei war die öffentliche Haushaltslage. In beiden Ländern wurde zudem die Vertrauenskrise letzten Endes durch das Zusammenwirken eines übermäßig starren Wechselkursregimes und eines gegenüber Wechselkursänderungen anfälligen Bankensystems ausgelöst. Daraufhin kam es zu einer Flucht sowohl inländischen als auch ausländischen Kapitals. Im Falle der Türkei wurde mit dem IWF bald ein akzeptabler und im Wesentlichen traditioneller Lösungsansatz vereinbart. Der Fall Argentiniens erwies sich jedoch als weitaus schwieriger, und zwar aufgrund der hohen Dollarisierung, des Ausmaßes der Zahlungsunfähigkeit und der Konflikte zwischen den verschiedenen Organen und Instanzen des argentinischen Staatswesens. Das unberechenbare und kontraproduktive Eingreifen der Regierung in das Geschäft des – überwiegend in ausländischer Hand befindlichen – Bankensystems zwang dann sowohl das Zahlungsverkehrssystem als auch die Volkswirtschaft geradezu in die Knie.

## Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegenüber Schocks

Vor dem Hintergrund dieser dramatischen Ereignisse überrascht es kaum, dass sich die Weltwirtschaft 2001 abschwächte. Gegen Ende des ersten Halbjahrs 2002 sieht es jedoch danach aus, dass dieser Abschwung relativ mild ausgefallen ist und bereits eine breit abgestützte weltweite Erholung im Gang sein dürfte, die am deutlichsten in Nordamerika sichtbar ist, aber in Ostasien und Europa ebenfalls an Kontur gewinnt. Damit einhergehend wurden auch die im Rahmen von Expertenbefragungen erhobenen Prognosewerte nach oben revidiert. Sowohl im Abschwung als auch im Aufschwung spielten Lagerbestandsveränderungen, insbesondere im IT-Sektor, eine entscheidende Rolle, doch gibt es erste Anzeichen dafür, dass sich neben der Produktivität und den Unternehmensgewinnen auch die Endnachfrage beleben dürfte. Erwähnenswert ist ferner, dass die Schocks in der Türkei und in Argentinien nur sehr begrenzte Ansteckungseffekte auf andere aufstrebende Volkswirtschaften hatten. Im Folgenden wird auf einige Gründe dafür sowie auf weitere positive Entwicklungen im Berichtszeitraum eingegangen.

Ein Grund für den günstigen wirtschaftlichen Fortgang war die Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems. Vor allem erwies sich die Infrastruktur des Systems als robust. Die Ereignisse des 11. September beeinträchtigten die Aktien-, Festzins- und Repomärkte in den USA rund eine Woche lang, aber das weltweite System funktionierte einwandfrei, selbst unmittelbar nach den massiven Störungen an einem führenden Finanzplatz der Welt. Auch nach dem Zusammenbruch von Enron, einem der weltgrößten Energiehandelsunternehmen, lief der Handel am Energiemarkt reibungslos weiter. Und trotz all dieser Ausnahmeereignisse erwiesen sich eine ganze Reihe neuer Finanzkonstrukte, darunter Zweckgesellschaften und Mechanismen zur Übertragung von Kreditrisiken, in rechtlicher Hinsicht als stabil.

Zudem war die Reaktion an den einzelnen Finanzmärkten von einer nüchternen Beurteilung der sich wandelnden Umstände geprägt. Es kam nicht zu einer panikartigen Flucht in die Liquidität wie nach dem LTCM-Debakel und der Russland-Krise 1998. An den großen Aktienmärkten in Nordamerika und Europa setzte sich der bereits seit langem anhaltende Kursverfall bis zum Herbst 2001 fort, aber bald nach dem Einbruch infolge des 11. September zogen die Kurse wieder an, als sich die Wirtschaftsaussichten aufhellten. Die Kursrallye hielt schließlich bis ins Jahr 2002 an, bevor sie – auf im langfristigen Vergleich sehr hohen Bewertungsniveaus – nach den Enthüllungen um Enron und zunehmend pessimistisch stimmenden Meldungen über die Entwicklung der Unternehmensgewinne ins Stocken geriet. Die meisten anderen Aktienmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks wiesen ähnliche Schwankungen auf. Die Kurse fielen, stiegen und fielen dann wieder, im Einklang mit dem an- und abschwellenden Optimismus hinsichtlich der US-Wirtschaft, während davon abweichende Aussichten für Europa weitgehend ignoriert wurden. Unter dem Strich führte dies jedoch dazu, dass die nominalen Kosten für die Mittelaufnahme an den Märkten für Unternehmensanleihen im vergangenen September auf historische Tiefstände sanken und sich seither bemerkenswert wenig verändert haben.

An einigen anderen Märkten kam es zu deutlicheren Anspannungen. Am stärksten war der US-Commercial-Paper-Markt betroffen. Schuldner der niedrigen Bonitätsklassen hatten praktisch keinen Zugang mehr zum Markt; andere wiederum mussten höhere Zinssätze zahlen. Der Umlauf an Commercial Paper von Wirtschaftsunternehmen ist im letzten Jahr stärker geschrumpft als je zuvor. Viele Unternehmen konnten jedoch auf bereits ausgehandelte Fazilitäten bei ihren Banken zurückgreifen, wenngleich dies den Banken aufgrund der während des Abschwungs bereits erlittenen Kreditausfälle immer größere Sorgen bereitete. Mit einem Absatz in Rekordhöhe entwickelte sich der Markt für Unternehmensanleihen dagegen zu einer noch ergiebigeren Finanzierungsquelle. Die langlaufenden Anleihen sind zwar teurer als kurzfristige Papiere, dürften aber die Liquiditätssorgen der Unternehmen für eine Weile lindern helfen.

Zwei weitere Merkmale der jüngsten Geschehnisse unterstreichen die Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems ebenfalls. Erstens hatten die Verbraucher in vielen Industrieländern erheblich leichteren Zugang zu Konsum- und Hypothekenkrediten. Dabei nutzten sie diese Kredite zur Tilgung

kostspieligerer Schulden und zur Steigerung der Konsumausgaben. Eine ähnliche, wenn auch längst nicht so weit fortgeschrittene Entwicklung zeigte sich in einer Anzahl großer aufstrebender Volkswirtschaften, darunter China, Indien, Korea und Mexiko. In Ländern mit zunächst niedrigen inländischen Sparquoten war aufgrund dieser Entwicklungen zumindest teilweise zusätzliches Kapital aus dem Ausland nötig. Insbesondere in den USA veräußerten staatlich unterstützte Hypothekeninstitute Anleihen mit großem Erfolg direkt an ausländische Anleger.

Auch der zweite bemerkenswerte Aspekt der jüngsten Ereignisse im Finanzsektor bezog sich auf die internationalen Kapitalströme. In einem globalen Umfeld, das bei den Anlegern wohl zu verstärkter Risikoscheu geführt haben dürfte, hätte es für Länder mit Leistungsbilanzdefiziten plötzlich schwieriger werden können, an Auslandsfinanzierungen heranzukommen. Dies war jedoch nicht der Fall. Betrachtet man die Industrieländer, so konnte z.B. der Auslandsfinanzierungsbedarf der USA weiterhin problemlos gedeckt werden. Dies galt insgesamt auch für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Zwar führten die Banken ihre Auslandskreditvergabe weiter zurück, aber international tätige Banken setzten im Kreditgeschäft mit aufstrebenden Volkswirtschaften schon seit langem immer stärker auf Präsenz und Refinanzierungsquellen vor Ort. Zu den internationalen Anleihemärkten hatten die meisten Schuldner dagegen weiterhin problemlos Zugang. Bei als solide eingeschätzten Ländern wie Korea und Mexiko verringerten sich die Renditeaufschläge für Staatsschulden im Berichtszeitraum sogar; für Länder wie die Türkei, Argentinien und Venezuela jedoch galt das – bisweilen extreme – Gegenteil. Direktinvestitionen flossen außerdem weiterhin in eine Anzahl besonders in der Gunst der Investoren stehender Länder, darunter vor allem Brasilien, China und Mexiko. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen zudem auch die Aktienkurse. Das Gesamtbild war somit – glücklicherweise – weit entfernt von der undifferenzierten Ansteckung, die manche als Folge der Krisen in der Türkei und in Argentinien befürchtet hatten.

## Gründe für die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft

Warum zeigten sich die Weltwirtschaft und das weltweite Finanzsystem so widerstandsfähig? Wirtschaftspolitische Initiativen dürften diese Frage zumindest zum Teil beantworten. Eine expansive makroökonomische Politik trug sicherlich zur Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bei. Vielleicht auf etwas spekulativerer Grundlage beruht die Auffassung, dass die in den letzten Jahren ergriffenen Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität allmählich ihre Wirksamkeit unter Beweis stellen. Und viele Länder haben, wenngleich noch immer nicht so stark beachtet, in jüngerer Zeit Schritte unternommen, um die Arbeits- und Gütermärkte zu deregulieren und die Produktivität zu steigern. Die Vorteile einer solchen Politik wurden schon immer u.a. in einem stabileren und im Durchschnitt höheren Wirtschaftswachstum gesehen.

Die sichtbarste Initiative war die kräftige Lockerung der Geldpolitik in fast allen Ländern. Zwar bereiteten die Zweitrundeneffekte vorangegangener

Ölpreissteigerungen teilweise noch Sorgen, doch wurden die eigentlichen inflationären Tendenzen allgemein als gedämpft eingeschätzt. Dies verlieh den Währungsbehörden beträchtlichen Spielraum, der von vielen auch energisch genutzt wurde.

Am meisten galt dies für die USA, wo die Notenbankzinsen im vergangenen Jahr wiederholt stark gesenkt wurden und seither auf einem im langfristigen Vergleich sehr tiefen Niveau gehalten werden. Ein wichtiger Einflussfaktor dürfte dabei der Eindruck gewesen sein, dass eine Reihe der traditionellen Wirkungskanäle der Geldpolitik nicht wie erwartet funktionierten. Als die kurzfristigen Sätze sanken, gingen auch die langfristigen Sätze leicht zurück, stiegen dann aber wieder an, und der effektive Wechselkurs des Dollars erhöhte sich ebenfalls. Die Aktienkurse fielen weiter, allerdings wohl langsamer, als es ohne die geldpolitische Lockerung der Fall gewesen wäre. Obwohl die Federal Reserve erkannte, dass diese Entwicklungen zum Teil auf die optimistische Zukunftseinschätzung der Marktteilnehmer zurückzuführen waren, sah sie offenbar dennoch gute Gründe für ein energisches Vorgehen. Ein zweiter Einflussfaktor dürften die Lehren aus der Erfahrung Japans gewesen sein. Bei fallenden Preisen und praktisch an der Nullzinsgrenze liegenden Nominalzinssätzen sind ein schrittweiser Anstieg der Realzinssätze und eine reale Erhöhung der Schuldenlast allzu nahe gerückt. Darüber hinaus ist es in Japan trotz einer Vielzahl anderer, weniger gebräuchlicher geldpolitischer Maßnahmen, darunter mehrmaliger Ausweitungen der Geschäftsbankenlagen bei der Zentralbank, bisher nicht gelungen, eine Wende herbeizuführen.

Auch die EZB ermäßigte in Anbetracht der Wirtschaftslage den Notenbankzins. Absolut gesehen war die Senkung jedoch von begrenztem Umfang, da die an den Verbraucherpreisen gemessene Inflationsrate hartnäckig über dem Zielbereich blieb. Außerdem schwächte sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum über den größten Teil des Jahres 2001 eher weniger ab als in den USA. Ein ähnliches Bild zeigte sich in den meisten Industrieländern mit explizitem Inflationsziel sowie in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften. Die zunehmende Anwendung flexibler (wenngleich in einigen Fällen stark kontrollierter) Wechselkursregime in den aufstrebenden Volkswirtschaften bot einen neuen potenziellen Transmissionskanal für die geldpolitische Lockerung. In welchem Maße diese neue Freiheit genutzt werden konnte, hing natürlich sehr stark von der Glaubwürdigkeit der Geld- und Währungspolitik in den betreffenden Ländern ab. Pauschal betrachtet und weitgehend im Einklang mit früheren Erfahrungen waren die Zentralbanken in Asien in ihrem Spielraum weniger eingeschränkt als in Lateinamerika.

Eine expansive Fiskalpolitik trug ebenfalls zur Stützung der Weltwirtschaft bei. Insgesamt hatten Länder mit einer erfahrungsgemäß solideren Haushaltsführung mehr Handlungsspielraum, während jene, die in der Vergangenheit hohe Schulden angehäuft hatten, sich mit weniger zufrieden geben mussten. Das Spektrum reichte von beträchtlichen Erhöhungen des strukturellen Defizits in den USA bis hin zu aktiven Einschränkungen im Falle Japans. Die Länder des Euro-Raums sahen sich in der Lage, innerhalb der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes Steuersenkungen vorzunehmen, ohne ihre

langfristige Verpflichtung auf einen insgesamt neutralen fiskalpolitischen Kurs zu gefährden. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften war die Lage recht unterschiedlich. Während in Asien viele Regierungen die Fiskalpolitik erheblich lockerten, war dies in etlichen lateinamerikanischen Ländern nur bedingt möglich, da der Wechselkurs unter Druck stand oder die Gesetzgebung – nach Jahren mangelnder Haushaltsdisziplin – auf die Einhaltung fiskalpolitischer Verantwortung abzielte. Mexiko beispielsweise litt sehr unter dem Konjunkturunbruch in den USA, musste aber seine rückläufigen Steuereinnahmen infolge niedrigerer Ölpreise im Jahr 2001 durch Ausgabenkürzungen auffangen.

Warum passten sich die Finanzmärkte den Verhältnissen im Berichtszeitraum so ohne weiteres an? Die niedrigeren Notenbankzinsen spielten dabei sicherlich eine Rolle. Hinzu kommt aber, dass die Finanzmärkte in vielen Ländern nach der langjährigen Deregulierung jetzt erheblich vielseitiger und flexibler sind. Die Unternehmen – vor allem in Nordamerika und Europa – konnten alternative Finanzierungsmöglichkeiten in Anspruch nehmen, als im Laufe des letzten Jahres ihre herkömmlichen Quellen versiegt. In vielen Ländern sahen sich die privaten Haushalte außerdem in der Lage, Konsumausgaben in ihrer langfristigen Konsumplanung vorzuziehen, indem sie sich auf neuen Märkten Mittel beschafften. Zum Teil war dies ein willkommenes Nebenprodukt der steigenden Preise für Wohneigentum und der größeren Verfügbarkeit von Sicherheiten. Darüber hinaus jedoch können die Finanzinstitute ihre Risikoengagements aus diesen neuen Krediten heute mit Hilfe von Risikotransferinstrumenten besser weitergeben. Dank der Derivatmärkte, insbesondere der rasch wachsenden Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken, mussten ferner viele Wirtschaftsakteure die Folgen der verschiedenen Schocks, denen sie in jüngerer Zeit ausgesetzt gewesen waren, nicht allein tragen, sondern konnten sie mit vielen anderen teilen.

Insgesamt betrachtet, wird der Finanzierungsbedarf in der letzten Zeit stärker über den Markt gedeckt als über Finanzintermediäre wie Banken. Damit ist die Wahrscheinlichkeit von Kollateralschäden durch die Weitergabe von Schocks über das Zahlungsverkehrssystem gesunken, wenn auch natürlich nicht verschwunden. Nach den Terroranschlägen des 11. September hätten die Märkte durchaus zusammenbrechen können, wenn nicht die Federal Reserve und in geringerem Maße auch andere Zentralbanken mit reichlichen Liquiditätsspritzen eingegriffen hätten, um sicherzustellen, dass Zahlungsverpflichtungen erfüllt werden konnten.

Eng damit zusammenhängend stellt sich die Frage, warum die Krisen in der Türkei und in Argentinien kaum Ansteckungseffekte auf die Märkte hatten. Der Hauptgrund ist sicherlich die mittlerweile größere Verbreitung flexibler Wechselkursregime. Außerdem bahnten sich beide Krisen über einen recht langen Zeitraum an, sodass die auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Anleger ihre Mittel relativ kontrolliert umschichten konnten. Auch scheint es in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach den vorangegangenen Krisen viel weniger Anlagen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil gegeben zu haben. Das dürfte damit zusammenhängen, dass große Macro-Hedge-Fonds in den letzten Jahren eine geringere Rolle gespielt haben. Von erheblicher Bedeutung war aber anscheinend auch, dass die Anleger zunehmend zwischen

guten und schlechten Krediten zu differenzieren wissen und ihre Mittel entsprechend platzieren.

Darin spiegelt sich eine weitere grundlegende Veränderung wider, die das Verhalten der Finanzinstitute in den letzten Jahren beeinflusst und auf diese Weise das Funktionieren der Märkte verbessert hat. Die Finanzinstitute scheinen allgemein viel risikobewusster geworden zu sein, insbesondere was die Gefahren einer Beleihung gewerblicher Immobilien betrifft. Sie haben neue und verfeinerte Risikomeßverfahren entwickelt und erhebliche Fortschritte bei der Implementierung wirksamer Risikomanagementsysteme erzielt. In Ländern, wo die Risiken schon seit einiger Zeit differenzierter bewertet wurden, waren die Bilanzen der Finanzinstitute wesentlich besser für den Konjunkturabschwung gerüstet.

Dieser Wandel in der Risikokultur ist zum Teil dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht sowie den Bemühungen der entsprechenden Gremien im Versicherungs- und im Wertpapierbereich zu verdanken. Zwar werden die *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* weiterhin revidiert und überarbeitet, und die Arbeit an der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* ist noch nicht abgeschlossen, aber die Zusammenarbeit bei der Entwicklung dieser Standards hat sich bereits als immens nützlich erwiesen. Gleichmaßen wertvoll war die aktive Beteiligung des IWF und der Weltbankgruppe an der Beurteilung der Einhaltung dieser Standards in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie ihre Unterstützung der betreffenden Staaten bei notwendigen Verbesserungen. Überdies wurden ergänzende Schritte unternommen, um sowohl das Funktionieren der Märkte als auch die Marktinfrastruktur zu stärken. Dennoch bleibt viel zu tun, um die verbleibenden Anfälligkeiten im Finanzsektor zu beheben. Hierauf wird in den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts noch einzugehen sein.

Im letzten Jahr wurden zudem weitere Möglichkeiten ausgelotet, um sowohl auf nationaler als auch auf globaler Ebene die Zusammenarbeit zwischen offiziellen Vertretern mit dem besonderen Anliegen der Finanzstabilität zu verbessern. Die G10-Zentralbankpräsidenten und die Leiter der übrigen Bankenaufsichtsinstanzen tauschen sich jetzt regelmäßiger aus als früher. Damit soll nicht zuletzt auf beiden Seiten das Verständnis für die Vorteile gefördert werden, die sich ergeben, wenn nicht nur die Solidität der einzelnen Institute im Auge behalten wird, sondern auch die Frage, inwieweit das System als Ganzes allgemeinen Schocks ausgesetzt sein könnte. Diese Diskussionen ergänzen außerdem auf sinnvolle Weise jene im Forum für Finanzstabilität (FSF), das ein noch breiteres internationales Netz für die Behandlung solcher Fragen geknüpft hat. Im vergangenen Jahr begann das FSF auch regionale Sitzungen zu organisieren. Diese dienen u.a. dem Gedankenaustausch über bestehende Schwachstellen sowie über die Art und Weise, wie die Einführung internationaler Finanzstandards zu deren Abbau beitragen könnte. Das FSF lässt sich in seiner Arbeit von dem zentralen Gedanken leiten, dass effiziente und stabile inländische Finanzsysteme den einzelnen Ländern enorme Vorteile bringen würden. Dieses Eigeninteresse der Länder – und nicht etwa das Bedürfnis, zu irgendwelchen vagen internationalen Bemühungen beizutragen – wird als wichtigste Motivation für inländische Finanzreformen

gesehen. Das FSF arbeitet aber auch daran, das Verständnis der Marktteilnehmer für die Bedeutung dieser Standards zu fördern, damit im Laufe der Zeit diejenigen, die sie einhalten, an den Kapitalmärkten zunehmend belohnt werden, die anderen aber größere Nachteile in Kauf nehmen müssen.

Schließlich – so paradox es angesichts der Ereignisse in Argentinien scheinen mag – waren im letzten Jahr auch bei der Festlegung kontrollierterer Verfahren für die Überwindung staatlicher Liquiditätskrisen einige Fortschritte zu verzeichnen. Das chaotische Geschehen in Argentinien dürfte hierzu sogar beigetragen haben. Nach langjähriger Uneinigkeit zwischen manchen wichtigen Industrieländern lassen die jüngsten G7- und G10-Kommuniqués erkennen, dass inzwischen ein erheblicher Konsens über die einzuschlagende Richtung besteht. Zwar können die vollständige Einigung und die entsprechende Umsetzung durchaus noch Jahre dauern, und der Teufel steckt – wie stets – im Detail, aber es scheint jetzt doch mehr Anlass zu Optimismus vorhanden zu sein, dass tatsächlich konkrete Ergebnisse erzielt werden können, als dies lange der Fall war.

## II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

In den fortgeschrittenen Industrieländern setzte im Laufe des Jahres 2001 ein ungewöhnlich plötzlicher und gleichlaufender Konjunkturabschwung ein. Dabei kam das Wachstum des Welthandels zum Stillstand. Der Abschwung ging vom Unternehmenssektor aus, wo der Einbruch bei Gewinnen und Aktienkursen einen deutlichen Rückgang der Anlageinvestitionen und Lagerbestände auslöste. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen wurden differenzierter, da Unternehmen mit niedrigen Bonitätseinstufungen höhere Zinsaufschläge in Kauf nehmen mussten. Im Gegensatz dazu blieb die Nachfrage der privaten Haushalte, insbesondere in den USA und anderen englischsprachigen Ländern, robust. Die Stabilität der Ausgaben der privaten Haushalte war zum Teil auf steigende Preise für Wohneigentum und günstige Kreditbedingungen zurückzuführen.

In den ersten Monaten des Jahres 2002 verbesserte sich die Weltkonjunktur infolge eines langsameren Abbaus der Lagerbestände und durchgreifender wirtschaftspolitischer Maßnahmen beträchtlich. Die Anlageinvestitionen haben sich noch nicht erholt; die Ertragslage der Unternehmen ist weiterhin schlecht, und die Verschuldung erscheint in einigen Ländern für diese Phase des Konjunkturzyklus hoch. Die Inflationserwartungen sind offenbar trotz höherer Ölpreise auf niedrigem Niveau verankert, sodass die Notenbankzinssätze tief gehalten werden können.

### Konjunkturabschwung im Jahr 2001

Kräftiger  
Wachstums-  
rückgang im  
Welthandel

Das Wirtschaftswachstum in den wichtigsten Industrieländern begann sich Mitte 2000 zu verlangsamen und schwächte sich im vergangenen Jahr spürbar weiter ab (Tabelle II.1). In den USA hatte sich der Konjunkturabschwung zuerst abgezeichnet, und zwar insbesondere im Hochtechnologiebereich. Der darauf folgende Wachstumsrückgang im Welthandel fiel besonders kräftig aus (Grafik II.1), was die ungewöhnliche Synchronität des Konjunkturabschwungs verdeutlicht. Ein wesentliches Merkmal des Abschwungs ist, dass er offenbar nicht durch eine geldpolitische Straffung ausgelöst wurde. Vielmehr reduzierten die Unternehmen im Anschluss an – und teilweise bedingt durch – erhebliche Gewinneinbußen ihre Lagerbestände und Investitionen beträchtlich. Im Gegensatz dazu blieben der private Verbrauch und der Wohnbau deutlich lebhafter als in früheren Abschwungphasen. Die gegenläufigen Trends bei den Ausgaben der Unternehmen und der privaten Haushalte waren teilweise auf unterschiedliche Rahmenbedingungen zurückzuführen. So standen überschüssige Kapazitäten und rückläufige Gewinne auf der

Wachstum und Inflation						
	Reales BIP			Verbraucherpreise <sup>1</sup>		
	1991–2000	2001	2002 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002 <sup>2</sup>
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent					
USA	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Euro-Raum	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Japan	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Vereinigtes Königreich	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Fortgeschrittene Industrieländer	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

<sup>1</sup> Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinszahlungen. <sup>2</sup> Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen.

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

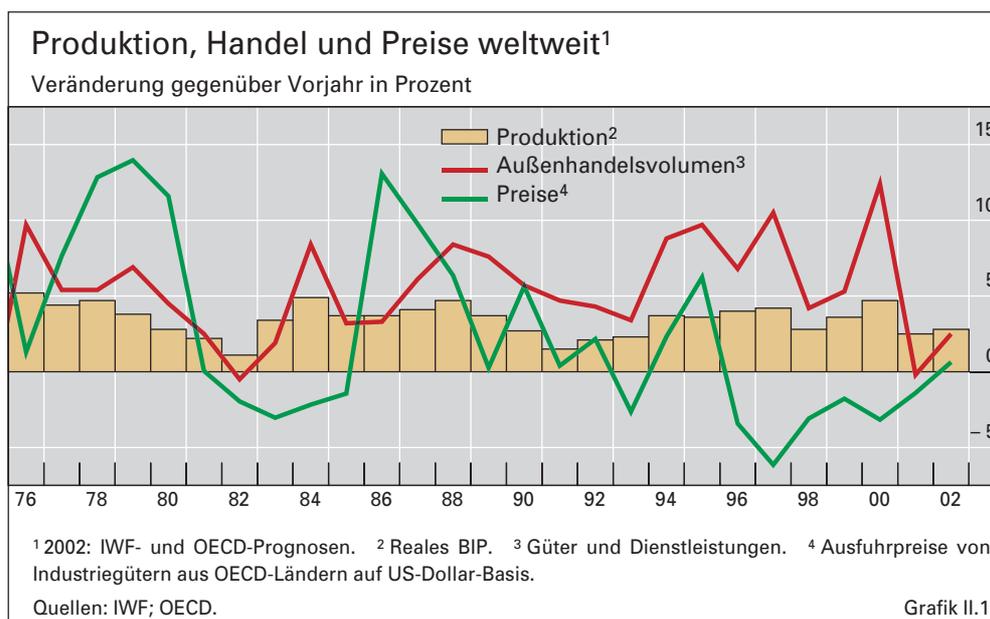
Unternehmensseite in krassem Gegensatz zu den steigenden Immobilienpreisen und den anhaltend hohen Realeinkommenszuwächsen der privaten Haushalte. Die relativ günstigen Kreditbedingungen für die privaten Haushalte begünstigten den Verbrauch und den Wohnbau.

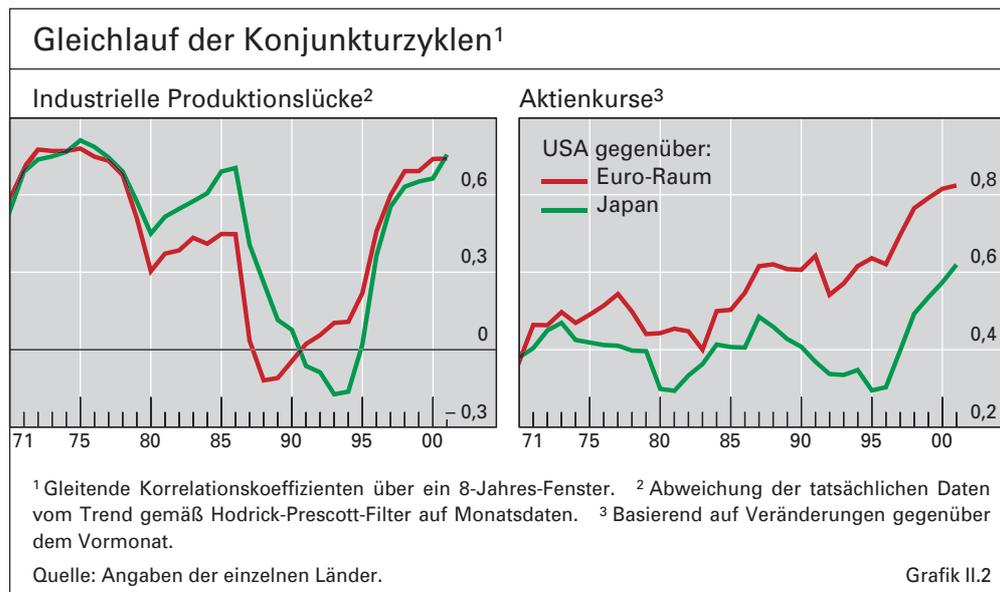
#### Internationale Verflechtungen

Der jüngste Konjunkturabschwung zeichnete sich dadurch aus, dass er offenbar stärker synchron verlief als die Rezession Anfang der neunziger Jahre (Grafik II.2). Dies könnte bedeuten, dass die Konjunkturzyklen im Zuge der wirtschaftlichen Globalisierung heute enger korreliert sind; es gibt jedoch auch andere plausible Erklärungsansätze.

Der unmittelbarste Kanal für die Übertragung von Schocks auf andere Länder ist der Außenhandel. Infolge der größeren Spezialisierung in den unterschiedlichen Produktionsphasen hat sich in den heutigen Volkswirt-

Außenhandelsverflechtungen





schaften der Anteil der Außenhandelsströme an der gesamtwirtschaftlichen Produktion erhöht (Tabelle II.2). Zudem lösen sektorspezifische Schocks wegen der vertikalen Integration international ähnliche Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion aus. Ein zweites, damit zusammenhängendes Merkmal der Globalisierung ist, dass sich die Unternehmen an den ausländischen Märkten stärker etabliert haben, was sich in den wachsenden Direktinvestitionsströmen über die gesamten neunziger Jahre zeigt. Störungen in einer wichtigen Volkswirtschaft würden somit auf die konsolidierten Gewinne multinationaler Konzerne drücken und sie veranlassen, ihre Ausgaben weltweit anzupassen. Des Weiteren könnte eine Störung in einem Land die Konjunkturerwartungen in den Volkswirtschaften der Handelspartner beeinträchtigen und hierdurch eine schnellere Korrektur von Lagerbeständen, Investitionsplänen und Beschäftigung auslösen.

Finanzkanäle

Auch die Finanzkanäle dürften an Bedeutung gewonnen haben. Die langfristigen Zinssätze tendieren zu gleichlaufenden Bewegungen. Zudem ist die

Außenhandelsanteile <sup>1</sup>				
	1981–90	1991–2000	2000	2001
	in Prozent des BIP			
USA	9,3	11,4	13,0	11,9
Euro-Raum <sup>2</sup>	14,8	15,0	19,3	19,3
Japan	11,3	9,1	10,0	10,1
Vereinigtes Königreich	26,1	27,1	29,0	28,2
Kanada	26,0	35,1	42,9	40,7
Australien	16,5	19,6	22,4	22,2
Schweden	32,2	35,7	44,5	43,5
Schweiz	35,8	36,1	44,0	44,2

<sup>1</sup> Durchschnitt der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen. <sup>2</sup> Ohne intraregionalen Handel.  
 Quellen: EZB; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.2

Korrelation der Aktienkurse in den größeren Industrieländern im Laufe der Zeit gestiegen. Dies dürfte die Synchronität der Konjunkturzyklen auf zweierlei Weise verstärkt haben. Da die Preise an den Finanzmärkten schnell auf Veränderungen der makroökonomischen Bedingungen reagieren, beschleunigen sie die Übertragung von länderspezifischen Störungen auf andere Volkswirtschaften. Darüber hinaus haben die Kapitalmärkte in den letzten Jahrzehnten an Bedeutung gewonnen. Zwar weisen die Finanzstrukturen und Unternehmensbilanzen in den einzelnen Ländern weiterhin große Unterschiede auf, und der Einfluss der Kapitalmärkte ist in den englischsprachigen Ländern im Allgemeinen größer als im Euro-Raum oder in Japan. Dennoch schlagen veränderte Bedingungen an den zunehmend miteinander korrelierten Finanzmärkten heute wahrscheinlich deutlicher und zeitgleicher auf die Inlandsnachfrage durch als früher.

Ungeachtet dieser langfristigen Tendenzen dürfte der eigentliche konjunkturelle Gleichlauf geringer sein, als es die Entwicklungen im Jahr 2001 vermuten lassen. Erstens kamen im jüngsten Konjunkturabschwung verschiedene vorübergehende und möglicherweise umkehrbare gemeinsame Einflussfaktoren zum Tragen. Höhere Ölpreise 1999 und 2000 (Tabelle II.3) ließen die Importpreise steigen und die Unternehmensgewinne sinken, was sowohl den privaten Verbrauch als auch die Unternehmensausgaben dämpfte. Auch wurde 1999/2000 in den meisten Ländern die Geldpolitik gestrafft. Vielleicht am einflussreichsten war jedoch das Platzen der Blase bei den Hochtechnologiewerten, mit dem sich die Bedingungen an den weltweiten Kapitalmärkten drastisch und synchron verschlechterten. Durch den darauf folgenden steilen Rückgang der Anlageinvestitionen der Unternehmen und der Lagerbestände – Nachfragekomponenten mit einer relativ hohen Außenhandelsintensität – gewann der Außenhandel als Übertragungsweg noch mehr an Bedeutung. Die Terroranschläge am 11. September 2001 schließlich beeinträchtigten das Vertrauen in allen Ländern.

Zweitens scheint der Gleichlauf im jüngsten Konjunkturabschwung gegenüber der Rezession der frühen neunziger Jahre größer gewesen zu sein.

Vorübergehende und möglicherweise umkehrbare allgemeine Schocks 2001

Welthandel und Preise <sup>1</sup>					
	1991–2000	1999	2000	2001	2002 <sup>2</sup>
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent				
Außenhandelsvolumina	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Außenhandelspreise (in US-Dollar)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Industriegüter	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Öl	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Sonstige Rohstoffe	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Terms of Trade					
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>3</sup>	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Entwicklungsländer	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

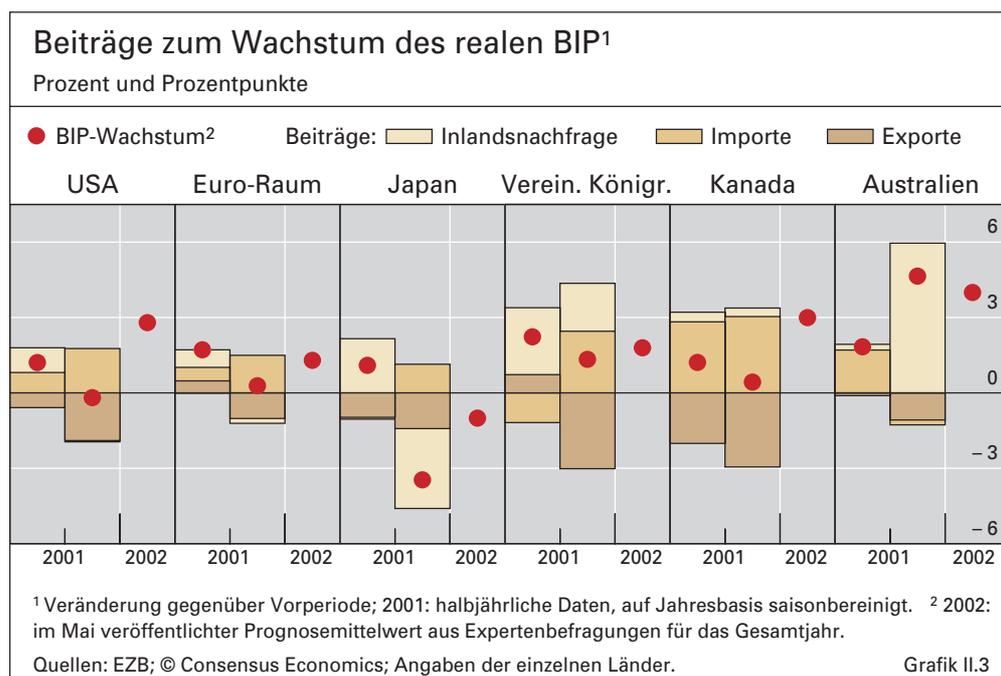
<sup>1</sup> Nur Güter. <sup>2</sup> IWF-Prognose. <sup>3</sup> Fortgeschrittene Industrieländer und junge industrialisierte Volkswirtschaften Asiens (Hongkong SVR, Korea, Singapur und Taiwan, China).  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.3

Rückkehr zur Situation der siebziger und achtziger Jahre?

Die damaligen Entwicklungen waren allerdings ziemlich ungewöhnlich. In den USA und den anderen wichtigen englischsprachigen Ländern ging die Wirtschaftsleistung 1991 zurück, in Kontinentaleuropa und Japan jedoch erst zwei Jahre später. Dass der Konjunkturverlauf damals nicht synchron erfolgte, beruhte im Wesentlichen auf länderspezifischen Störungen und Ereignissen, insbesondere der Wiedervereinigung Deutschlands und dem Platzen der Preisblase bei den Vermögenswerten in Japan. Letzteres führte zudem zu langwierigen Problemen in den Unternehmensbilanzen, die die Konjunktur in den gesamten neunziger Jahren belasteten. Die sich daraus ergebende Abkopplung Japans vom Konjunkturzyklus in anderen Industrieländern wurde durch die Asien-Krise 1997/98 noch verstärkt. Aus dieser Perspektive betrachtet, könnte der im vergangenen Jahr beobachtete Gleichlauf der Konjunktur einfach wieder eine Annäherung an die Situation der siebziger und achtziger Jahre bedeuten.

Gleichlauf im Jahr 2001 nicht überbetonen

Drittens sollte der Gleichlauf der Konjunkturzyklen im Jahr 2001 nicht überbetont werden. Wenn auch das Wirtschaftswachstum überall beeinträchtigt wurde, so folgten die makroökonomischen Entwicklungen in den wichtigsten Volkswirtschaften doch unterschiedlichen Mustern, die den Einfluss länderspezifischer Faktoren widerspiegeln. Außerhalb der USA war das Bild bei den anderen englischsprachigen Ländern am günstigsten, sogar bei denjenigen mit einer engen Verbindung zur US-Wirtschaft (insbesondere Kanada). Im Vereinigten Königreich fiel das Wachstum im Jahr 2001 unter den G7-Ländern am höchsten aus, wenngleich sich die Wirtschaftsleistung gegen Ende des Jahres abschwächte. Dahinter standen im Wesentlichen ein lebhafter Konsum und ein kräftiges Wachstum der öffentlichen Investitionen. Die australische Volkswirtschaft wuchs im vergangenen Jahr trotz ihrer Außenhandelsverflechtungen mit Japan und Ostasien um 2½%, und zwar dank einer dynamischen Inlandsnachfrage, eines wettbewerbsfähigen



Wechselkurses sowie günstiger Angebotseffekte infolge einer langjährigen Politik der wirtschaftlichen Deregulierung (Grafik II.3).

Andere Regionen waren von dem weltweiten Konjunkturabschwung stärker betroffen als zunächst erwartet. Japan, dessen Wirtschaft schon stagnierte, als die US-Volkswirtschaft noch kräftig wuchs, war das einzige fortgeschrittene Industrieland, in dem das BIP im Jahr 2001 sogar zurückging. Der Einbruch der Exporte verstärkte die Rezession in der Binnenwirtschaft, die bereits durch Schwierigkeiten im Bankensektor, anfällige Unternehmensbilanzen und Deflationserwartungen belastet war. Im Euro-Raum verlangsamte sich die Konjunktur im Jahresverlauf deutlich. In Deutschland nahm das BIP im zweiten Halbjahr 2001 sogar ab, da die Inlandsnachfrage durch eine beträchtliche Anpassung der Lagerbestände und rückläufige Investitionen gebremst wurde. Auch in Italien schwächte sich die Konjunktur aufgrund der schleppenden Inlandsnachfrage spürbar ab. Ein merklich geringeres Wachstum verzeichneten in Europa außerdem Schweden, wo die Konsumnachfrage 2001 ins Stocken geriet, sowie die Schweiz, wo die Exportnachfrage durch das niedrige Wachstum der Weltwirtschaft und die Aufwertung des Schweizer Francs beeinträchtigt wurde.

Insgesamt spiegelte der gleichlaufende Konjunkturabschwung 2001 anscheinend im Wesentlichen die Auswirkungen allgemeiner Schocks wider, die sich durch die hohe Außenhandelsintensität bei den am meisten betroffenen Nachfragekomponenten verstärkten. In dieser Hinsicht ähnelte der Abschwung den Rezessionen der frühen siebziger und achtziger Jahre. Das heißt vor allem, dass die weltweite Konjunkturerholung, die Anfang 2002 eingesetzt zu haben scheint, nicht unbedingt ebenso synchron verlaufen muss (s. weiter unten).

#### *Rolle des Unternehmenssektors und der verarbeitenden Industrie im Konjunkturabschwung*

Ein zweites Merkmal des letztjährigen Konjunkturabschwungs war neben dem hohen Grad an internationalem Gleichlauf die gegensätzliche Entwicklung im Unternehmensbereich und bei den privaten Haushalten. Sie hatte große Wachstumsunterschiede zwischen den binnen- und außenwirtschaftlich orientierten Sektoren zur Folge, und zwar insbesondere in den Ländern, deren Währung sich in den vergangenen Jahren stark aufgewertet hatte. So ging z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich die Produktion der verarbeitenden Industrie deutlich zurück, während der Wohnbau, der öffentliche Bau und der Dienstleistungssektor den Abschwung relativ gut überstanden.

Gegensätzliche Entwicklung des Unternehmenssektors und der privaten Haushalte

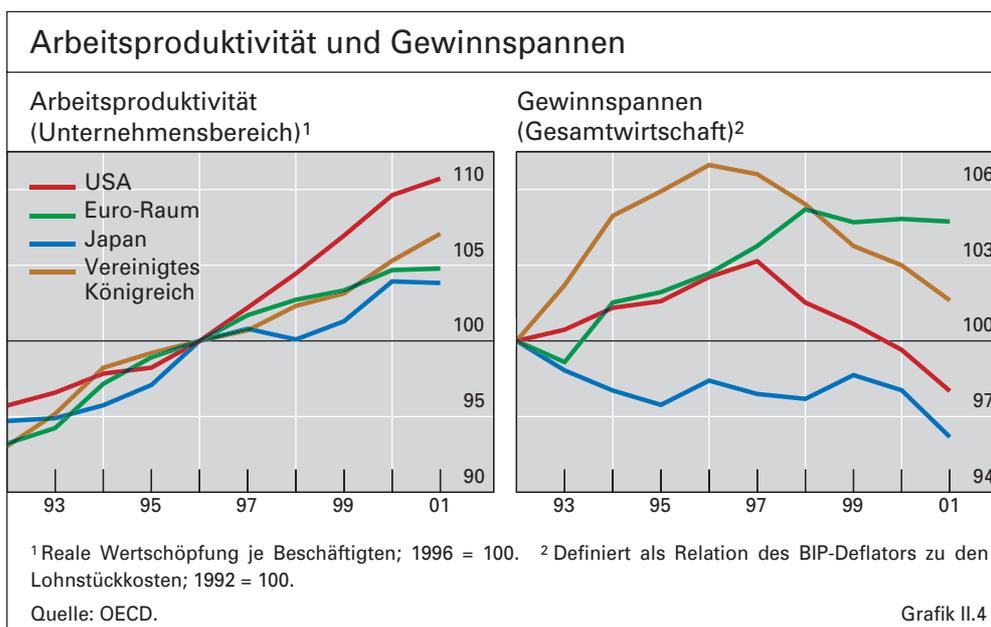
Angeführt wurde der weltweite Konjunkturabschwung durch einen steilen Rückgang der Produktion in der verarbeitenden Industrie, insbesondere bei den Hochtechnologieerzeugnissen. Ein Schlüsselfaktor hierfür waren die beträchtlichen und raschen Kürzungen der Unternehmensinvestitionen infolge sinkender Gewinne. Nachdem die meisten Unternehmen in den neunziger Jahren von niedrigen Zinssätzen und einem kräftigen Wirtschaftswachstum profitiert hatten, gerieten die Gewinne in den letzten Jahren zunehmend unter Druck. Die Gewinnspannen der US-Unternehmen sind seit 1997 rückläufig, da die Produktivitätssteigerungen fast vollständig von den gestiegenen Lohn-

kosten absorbiert wurden. Aufgrund des Ölpreisanstiegs und der vorangegangenen Straffung der Kreditbedingungen in einigen Wirtschaftszweigen haben sich die Spannen in der Zeit kurz vor der jüngsten Konjunkturabschwächung weiter verringert (Grafik II.4). Zu dieser Verschlechterung der Ertragslage, die auch in einigen anderen wichtigen Industrieländern zu beobachten war, kam der Aufbau von Überkapazitäten in verschiedenen Branchen hinzu, sodass deflationärer Druck entstand und der Preissetzungsspielraum der Unternehmen eingeschränkt wurde.

Beträchtliche Lageranpassungen (vor allem in den USA) trugen ebenfalls zum Rückgang der Industrieproduktion bei. In Japan blieben dagegen die Lagerbestände im Verhältnis zu den Lieferungen hoch, wenn auch die Industrieproduktion zum Jahresende auf den tiefsten Stand seit 14 Jahren fiel. Wie bereits erwähnt, waren auch die Terroranschläge vom 11. September ein wichtiger weltweiter Einflussfaktor. Sie führten nicht nur zu vorübergehenden Produktionsausfällen in der Industrie, sondern erschütterten weltweit auch das Vertrauen in die Wirtschaftsentwicklung und bremsten den Welthandel zusätzlich.

Die Ausgaben der Unternehmen, die ohnehin bemüht waren, durch Ausgabenkürzungen ihren Cashflow wieder zu stärken und ihren Finanzierungsbedarf zu reduzieren, wurden durch die Preisentwicklung bei den Vermögenswerten und die sich verändernden Finanzierungsbedingungen zusätzlich gedämpft. Erstens drückten hohe Wertverluste nach teuren Übernahmen auf die ausgewiesenen Unternehmensgewinne. Zweitens sahen sich viele Unternehmen angesichts der schwachen Konjunktur und des begrenzten Zugangs zu einigen Kreditmärkten unerwarteten Liquiditätsengpässen ausgesetzt, nachdem die kurzfristigen Gewinnerwartungen deutlich nach unten korrigiert worden waren. Drittens verschärfte in den USA und im Vereinigten Königreich eine starke Währung die Probleme der verarbeitenden Industrie, während im Euro-Raum die Unternehmensausgaben insbesondere durch Überkapazitäten

Unternehmen  
mussten  
Finanzierungs-  
lücke verringern



und eine beträchtliche Kurskorrektur der Telekommunikationsaktien beeinträchtigt wurden.

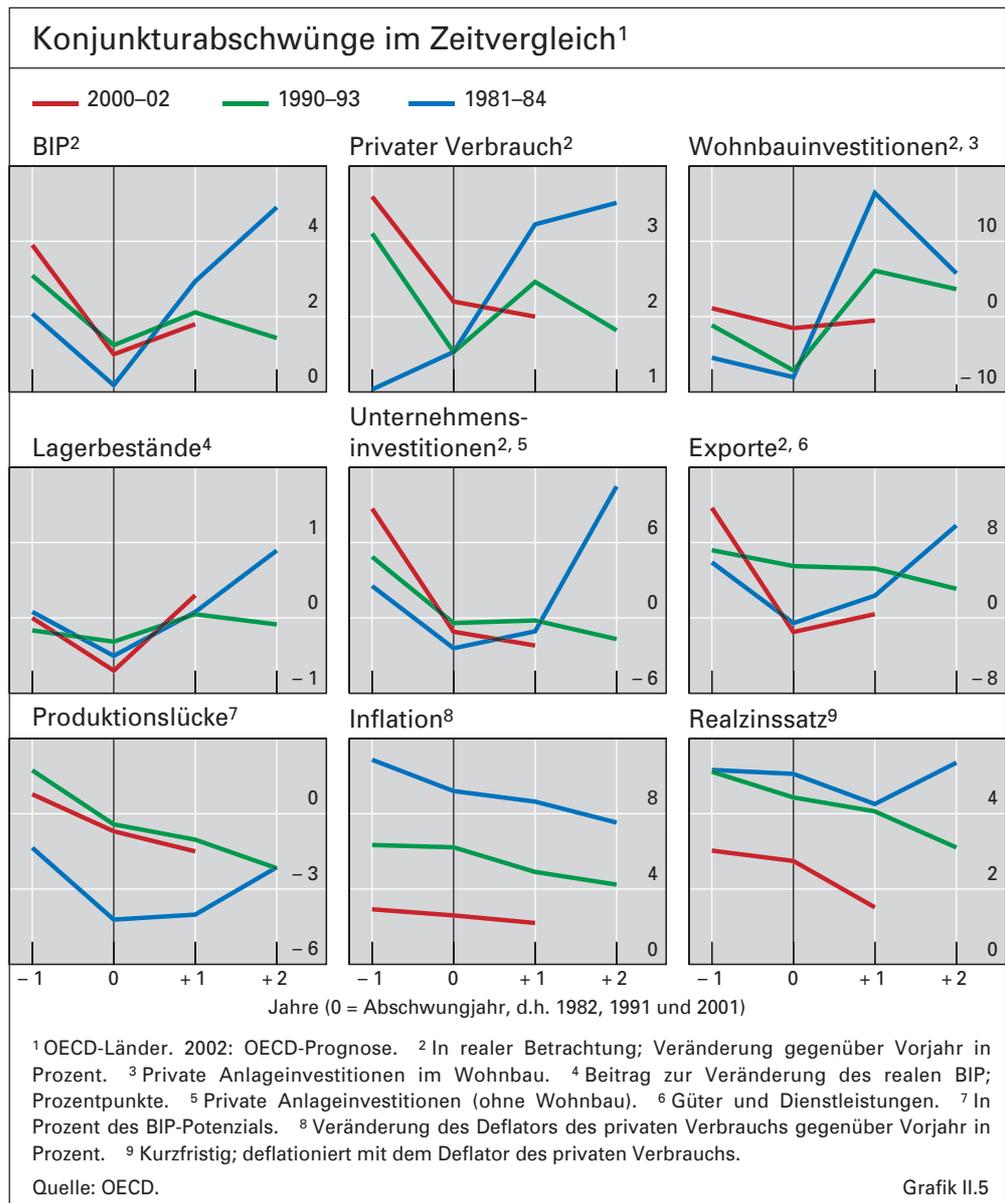
Im Übrigen änderten sich die Finanzierungsbedingungen innerhalb des Unternehmenssektors in den vergangenen 18 Monaten erheblich. Schuldner mit Anlagerating profitierten sowohl von der Lockerung der Geldpolitik als auch von einer Verschiebung zugunsten der Anleihefinanzierung. Sie emittierten weiterhin in großem Umfang Schuldtitel, insbesondere in den USA und im Vereinigten Königreich. Als sich der Konjunkturabschwung beschleunigte, differenzierten die Kapitalanleger noch stärker, und die Renditeaufschläge für Schuldtitel unterhalb der Anlagequalität stiegen an, was die expansive Wirkung niedrigerer kurzfristiger Zinssätze neutralisierte. Wie in Kapitel VI erörtert, verschlechterte sich die Bonität mehrerer Kategorien von Unternehmensschuldern, da der Konjunkturabschwung auf die Gewinne drückte und sich die Zahl der Insolvenzen erhöhte. Branchenspezifische Risiken spielten eine besondere Rolle, vor allem nach den Ereignissen vom September, und manche Wirtschaftszweige und Unternehmen sahen ihren Zugang zu Krediten erheblich beschnitten. Diese Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos zeigten sich auch in strikteren Kreditvergabekriterien der Banken und der stockenden Mittelaufnahme am Markt für Commercial Paper in den USA. In Japan ist der Kreditrückgang zum größten Teil auf die Nachfrageschwäche zurückzuführen. Gleichzeitig jedoch hatten der wachsende Bestand notleidender Kredite in einem deflationären Umfeld und die steigende Anzahl von Insolvenzen zur Folge, dass die Finanzinstitute nicht mehr im bisherigen Umfang Kredite vergeben konnten und wollten, insbesondere an kleine und mittlere Unternehmen.

Zugang zu Krediten für Unternehmensschuldner ohne Anlagerating schwieriger

#### *Kreditvergabebedingungen, Vermögenseffekte und Ausgaben der privaten Haushalte*

In krassem Gegensatz zur Entwicklung im Unternehmenssektor blieben die Ausgaben der privaten Haushalte in den meisten Ländern trotz hoher Verschuldung, fallender Aktienkurse und wachsender Besorgnis über die Beschäftigungsaussichten recht robust. So war das Wachstum des privaten Verbrauchs im Vereinigten Königreich nach wie vor lebhaft, und in Australien beschleunigte es sich sogar. In den USA belasteten zwar wachsende Beschäftigungsverluste die Einkommen der privaten Haushalte, doch hielten sich die Einzelhandelsumsätze bemerkenswert stabil. Im Euro-Raum schwächte sich das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte insgesamt ab, blieb aber in mehreren Ländern, vor allem in Spanien und Frankreich, kräftig. In Japan stieg der private Verbrauch im Jahr 2001 sogar leicht an.

Auch die Baukonjunktur zeigte einen ungewöhnlichen Verlauf. Anders als in Deutschland (wo sie seit dem Ende des Wiedervereinigungsbooms rückläufig ist) und Japan (wo die öffentlichen Bauinvestitionen kürzlich verringert wurden) wurde sie vor allem in den USA, Kanada und dem Vereinigten Königreich durch öffentliche Ausgaben gestützt. Zudem wurde der Wohnbau in vielen Ländern durch die steigenden Preise für Wohneigentum begünstigt. Diese Dynamik war ungewöhnlich, denn in früheren Konjunkturabschwüngen



war der Wohnbau angesichts höherer Zinssätze meist stark zurückgegangen (Grafik II.5).

Stabilität der Ausgaben der privaten Haushalte

Mitverantwortlich für die Stabilität der Ausgaben der privaten Haushalte waren die niedrigeren langfristigen Zinssätze und die lebhaften Hypothekenkreditmärkte. Der durchschnittliche Kreditzinssatz der privaten Haushalte in den USA fiel im Laufe des Jahres 2001 um 2 Prozentpunkte. Hinzu kamen kostengünstige Finanzierungsangebote von Automobilherstellern in den USA, die dem privaten Verbrauch Ende 2001 eine weitere Stütze verliehen. Die privaten Haushalte in den übrigen englischsprachigen Ländern profitierten ebenfalls von einer kräftigen Zunahme der Hypothekenfinanzierungen. Eine Rolle spielten wohl auch die noch nachklingenden Auswirkungen vorangegangener Preisanstiege bei Vermögenswerten. Das Nettovermögen der privaten Haushalte gemessen an ihrem Einkommen hatte sich im Laufe der neunziger Jahre stark erhöht, in den USA, im Vereinigten Königreich und in Italien z.B. um über 100 Prozentpunkte. Dahinter standen in erster Linie die steigenden

Preise von Finanzvermögenswerten. Die sich hieraus ergebenden „Vermögenseffekte“ scheinen die private Konsumnachfrage in den neunziger Jahren gestützt und beinahe überall einen Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte ausgelöst zu haben (insbesondere in den größten englischsprachigen Ländern). Die einzige – und wichtige – Ausnahme ist Japan. Hier ist das Nettovermögen der privaten Haushalte seit 1990 sogar gesunken, da sowohl die Aktienkurse als auch die Grundstückspreise gegenüber ihrem zuvor weit überhöhten Niveau stark gefallen sind.

Obwohl die Aktienkurse Anfang 2000 zu sinken begannen und sich dieser Rückgang auch 2001 fortsetzte, blieb der private Verbrauch in den OECD-Ländern unerwartet robust. Im Jahr 2001 stieg er sogar um über 2%, während die gesamtwirtschaftliche Leistung nur um 1% wuchs. Erstaunlicherweise waren die Ausgaben der privaten Haushalte sogar in Ländern stabil, in denen vielleicht die größte dämpfende Wirkung der niedrigeren Aktienkurse zu erwarten gewesen wäre. Hierzu zählen z.B. die USA, Kanada und das Vereinigte Königreich. Eine mögliche Erklärung ist der deutliche Anstieg der Immobilienpreise seit Mitte der neunziger Jahre, der sich auch 2001 ungebremst fortsetzte. So stiegen die realen Preise für Wohneigentum in den letzten fünf Jahren im Vereinigten Königreich, in Irland, den Niederlanden und einigen nordischen Ländern jährlich um rund 10% und in den meisten anderen Industrieländern um fast 5% (Kapitel VII). Die wichtigsten Ausnahmen waren Japan und Deutschland, wo sie rückläufig waren, sowie die Schweiz und Kanada, wo sie in den letzten Jahren weitgehend stabil blieben.

Es stellt sich die Frage, inwieweit die privaten Konsumausgaben durch einen nominalen Anstieg des Vermögens aus Wohneigentum begünstigt werden dürften, da sich der physische Bestand an Wohnraum nur langsam verändert. Einerseits sind Vermögenseffekte positiv; andererseits steigen die Mieten für Wohnraum tendenziell im Einklang mit den Preisen für Wohneigentum an. Wohnraumeigentümer dürften bei einem Preisanstieg weniger sparen, Mieter hingegen müssen mehr sparen, falls sie den Erwerb von Wohneigentum anstreben. Des Weiteren ist Sachkapital normalerweise weniger liquide als Finanzvermögen, und Kapitalgewinne sind sowohl weniger eindeutig (da Informationen über Preise für Wohneigentum heterogener sind) als auch schwieriger zu realisieren. In jedem Fall sollten sich höhere Preise für Wohneigentum je nach dessen Bedeutung als Vermögenswert unterschiedlich auf den Konsum auswirken.

Dennoch könnten Vermögenseffekte einen wichtigen Übertragungskanal von den Preisen für Wohneigentum auf den Konsum darstellen. Bei einem Anstieg der Immobilienpreise erhöht sich der Wert des Anlagevermögens der Eigentümer im Verhältnis zu ihren Verbindlichkeiten. So war der Jahresabsatz von Wohneigentum im Jahr 2001 in den USA besonders hoch, was vielen privaten Haushalten die Realisierung von Kapitalgewinnen durch Verkäufe von Wohnimmobilien ermöglichte. Heutzutage müssen die privaten Haushalte Wohneigentum aber nicht unbedingt veräußern, um an liquide Mittel zu gelangen, denn sie können durch Beleihung des Wohneigentums von Wertzuwächsen profitieren, sodass Sachkapital deutlich liquider geworden ist. Eine Glättung des Konsums über mehrere Perioden ist daher einfacher geworden.

Niedrigere Aktienkurse ...

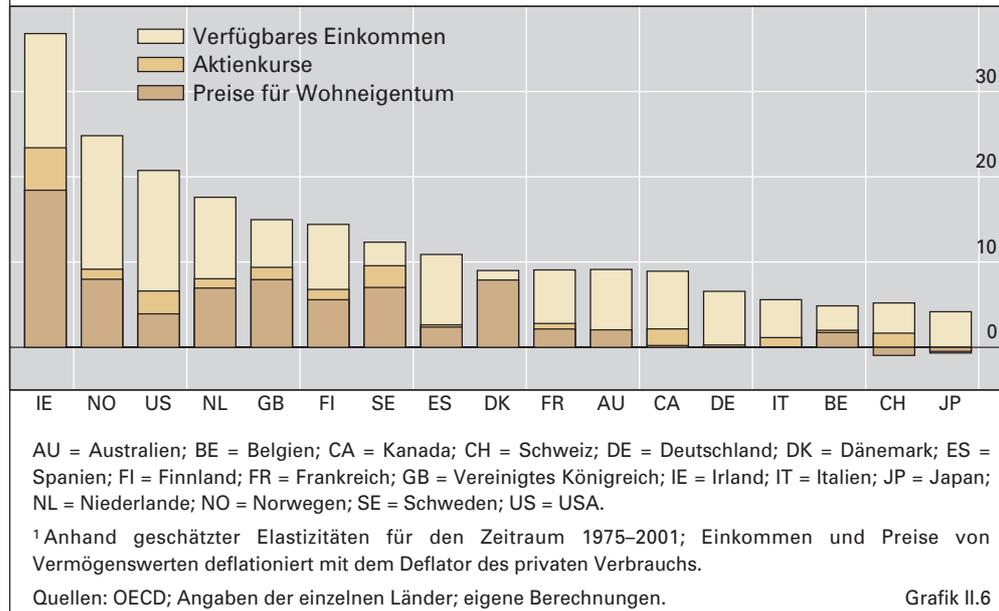
... aber deutlich gestiegene Immobilienpreise

Höherer Konsum durch höhere Preise für Wohneigentum eigentlich nicht zwingend ...

... doch Vermögenseffekte möglicherweise von Bedeutung ...

## Wichtigste Beiträge zum Realwachstum des privaten Verbrauchs 1996–2001<sup>1</sup>

In Prozent des privaten Verbrauchs 1995



Die effizientere Versorgung mit Hypothekenkrediten dürfte die Bedeutung der Vermögenseffekte für den Konsum in den letzten Jahrzehnten durchaus erhöht haben.

... wie empirische Ermittlungen zeigen

Empirisch ist eindeutig nachweisbar, dass ein Anstieg sowohl des Finanzvermögens als auch des Sachvermögens eine positive und signifikante Wirkung auf die Konsumnachfrage hat. Der Anstieg der Preise für Wohneigentum scheint den privaten Konsum in den wichtigsten englischsprachigen Ländern, den Niederlanden und den nordischen Ländern tatsächlich kräftig unterstützt zu haben (Grafik II.6). Überraschenderweise gilt dies anscheinend besonders dort, wo Vermögen aus Wohneigentum eine geringere Rolle spielt als Finanzvermögen. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass privaten Haushalten Finanzierungen an den Kapitalmärkten (d.h. die Möglichkeit, Immobilienvermögen zu beleihen) in Ländern mit marktorientierten Finanzsystemen mittlerweile zugänglicher sind als in Ländern, in denen die Banken die Hauptrolle spielen. Die Entwicklung in den USA war hierfür im Jahr 2001 vielleicht das beste Beispiel: Der hohe Preisanstieg bei Wohneigentum in Kombination mit zunehmenden Hypothekenrefinanzierungen federte die negativen Wirkungen der fallenden Aktienkurse, der Eintrübung des Arbeitsmarktes sowie des Vertrauensschocks nach den Anschlägen vom 11. September deutlich ab.

## Anzeichen für bessere Konjunkturaussichten im Jahr 2002

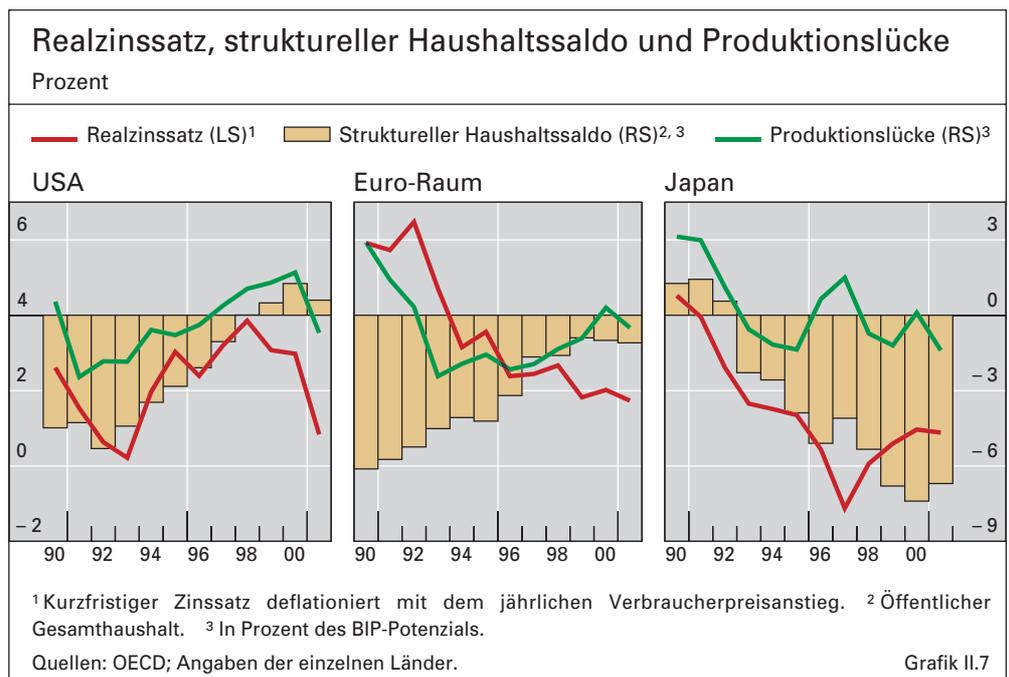
Seit Ende 2001 hat sich der Ausblick für die Weltwirtschaft aufgehellt, und der Welthandel scheint sich allmählich wieder zu beleben. Die US-Konjunktur begann sich im vierten Quartal 2001 zu erholen und gewann im ersten Quartal 2002 in beeindruckender Weise an Stärke, wenngleich einige

Indikatoren darauf schließen lassen, dass sich das Wachstum danach wieder etwas verlangsamt. Im Euro-Raum stieg das Vertrauen in die Wirtschaft (was auf eine sich festigende Erholung hindeutet), doch aufgrund eines beträchtlichen Preisanstiegs und der schlechten Arbeitsmarktlage war die private Konsumnachfrage Anfang 2002 verhalten. Für Japan bleiben die kurzfristigen Aussichten düster, selbst wenn die Unternehmensbefragungen sowie die jüngsten Daten über die Exporte und die Industrieproduktion andeuten, dass die Konjunktur die Talsohle erreicht haben könnte. Allerdings fallen die Nominallöhne weiter, und so bleiben die Aussichten für die private Konsumnachfrage düster.

*Unterstützungsfaktoren für den gegenwärtigen Konjunkturaufschwung*

Sowohl die Lockerung der Geldpolitik als auch eine expansivere Ausrichtung der Fiskalpolitik haben zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage beigetragen (Grafik II.7). Als sich die konjunkturelle Abschwächung im Jahresverlauf 2001 beschleunigte, wurden die kurzfristigen Zinssätze deutlich herabgesetzt, vor allem in den USA, wo die Federal Reserve die Notenbankzinsen im vergangenen Jahr rasch auf ein Niveau zurückführte, wie es zuletzt in den sechziger Jahren bestanden hatte. Zudem ist die Fiskalpolitik weltweit expansiver geworden. Insbesondere im Vereinigten Königreich erhöhten sich die öffentlichen Ausgaben spürbar. In den USA wurden im vergangenen Sommer die Steuern erheblich gesenkt, und vor allem seit den Terroranschlägen sind die öffentlichen Ausgaben deutlich gestiegen. Zu Beginn dieses Jahres wurden weitere Maßnahmen getroffen, wenngleich in geringerem Umfang als zunächst angestrebt. Die Lockerung der US-Haushaltspolitik wird im Jahr 2002 wahrscheinlich fast 1½% des BIP ausmachen. Auch in Kanada, Norwegen und Schweden dürfte die Nachfrage durch die Fiskalpolitik erheblich gestützt werden.

Unterstützende  
Wirtschaftspolitik



Erholung durch  
Sonderfaktoren  
begünstigt

Neben den vorübergehenden fiskalpolitischen Impulsen begünstigten auch andere Sonderfaktoren die konjunkturelle Erholung. Erstens dämpften niedrigere Ölpreise bis Ende 2001 die Inflation und trugen so zur Stützung der verfügbaren Realeinkommen bei. Zweitens stärkte die Wiederaufstockung der Lagerbestände zu Beginn des Jahres 2002 insbesondere im Automobil- und IT-Sektor die Weltproduktion ganz wesentlich. Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen unterdessen vermuten, dass die von den USA angeführte Erholung jetzt auch auf andere Wirtschaftszweige und Regionen übergreift. Anfang 2002 belebte sich der Wohnbau sowohl in den USA als auch in anderen wichtigen englischsprachigen Ländern spürbar. Da für Hochtechnologieerzeugnisse außerdem eine vergleichsweise kurze wirtschaftliche Lebensdauer angenommen wird, könnten bestehende Kapazitäten rasch veralten, sodass Bedarf an neuen Ausrüstungen entsteht. Die US-Investitionen in IT-Ausrüstungen und Software stiegen im ersten Quartal 2002.

#### *Möglicherweise konjunkturhemmende Einflüsse*

Potenziell  
hemmende  
Faktoren u.a.  
Finanzmarkt-  
bedingungen ...

Die Bedingungen an den Finanzmärkten könnten die konjunkturelle Erholung jedoch bremsen. Die Staatsanleiherenditen vollzogen die geldpolitische Lockerung im letzten Jahr nicht mit und reagierten ab Oktober 2001 recht empfindlich auf Veränderungen bei den Einschätzungen der Anleger hinsichtlich der Erholung. Die Sätze stiegen Ende 2001 an, als die allgemeinen Wirtschaftsaussichten optimistischer bewertet wurden, die Bedenken wegen der Haushaltslage in einigen Ländern zunahmten und eine baldige geldpolitische Straffung erwartet wurde (Kapitel IV). Als die Anleger aber an der Stärke der Erholung zu zweifeln begannen, sanken die Anleihe-sätze im April und Mai dieses Jahres wieder, und die Renditenaufschläge von Unternehmensschuldverschreibungen verringerten sich leicht. Zwar dürfte dies die Erholung begünstigen, doch ist die Kreditfähigkeit der Unternehmen weiterhin begrenzt, da die Anleger nach einer Reihe von Insolvenzen namhafter Unternehmen in mehreren Ländern vorsichtiger geworden sind.

... und Unter-  
nehmensbilanzen

Im Hinblick auf den Unternehmenssektor stellt sich die wichtige Frage, wie rasch die Gewinnlage wieder verbessert werden kann. Im Euro-Raum sind die Unternehmensgewinne gemessen am BIP vergleichsweise stabil geblieben. Für Japan zeigt die jüngste *Tankan*-Erhebung, dass die japanischen Unternehmen eine recht zügige Erholung der Gewinne im Jahr 2002 erwarten. In den USA ermöglichte ein deutlicher Rückgang der Lohnstückkosten in den vergangenen Quartalen einen kräftigen Gewinnssprung. Hieraus erwuchs die Hoffnung, dass sich der im Jahr 2001 beobachtete massive Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Gewinnquote bald umkehren könnte. Allerdings würde jeglicher Zinsanstieg in Richtung des üblicheren Niveaus den Schuldendienst verteuern und die Gewinnspannen noch mehr unter Druck setzen. Dies würde die Unternehmen möglicherweise zwingen, ihre Bilanzen zu verbessern, bevor die Investitionen wieder anziehen können. Auch Überkapazitäten könnten für längere Zeit die Unternehmensinvestitionen dämpfen. So deutet die derzeitige Preisschwäche bei Halbleitern darauf hin, dass im IT-Sektor noch immer beträchtliche Überkapazitäten vorhanden sind. Außerdem liegt die durchschnittliche Kapazitätsauslastung in der gesamten verarbeitenden Industrie in den

OECD-Ländern weiterhin deutlich tiefer als in den neunziger Jahren. Eine wichtige Ausnahme ist der Euro-Raum, wo der Kapazitätsüberhang außer im Telekommunikationsbereich geringer erscheint.

#### *Erholung möglicherweise je nach Land unterschiedlich*

Das Ausmaß der Anfang 2002 erkennbaren Erholung war von Land zu Land sehr unterschiedlich, was damit zusammenhängen könnte, dass die meisten für den Gleichlauf im Konjunkturabschwung maßgeblichen Bestimmungsfaktoren nicht vorhanden sind.

Erstens ist die Wirtschaftspolitik von Land zu Land sehr verschieden. Eine Rolle spielt natürlich der jeweilige Lockerungsgrad der Geldpolitik. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Inflations- und Wachstumsdaten (Kapitel IV) sind die kurzfristigen Zinssätze in Europa weniger stark zurückgenommen worden als in den USA, und in Japan haben sie sich kaum verändert, da sie bereits nahe bei null lagen. Auch bei der Fiskalpolitik gibt es deutliche Unterschiede. Während die haushaltspolitische Ausrichtung in den wichtigsten englischsprachigen Ländern eindeutig expansiv geworden ist, wurde die Nachfrage des öffentlichen Sektors im Euro-Raum durch die Höhe der laufenden Defizite und der Gesamtverschuldung stärker eingeschränkt. Im Jahr 2001 wurde zugelassen, dass automatische Stabilisatoren die Auswirkungen des Konjunkturabschwungs abfederten, doch im Jahr 2002 dürfte die Fiskalpolitik etwas restriktiver werden. Japan hat eine strikte Höchstgrenze für die Neuverschuldung am Anleihemarkt festgelegt. Zudem sind für das Fiskaljahr 2002 beträchtliche Ausgabenkürzungen, insbesondere im öffentlichen Bau, vorgesehen.

Unterschiedlich rasche Konjunkturerholung

Zweitens – und dies ist vielleicht der bedeutendste Faktor – haben die wichtigsten Industrieländer anscheinend sehr unterschiedliche Potenzialwachstumsraten. Vergleicht man die derzeitigen Produktionslücken, könnte die konjunkturelle Erholung in den USA entsprechend kräftiger ausfallen. Die Arbeitsproduktivität im Unternehmenssektor in den USA (ohne Landwirtschaft) ist während des Konjunkturabschwungs stabil geblieben. Von 1996 bis 2001 wuchs sie durchschnittlich um 2% jährlich (Grafik II.4). Zusammen mit einer rascheren Zunahme des Beschäftigungspotenzials als in anderen Industrieländern bedeutet dies eine vergleichsweise hohe gesamtwirtschaftliche Potenzialwachstumsrate, die dazu beitragen würde, dass auch weiterhin Steigerungen bei Unternehmensgewinnen und Reallöhnen möglich wären. In den anderen wichtigen Industrieländern fiel die Entwicklung dagegen schlechter aus. In Japan war das durchschnittliche Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahrzehnt sehr niedrig, und die Arbeitsproduktivität stieg in den letzten fünf Jahren jeweils nur um  $\frac{3}{4}$ % pro Jahr. In der Europäischen Union erhöhte sich die Arbeitsproduktivität in den letzten fünf Jahren um durchschnittlich  $1\frac{1}{4}$ % pro Jahr. Zudem begrenzen die Stagnation des Wachstums der Erwerbsbevölkerung sowie strukturelle Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten das Potenzialwachstum nach wie vor. Allerdings wurde durch Anreize, junge oder wenig qualifizierte Arbeitnehmer einzustellen, in einigen Ländern die strukturelle Arbeitslosigkeit reduziert. Frankreich beispielsweise kürzte die Sozialabgaben für wenig qualifizierte Arbeitnehmer, und andere europäische Länder förderten deren Einstellung durch eine erhöhte Arbeits-

Unterschiedliche Wirtschaftskraft

marktflexibilität. Es käme nicht überraschend, wenn solche Maßnahmen die Arbeitsproduktivität eine Zeitlang beeinträchtigten, auch wenn sie längerfristig das Potenzialwachstum steigern.

## Mittelfristige Aussichten

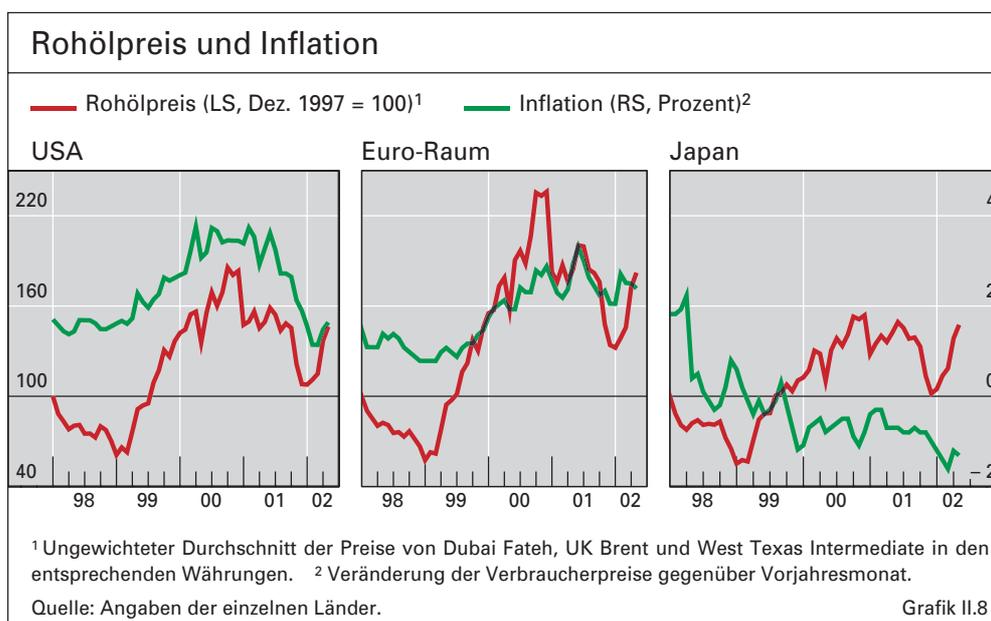
Über die nächsten Quartale hinaus dürfte die Stärke des gegenwärtigen weltweiten Konjunkturaufschwungs überwiegend von den Inflationsaussichten sowie den binnen- und außenwirtschaftlichen Finanzierungssalden abhängen.

### *Inflationsaussichten*

Als sich der weltwirtschaftliche Abschwung im Laufe des Jahres 2001 beschleunigte, ließ der Inflationsdruck in den meisten Ländern nach. Die Abschwächung bei der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate war jedoch vor allem auf niedrigere Rohstoffpreise zurückzuführen (Grafik II.8). Die Kerninflationsrate – d.h. ohne Lebensmittel- und Energiepreise – blieb vergleichsweise stabil und stieg im Euro-Raum sogar auf über 2%.

Die Kerninflationsrate verringerte sich in den USA deutlich von fast 4% Anfang 2001 auf nur noch 1% ein Jahr später. In Japan beschleunigte sich der anhaltende Rückgang der Verbraucherpreise in der zweiten Hälfte des Jahres 2001 leicht. Im Vereinigten Königreich verlangsamte sich der Verbraucherpreisanstieg vor allem dank fallender Hypothekenzinsen rasch. Ohne diesen Effekt verminderte sich die Inflation in geringerem Umfang und lag knapp unter dem Zielwert der Bank of England. In der Schweiz sorgte die Aufwertung der Währung dafür, dass die Verbraucherpreisinflation am Jahresende 2001 nahe bei null lag. Im Gegensatz dazu stiegen die Verbraucherpreise im Euro-Raum im ersten Halbjahr 2001 kräftig an. Die Ursachen hierfür waren höhere indirekte Steuern (in Deutschland und den Niederlanden), ein vorübergehender Anstieg der Lebensmittelpreise und die zeitverzögerte Wirkung der höheren Ölpreise

Weltweite Inflation  
wahrscheinlich  
weiterhin niedrig ...



sowie des niedrigeren Außenwerts der Währung. Im zweiten Halbjahr sank die Inflationsrate jedoch, wenngleich sie geringfügig oberhalb des offiziellen Zielbereichs des Eurosystems blieb.

Im Jahr 2002 dürfte die weltweite Inflationsrate niedrig bleiben, insbesondere angesichts der gegenwärtigen Schwäche an den Arbeitsmärkten. Der Preissetzungsspielraum der Unternehmen wird weiterhin überall durch die anhaltend hohen Überkapazitäten und den schärferen Wettbewerb an den internationalen Märkten begrenzt. Einige Inflationsrisiken bleiben jedoch bestehen. In den europäischen Ländern mit rigiden Arbeitsmärkten könnten die Arbeitnehmer angesichts der sich aufhellenden Wachstumsaussichten höhere Löhne und Gehälter anstreben. Die potenziellen Auswirkungen wären stärker, wenn die Gewerkschaften auch einen Ausgleich für in der Vergangenheit erlittene Reallohneinbuen forderten. Zudem könnte sich der in letzter Zeit beobachtete Anstieg der Energiepreise in einem instabilen politischen Umfeld fortsetzen. Wichtige Olproduzenten haben sich verpflichtet, ihre Formermengen anzupassen, um die Preise stabil zu halten. Ob dies allerdings ausreicht, um einen spürbaren Anstieg der Energiepreise zu verhindern, bleibt abzuwarten. Potenzieller Inflationsdruck dürfte auch dort vorhanden sein, wo die Gefahr eines Wechselkurseinbruchs besteht oder die Preise von Wohneigentum kräftig angestiegen sind.

Glücklicherweise hat sich das Risiko, dass ein derartiger Inflationsdruck die Preisstabilität mittelfristig gefährdet könnte, mit den jüngsten Änderungen des Inflationsverhaltens anscheinend verringert. Es gibt einige Hinweise darauf, dass die Inflationserwartungen infolge des beeindruckenden Rückgangs sowohl des Niveaus als auch der Volatilität der Inflation in den neunziger Jahren (Tabelle II.4) fester verankert sind. In dem veränderten Umfeld

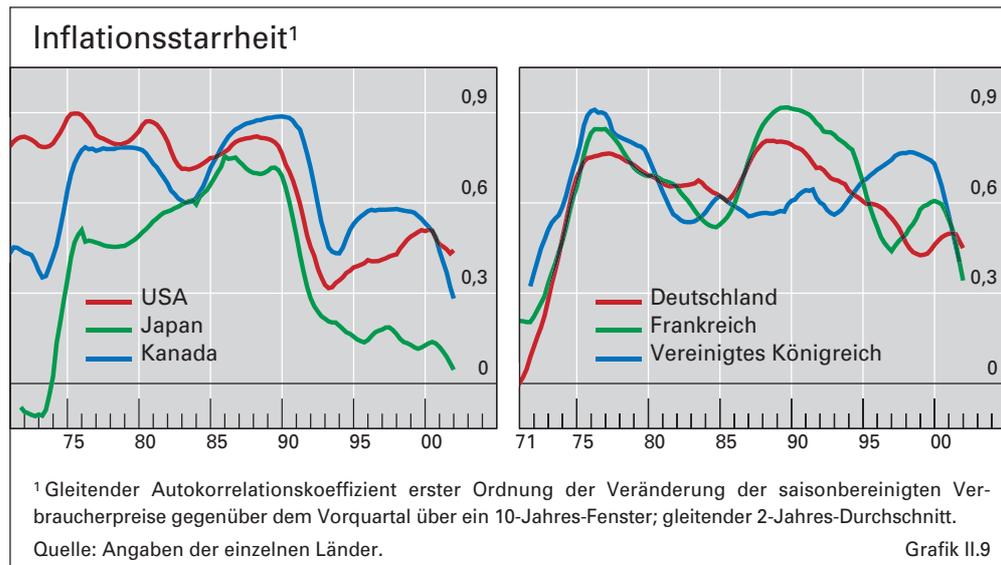
... als Reaktion auf langfristige Einflussfaktoren, trotz kurzfristiger Risiken

Inflationserwartungen fester verankert

Hauptmerkmale der Inflation in den fortgeschrittenen Industrieländern <sup>1</sup>					
	Zeitraum	Mittel	Streuung <sup>2</sup>	Variabilität <sup>3</sup>	Starrheit <sup>4</sup>
USA	1970–1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990–2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Europäische Länder <sup>5</sup>	1970–1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990–2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Japan	1970–1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990–2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Kanada	1970–1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990–2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australien	1970–1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990–2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Fortgeschrittene Industrieländer <sup>5</sup>	1970–1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990–2001	2,7	1,4	0,6	0,5

<sup>1</sup> Berechnet anhand der Veränderung der vierteljährlichen saisonbereinigten Verbraucherpreisindizes gegenüber Vorjahr in Prozent (kurzfristige Starrheit: Veränderung gegenüber Vorquartal). <sup>2</sup> Gemessen an der Standardabweichung. <sup>3</sup> Verhältnis der Standardabweichung zum arithmetischen Mittel. <sup>4</sup> Autokorrelationskoeffizient erster Ordnung der Veränderung gegenüber dem Vorquartal; niedrigere Werte in den neunziger Jahren zeigen auf, dass die kurzfristige Starrheit abgenommen hat. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.4



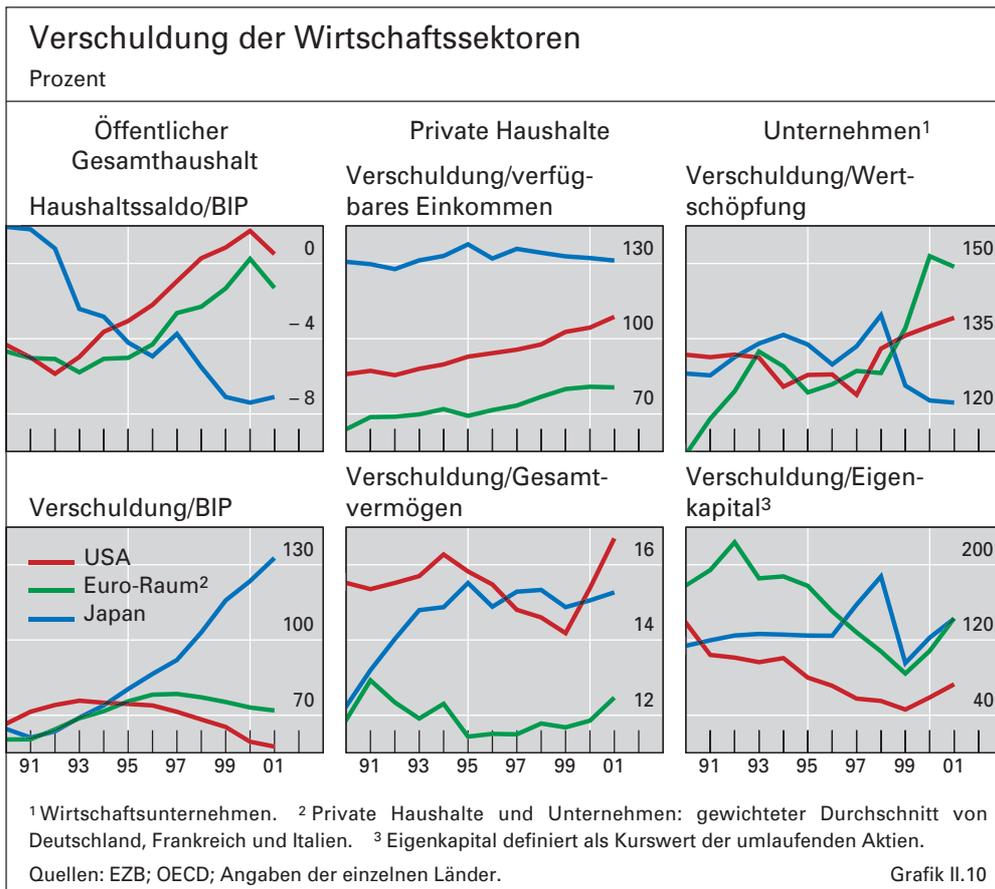
niedriger und stabiler Inflationsraten sind die Wirtschaftsakteure anscheinend zukunftsorientierter geworden und richten sich in ihren Inflationserwartungen stärker an der Geldpolitik als an historischen Inflationsraten aus (Kapitel IV). Insbesondere hat sich die kurzfristige Starrheit von Inflationsveränderungen im letzten Jahrzehnt deutlich vermindert (Grafik II.9). Bedingt durch diesen Wandel, der vor allem in Ländern mit einer Inflationszielstrategie häufig festzustellen ist, spielt heute die vergangene Inflation bei der Erklärung der aktuellen Inflationsrate eine geringere Rolle.

#### *Binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte*

Ein zweiter Faktor, der die mittelfristige Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung beeinflussen könnte, ist die Höhe der Verschuldung. Die Verschuldung des privaten Sektors nahm in den neunziger Jahren stark zu, und die Vermögenspositionen der Unternehmen und der privaten Haushalte verbesserten sich im Jahr 2001 nicht im gleichen Maße wie in früheren Abschwungphasen. Diese Entwicklung hat große Beachtung gefunden. Werden die hohen Schuldenstände eine grundlegende Neuordnung der Vermögensverhältnisse und schließlich auch drastische Ausgabenkürzungen erforderlich machen? Auf diese Frage gibt es keine einfache Antwort, zumal verschiedene Indikatoren unterschiedliche Schlussfolgerungen nahe legen (Grafik II.10).

Nettoersparnis der privaten Haushalte deutlich niedriger

Die Nettoersparnis (d.h. der Unterschied zwischen Ersparnis und Investition) hat sich wie folgt entwickelt: Bei den privaten Haushalten hat sie sich in den neunziger Jahren in den meisten Ländern deutlich reduziert (Grafik II.11). In Japan verringerten sich die Überschüsse beträchtlich, und in den USA kehrten sie sich in Defizite. In den USA veranlassten u.a. niedrigere Nominalzinsen und hohe Vermögenszuwächse die privaten Haushalte, steigende Ausgaben über eine zusätzliche Verschuldung zu finanzieren. Hierbei spielte die Entwicklung im Hypothekenkreditgeschäft eine besondere Rolle, die nicht nur Liquiditätsengpässe verringerte, sondern es den privaten Haushalten auch ermöglichte, den Anstieg der Kosten für den Schuldendienst zu begrenzen. Im



Jahr 2001 beispielsweise verringerten die privaten Haushalte ihre Zinszahlungen, indem sie andere Kreditformen durch Hypothekenkredite ersetzten, und verbesserten ihren Finanzierungssaldo damit sogar.

Die japanischen Wirtschaftsunternehmen verringerten ihre Investitionsausgaben und führten die in der Vergangenheit aufgebaute hohe Verschuldung mit Hilfe des wachsenden Ersparnisüberschusses weitgehend zurück. Im Gegensatz dazu sehen sich die Unternehmen im Euro-Raum mit einem wachsenden Ersparnisdefizit konfrontiert, das allerdings teilweise auf steuerliche Anreize zur Verringerung der einbehaltenen Gewinne zurückzuführen ist. Das Finanzierungsdefizit der US-Unternehmen, das sich im Laufe der neunziger Jahre ausgeweitet hatte, verringerte sich im letzten Jahr, da die Unternehmen ihre Investitionsausgaben kürzten und Lagerbestände abbauten. Dementsprechend ist das Verhältnis der Zinskosten zum Cash-flow bei ihnen heute wesentlich niedriger als unmittelbar vor der Rezession 1990/91.

Ein Blick auf die verschiedenen Schuldenindikatoren in den fortgeschrittenen Industrieländern zeigt, dass die Bruttoverschuldungsquoten sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen seit Mitte der neunziger Jahre allgemein zugenommen haben und heute höher sind als zu Beginn eines Konjunkturaufschwungs üblich. So übersteigen in den G7-Ländern die offenen Verbindlichkeiten das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte, was einem Anstieg um über 10 Prozentpunkte seit dem vorangegangenen Ab-schwung entspricht. Die Verschuldung der Wirtschaftsunternehmen in den

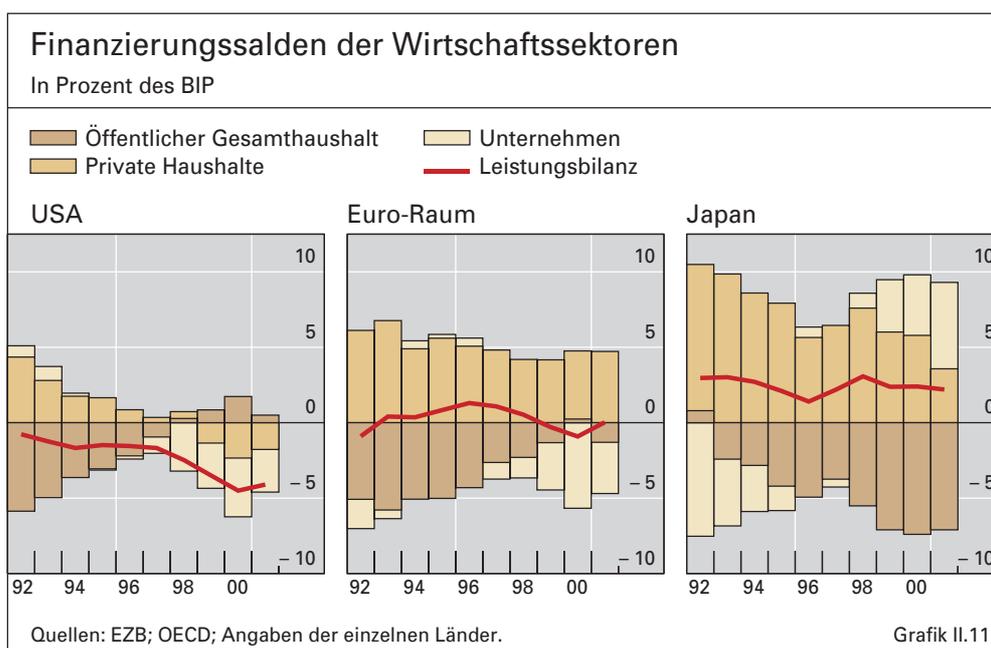
Hohe private Gesamtverschuldung ...

G7-Ländern erreichte im Jahr 2001 fast 90% gemessen am BIP, verglichen mit rund 80% vor zehn Jahren. Besorgniserregend ist insbesondere die Gesamtverschuldung der Unternehmen im Bereich der Hochtechnologie- und der Telekommunikationsausrüstung, die vor der Herausforderung stehen, in einem Umfeld überschüssiger Kapazitäten und fallender Preise ihre Bilanzen zu verbessern.

... aber moderat gemessen am gegenwärtigen Preisniveau von Vermögenswerten

Werden jedoch die Vermögensbewertungen berücksichtigt, ist die Verschuldung noch relativ moderat. Denn durch die in den gesamten neunziger Jahren steigenden Preise von Vermögenswerten hat sich das Nettovermögen der privaten Haushalte in den meisten G7-Ländern erhöht. Die Verschuldung entspricht heute nur 15% des Bruttovermögens der privaten Haushalte und ist damit prozentual ungefähr gleich hoch wie Anfang der neunziger Jahre. Außerdem hat sich bei den Unternehmen das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital im Laufe des letzten Jahrzehnts verringert. Allerdings ist der Verschuldungsgrad der Unternehmen in Japan 2001 infolge der rückläufigen Aktienkurse trotz äußerst umfangreicher Schuldentilgungen gestiegen.

Obwohl es keinen eindeutigen Indikator für eine „untragbare“ Verschuldung gibt, können Einschätzungen bezüglich der finanziellen Verhältnisse die künftigen Wachstumsaussichten sehr wohl beeinträchtigen. Erstens spiegelt ein beträchtlicher Teil der Verbesserung des Cashflows der Unternehmen im Jahr 2001 nur Lageranpassungen und Investitionskürzungen wider. Der Cashflow könnte sich erneut verschlechtern, wenn die Lageranpassung beendet ist oder die Investitionen noch vor einer Erholung der Unternehmensgewinne wieder erhöht werden. Zweitens hat sich die Kreditqualität in vielen Branchen generell verschlechtert. Den hoch verschuldeten Kreditnehmern aus dem europäischen Telekommunikationssektor, die sich weiter verschulden müssen, um den Aufbau notwendiger Infrastrukturen zu finanzieren, drohen höhere Risikoprämien. Drittens ist das gegenwärtige



Preisniveau bestimmter Vermögenswerte – das die private Verschuldung vergleichsweise moderat erscheinen lässt – möglicherweise überhöht.

Während einige Beobachter fürchten, dass die Preise für Wohneigentum wieder fallen könnten, argumentieren andere, dass der jüngste Preisanstieg durchaus im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten stehe. Von größerer Bedeutung ist, dass das Kurs/Gewinn-Verhältnis an den Aktienmärkten während des Konjunkturabschwungs vergleichsweise hoch geblieben ist (Kapitel VI). Sollten die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Unternehmensgewinne, auf denen das derzeitige Bewertungsniveau am Aktienmarkt basiert, enttäuscht werden, könnte dies gewisse Abwärtskorrekturen auslösen. In dieser Hinsicht sind insbesondere die langfristigen Aussichten für die Produktivitätsentwicklung von Bedeutung, die sich vor allem in den USA gebessert zu haben scheinen. Außerdem werden die Gewinnspannen durch den schärferen Wettbewerb auf den Gütermärkten weiterhin eingeengt, und schließlich dürfte ein Teil der Produktivitätssteigerungen den abhängig Beschäftigten zugute kommen. Deshalb wird es für die US-Unternehmen sogar bei einem weiterhin hohen Produktivitätswachstum und einer kräftigen Konjunkturerholung möglicherweise nicht leicht sein, ihren Anteil am Volkseinkommen wieder auf den 1996/97 erreichten Höchststand zu bringen.

Auch die jüngste Entwicklung im öffentlichen Sektor bietet Anlass zur Sorge. Trotz einiger Konsolidierungsfortschritte in den USA und in Europa ist die Verschuldung gemessen am BIP hoch geblieben. Dies lässt vermuten, dass die Regierungen noch nicht genug getan haben, um nach den Übersteigerungen der siebziger und achtziger Jahre ihren Handlungsspielraum zurückzugewinnen. Dieses Scheitern ist insofern besonders problematisch, als die Alterung der Bevölkerung mittelfristig für kräftig steigende Schuldenquoten sorgen wird. Ferner wurde im jüngsten Konjunkturabschwung eine Lockerung der Fiskalpolitik zugelassen, die künftig in gewissem Maße wieder umgekehrt werden muss. Der US-Haushaltsüberschuss hat sich schnell aufgelöst, als der Konjunkturabschwung einsetzte und beträchtliche Steuerensenkungen vorgenommen wurden. Auch die langfristigen Aussichten für den öffentlichen Haushalt haben sich verschlechtert und könnten sich infolge der Ereignisse vom 11. September weiter eintrüben. So ist im Haushalt vorgesehen, dass die Militärausgaben, deren Kürzung im Laufe des vergangenen Jahrzehnts wesentlich zur Konsolidierung der Haushaltslage in den USA beigetragen hatte, nunmehr wieder zunehmen.

Öffentlicher Sektor

Im Euro-Raum war der aggregierte öffentliche Haushalt im Jahr 2001 defizitär, obwohl das Produktionspotenzial nahezu ausgeschöpft wurde. In einigen Ländern näherte sich das öffentliche Defizit der Obergrenze von 3% des BIP, wodurch das Vertrauen in den Stabilitäts- und Wachstumspakt belastet wurde. In Japan ist die Haushaltslage besonders besorgniserregend. Angesichts der bereits hohen und weiter zunehmenden Verschuldung haben die Rating-Agenturen kürzlich die langfristigen öffentlichen Schuldtitel des Landes herabgestuft. Zudem könnte eine weitere erhebliche Zunahme der notleidenden Kredite die Glaubwürdigkeit der Finanzinstitute beeinträchtigen und außerdem eine öffentliche Finanzspritze für die Banken erfordern.

### Weiterhin außenwirtschaftliche Ungleichgewichte

Potenzielle Auswirkungen auf die Finanzmärkte und das künftige Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage haben schließlich auch die anhaltend großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die erheblichen Diskrepanzen in der weltweiten Leistungsbilanz wie auch deren jüngste Ausweitung werfen zwar Fragen bezüglich der genauen Größenordnungen dieser Ungleichgewichte auf (Tabelle II.5). Ungeachtet dessen bleiben aber die weltweiten Ungleichgewichte hoch, und es besteht sogar Grund zu der Annahme, dass sie heute ein größeres Problem darstellen als in der Vergangenheit.

US-Leistungsbilanzdefizit bei rund 4% des BIP

Die Aufmerksamkeit konzentriert sich auf die USA, die in den letzten Jahren die Hauptantriebskraft für die Weltwirtschaft waren und jetzt ein Leistungsbilanzdefizit von über \$ 400 Mrd. aufweisen. Das entspricht rund 4% des BIP der USA und fast 8% der Gesamtersparnis in der übrigen Welt. Außerdem hat sich die Nettoauslandsvermögensposition der USA in den letzten Jahren stetig verschlechtert; im Jahr 2000 wurden (zu Marktwerten gerechnet) Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 22% des BIP verzeichnet. Das ist etwa so viel wie in Kanada, das traditionell Kapital importiert, jedoch deutlich mehr als im Vereinigten Königreich (8%). Die Nettoauslandsposition der USA steht außerdem in krassem Gegensatz zu der Japans (24%) sowie der wichtigsten Länder des Euro-Raums (durchschnittlich 4%). Damit stellt sich natürlich die Frage, ob die weltweiten Kapitalanleger ihre Bestände an US-Vermögenswerten entsprechend dem steigenden Leistungsbilanzdefizit erhöhen möchten, was sich auf den Dollarkurs auswirken könnte (Kapitel V). Diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten, da die jüngsten Entwicklungen und die längerfristigen Einschätzungen widersprüchliche Signale aussenden.

Auf der positiven Seite ist erstens anzumerken, dass das US-Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr zurückgegangen ist. Im Vergleich zur Rezession der frühen neunziger Jahre mag der Rückgang enttäuschend klein erscheinen. Dieser Vergleich ergibt allerdings ein falsches Bild. Die Veränderung zwischen 1990 und 1991 (1½% des BIP) lässt sich größtenteils den

Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 <sup>1</sup>
	Mrd. US-Dollar					
USA	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Europäische Union	107	62	5	-28	29	30
Japan	97	119	115	119	89	110
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	9	-5	8	54	55	47
Aufstrebende Volkswirtschaften						
Asiens	20	115	107	92	99	78
Übrige Welt	-95	-164	-63	45	2	-43
Welt <sup>2</sup>	-2	-90	-152	-163	-143	-213

<sup>1</sup> IWF-Prognose. <sup>2</sup> Auf Fehler, Auslassungen und Asymmetrien in der Zahlungsbilanzstatistik zurückzuführen.  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.5

einmaligen Übertragungen im Zusammenhang mit dem Golfkrieg zuschreiben. Außerdem war der jüngste Konjunkturabschwung im Gegensatz zum Abschwung der frühen neunziger Jahre weltweit zu spüren. Daher verlangsamte sich das Wachstum von Exporten und Importen ungefähr im gleichen Maße, wodurch das US-Handelsbilanzdefizit verhältnismäßig hoch blieb.

Zweitens sind die Aussichten entscheidend vom relativen Produktivitätswachstum abhängig. Das Trendwachstum der Produktivität hat in den USA in den vergangenen Jahren spürbar zugenommen, und es wird erwartet, dass das Potenzialwachstum und die Eigenkapitalrendite weiterhin deutlich höher sein werden als in anderen Ländern. Auch für den Fall, dass die US-Wirtschaft vielleicht nicht rasch genug wächst, um einen weiteren Anstieg der Auslandsverschuldung gemessen am BIP zu verhindern, könnten die USA dennoch für ausländische Kapitalanleger attraktiv bleiben, wenn sich die günstigen Produktivitätsindikatoren auf längere Sicht bestätigen. Somit könnten langfristige Kapitalzuflüsse auch weiterhin ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit finanzieren, ohne dass es zu übermäßigem Druck auf den Außenwert der Währung und die Zinssätze käme.

Drittens lassen sich die jüngsten langfristigen Kapitalbewegungen ebenfalls als relativ ermutigend auslegen. Obwohl die USA den globalen Konjunkturabschwung anführten und trotz der Turbulenzen nach den Ereignissen vom 11. September übertrafen die langfristigen Kapitalzuflüsse in die USA weiterhin das Leistungsbilanzdefizit. Allerdings gingen die Nettozuflüsse von Direktinvestitionen und die Auslandskäufe von US-Aktien deutlich zurück, während die Auslandskäufe von US-Anleihen, insbesondere von Titeln staatlich unterstützter Körperschaften sowie von Unternehmen, zunahmen (Tabelle II.6). Letzteres hat zwar den Druck auf die US-Unternehmen, ihren Cashflow zu verbessern, verringert und beträchtlich zur Stabilität des Wohnbausektors beigetragen, doch erhöht sich mit der Umschichtung von der Eigenkapital- zur Fremdkapitalfinanzierung die künftige Schuldendienstbelastung.

Besorgniserregender ist dagegen erstens, dass die US-Ersparnis während des Investitionsbooms der späten neunziger Jahre nicht angestiegen

Zahlungsbilanz in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen									
	USA			Euro-Raum			Japan		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Mrd. US-Dollar									
Leistungsbilanz	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Güter	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Dienstleistungen	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Erträge	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Übertragungen	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Langfristige Nettokapitalströme	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Direktinvestitionen	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Aktien	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Anleihen	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Quellen: EZB; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.6

ist. Vielmehr sank die inländische Sparquote von 1998 bis 2001 um nahezu 3 Prozentpunkte gemessen am BIP, weil ein steiler Rückgang der Ersparnis der privaten Haushalte die Verbesserung der staatlichen Ersparnis zunichte machte. Eine Rolle gespielt haben dürfte allerdings auch, dass in anderen wichtigen Regionen die Investitionen im Vergleich zur Ersparnis weiterhin schwach waren. Auf diese Weise hat sich das US-Außenhandelsdefizit vergrößert und dürfte sich noch mehr ausweiten, wenn die USA ihren Wachstumsvorsprung gegenüber Europa und Japan behalten.

Trendmäßiger Rückgang in der Handels- und Kapitalertragsbilanz der USA

Beunruhigend ist zweitens auch die anhaltende Verschlechterung der US-Kapitalertragsbilanz. Obwohl weltweit niedrigere Zinsen den Schuldendienst im letzten Jahr entlasteten, weitete sich das Defizit in der Kapitalertragsbilanz aufgrund geringerer Gewinntransfers von US-Unternehmensbesitz im Ausland aus. In der Vergangenheit leisteten Nettoerträge aus Direktinvestitionen einen positiven Beitrag zur US-Leistungsbilanz. Es ist jedoch fraglich, ob dieser Trend anhalten wird. Ende 2000 war der Marktwert der US-Direktinvestitionen im Ausland bereits niedriger als der ausländischer Direktinvestitionen in den USA. Sollte sich zudem die relative Eigenkapitalrendite weiterhin zugunsten von Investitionen in den USA entwickeln, wird es für ausländische Unternehmen in US-Besitz zunehmend schwieriger werden, höhere Gewinne zu erzielen als die US-Unternehmen in ausländischer Hand. Die Aussichten für die Entwicklung der Nettozinszahlungen sind ebenso besorgniserregend. Aufgrund des kontinuierlichen Anstiegs der Nettoauslandsverbindlichkeiten sind die USA den Schwankungen des weltweiten Zinsniveaus und der Stimmung an den Finanzmärkten immer stärker ausgesetzt.

Zunehmende US-Auslandsverbindlichkeiten durch Leistungsbilanzüberschüsse in der übrigen Welt finanziert?

Auf längere Sicht ist außerdem die Frage relevant, ob zur Deckung der wachsenden US-Auslandsverbindlichkeiten ohne weiteres höhere Leistungsbilanzüberschüsse in der übrigen Welt zur Verfügung stehen werden. Sind diese Überschüsse, die sich aus der Saldenmechanik der globalen Bilanz ergeben, wohl mit dem künftig zu erwartenden Spar- und Investitionsverhalten in den Ländern außerhalb der USA in Einklang zu bringen? In dieser Hinsicht befindet sich der Euro-Raum gegenwärtig nahezu im Gleichgewicht, da ein geringfügiger Ersparnisüberschuss des privaten Sektors mehr oder weniger durch ein Ersparnisdefizit des öffentlichen Sektors ausgeglichen wird. Nach den derzeitigen Prognosen dürfte sich an dieser Situation in absehbarer Zeit nichts ändern.

Der japanische Leistungsbilanzüberschuss ist nach wie vor beträchtlich, und Japan ist die wichtigste Finanzierungsquelle für das US-Leistungsbilanzdefizit. Dahinter verbirgt sich in erster Linie ein großer Finanzierungsüberschuss des Unternehmenssektors, der noch weiter gewachsen ist, da die Unternehmen angesichts der nicht tragfähigen Verschuldung und der Überkapazitäten ihre Ersparnisbildung erhöht und die Investitionsausgaben reduziert haben (Grafik II.11). Mittelfristig dürfte Japan allerdings als Produktionsstandort allmählich an Attraktivität verlieren, da der Alterungsprozess der Bevölkerung hier relativ weit fortgeschritten ist. Das Land wird dann zunehmend auf repatriierte Erträge ausländischer Unternehmen in japanischer Hand und ausländischer Finanzaktiva japanischer Institute angewiesen sein.

Was die Gruppe der aufstrebenden Regionen betrifft, die gegenwärtig einen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen, dürften die Volkswirtschaften im

Übergang zunehmend Investitionen aus dem Ausland anziehen können, wenn es ihnen gelingt, bessere Führungs- und Überwachungsmechanismen einzuführen und ihren Kapitalstock weiter zu modernisieren. Dann werden sie wahrscheinlich nicht mehr als Finanzierungsquelle zur Verfügung stehen, sondern selbst Finanzierungsbedarf aufweisen. Der Nahe Osten ist vor allem von den Ölpreisen abhängig, doch die wachsende Bevölkerung einiger wichtiger Ölförderländer dürfte auf lange Sicht die Leistungsbilanzüberschüsse belasten. Asien, das sich in den vergangenen Jahren zu einer wichtigen Finanzierungsquelle des US-Defizits entwickelt hat, wird eine Schlüsselrolle zukommen. Wie im nächsten Kapitel erörtert, sanken die Investitionsquoten nach der Krise im Jahr 1997 drastisch, und angesichts der weiterhin hohen Sparquoten haben sich in der Region sehr große Leistungsbilanzüberschüsse aufgebaut. Obwohl vor der Krise vermutlich gewisse Überkapazitäten vorhanden waren, dürften sich die Investitionen auf mittlere Sicht eher erholen als weiter zurückgehen. Investitionsmöglichkeiten, die durch den Beitritt Chinas zur WTO entstehen, können dieser Entwicklung nur dienlich sein. Falls die Sparquoten hoch bleiben und die asiatischen Länder den Export weiterhin als Hauptantrieb des Wirtschaftswachstums fördern, könnte die Region durchaus eine wichtige Finanzierungsquelle des US-Defizits bleiben.

Eine stärkere Ausrichtung auf die Binnennachfrage in den asiatischen Volkswirtschaften könnte allerdings eine Verschiebung des Anlageschwerpunkts von ausländischen zu inländischen Vermögenswerten und damit einen Anstieg der Potenzialwachstumsraten mit sich bringen. Ebenso könnten sich mit dem Abbau der strukturellen Rigiditäten in Europa die Unternehmensinvestitionen sowie das langfristige Wachstum steigern. Ein rascheres Wachstum der Binnennachfrage und vermehrte Investitionen außerhalb der USA würden sowohl die Nettokapitalströme in die USA reduzieren als auch eine stetige Verringerung ihres Leistungsbilanzdefizits erlauben, ohne dass das Wachstum der Weltwirtschaft oder die Finanzstabilität in Gefahr gerieten.

## III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

### Schwerpunkte

In fast allen aufstrebenden Volkswirtschaften war das Wirtschaftswachstum 2001 rückläufig. Dies war auf den Abschwung in den Industrieländern, den damit einhergehenden Rückgang im Welthandel, volatile Finanzierungsbedingungen und niedrigere Rohstoffpreise zurückzuführen (Tabelle III.1). Trotz allgemeiner Lockerungen der Geld- und Fiskalpolitik konnten die fehlenden außenwirtschaftlichen Impulse nur teilweise durch ein Wachstum der Inlandsnachfrage aufgefangen werden. In Lateinamerika war die Abschwächung ausgeprägt, nicht zuletzt wegen der Unsicherheiten in Zusammenhang mit der Argentinien-Krise. Ostasien bekam die stark rückläufige weltweite Nachfrage nach Elektronikzeugnissen zu spüren, der Nahe Osten die niedrigeren Erdölpreise. Das Wirtschaftswachstum in Afrika dagegen beschleunigte sich. Die Inflation ging in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften zurück, stieg jedoch in Ländern, deren Währung im vergangenen Jahr stärker abwertete. Leistungsbilanzungleichgewichte gingen allgemein zurück.

Die privaten Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften nahmen 2001 leicht zu, blieben aber insgesamt auf niedrigem Niveau. Für die Zunahme waren im Wesentlichen ausländische Direktinvestitionen verantwortlich, die nach wie vor in die größeren Länder flossen. Die Kreditvergabe der Banken ging generell weiter zurück, drehte jedoch gegen Ende 2001 in mehreren Ländern ins Positive. Die Aktienkapitalströme waren von allgemeinen Unsicherheiten an den Finanzmärkten, Abflüssen von Mitteln aus den Krisenländern Argentinien und Türkei sowie dem globalen Schock des 11. September betroffen. Die Anleihekaptalflüsse blieben stabil, wenngleich die Anleger zunehmend zwischen den erfolgreichereren und den von Krisen betroffenen Volkswirtschaften differenzierten.

Ende 2001 und Anfang 2002 begannen die Wachstumsindikatoren in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wieder aufwärts zu zeigen. Insbesondere haben die sich häufenden Anzeichen für einen Konjunkturaufschwung in den USA dazu geführt, dass die Wachstumsprognosen für die asiatischen Länder mit stark auf Hochtechnologieprodukte ausgerichteten Exportbranchen deutlich nach oben revidiert wurden. Auch die Rohstoffpreise erholten sich. In mehreren Ländern Lateinamerikas allerdings sorgten politische Unsicherheiten für Unruhe an den Finanzmärkten.

### Internationale Verflechtungen und binnenwirtschaftliche Entwicklungen

Der nach zwei Jahren gleichlaufenden Wirtschaftswachstums in den Industrieländern und in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2001 gleichzeitig

einsetzende Konjunkturabschwung (Grafik III.1) unterstreicht die Bedeutung der internationalen wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen. Die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit entwickelt sich in den Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend parallel. Teilweise ist dies Zufall, da der Abschwung in den Industrieländern in den frühen neunziger

Wachstumsverflechtungen in den letzten Jahren stärker

Wachstum und Leistungsbilanz								
	Reales BIP <sup>1</sup>				Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>			
	Durchschnitt 1994–99	2000	2001	2002	Durchschnitt 1994–99	2000	2001	2002
Asien <sup>3</sup>	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
China	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hongkong SVR	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
Indien	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Korea	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapur	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwan, China	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Indonesien	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malaysia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Philippinen	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Thailand	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
Lateinamerika <sup>3</sup>	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentinien	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brasilien	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Chile	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Kolumbien	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
Mexiko	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Peru	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Mitteleuropa <sup>4</sup>	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Polen	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
Tschechische Republik	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Ungarn	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Russland	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Türkei	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israel	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Saudi-Arabien	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
Afrika	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
CFA-Zone	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
Südafrika	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
<i>Nachrichtlich: G7-Länder</i>	<i>2,8</i>	<i>3,6</i>	<i>1,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,0</i>

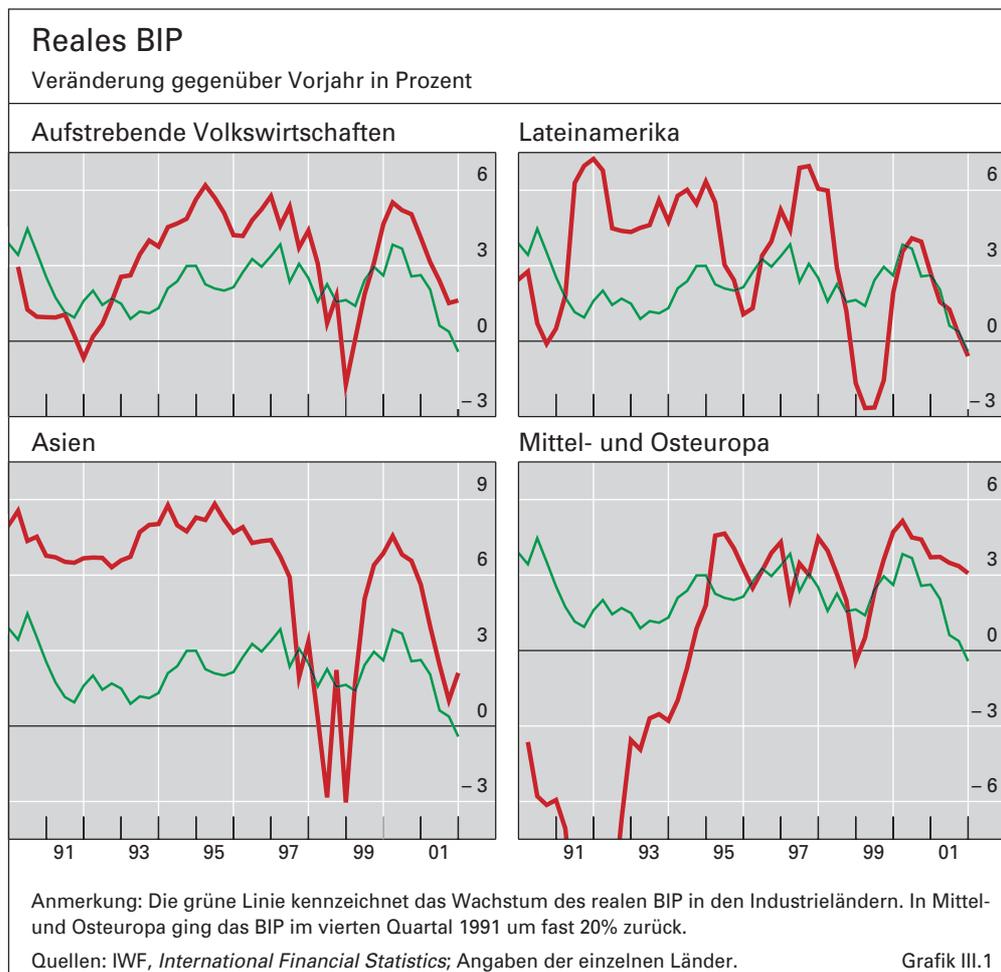
Anmerkung: Die Zahlen für 2002 basieren auf im Mai 2002 veröffentlichten Prognosemittelwerten aus Expertenbefragungen und auf dem *World Economic Outlook*.

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>2</sup> In Prozent des BIP. <sup>3</sup> Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995. <sup>4</sup> Durchschnitt von Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, der Slowakei, Slowenien, der Tschechischen Republik und Ungarn.

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

Jahren nicht synchron verlief (Kapitel II) und sich daher die konjunkturellen Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften verwischten. Seit Mitte der neunziger Jahre jedoch haben sich alle drei wichtigen aufstrebenden Wirtschaftsregionen in ihrem Konjunkturverlauf anscheinend stärker an die Industrieländer angeglichen. Besonders deutlich ist dies in Mittel- und Osteuropa sichtbar, wo die Korrelationen stärker und die Abstände im Konjunkturzyklus geringer geworden sind. Dies ist das Ergebnis des durchgreifenden Wandels und der Integration mit Westeuropa nach dem Beginn des Übergangs zu einem marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystem 1990.

Einfache Regressionsanalysen für die 20 größten aufstrebenden Volkswirtschaften zeigen auf, dass ein Anstieg des realen BIP-Wachstums um 1 Prozentpunkt in den USA, der Europäischen Union und Japan das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften um  $\frac{1}{3}$  Prozentpunkt anhebt. Zudem steigert offenbar ein Rückgang des LIBOR um 1 Prozentpunkt das Wachstum in den 20 größten aufstrebenden Volkswirtschaften um knapp  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt. Die Wachstumsraten der Industrieproduktion in den fortgeschrittenen und den aufstrebenden Volkswirtschaften korrelieren – insbesondere zwischen Asien und den USA und Japan bzw. zwischen Mittel- und Osteuropa und der Europäischen Union – noch stärker (Elastizität von fast 0,75).



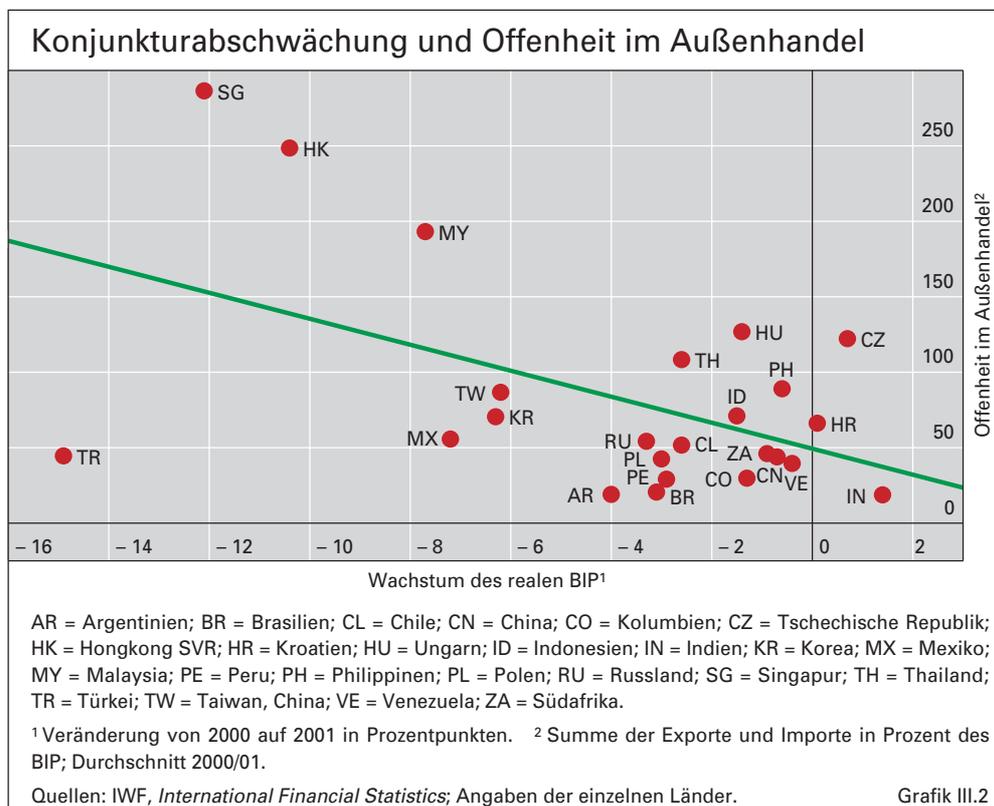
### Wirtschaftswachstum und Handelsverflechtungen

Aufgrund der konjunkturellen Abschwächung in den Industrieländern war der Welthandel im letzten Jahr – nach einer Zunahme um über 12% im Jahr 2000 – rückläufig. Infolgedessen sank die reale Wirtschaftsleistung in den offensten der aufstrebenden Volkswirtschaften erheblich, in Singapur, der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China (im Folgenden Hongkong genannt) und Malaysia sogar um 8–12 Prozentpunkte (Grafik III.2). Mexiko betreibt ebenfalls lebhaften Handel mit den Industrieländern. Nach einem bemerkenswert hohen Wachstum von 7% im Jahr 2000 ging das reale BIP 2001 um 0,3% zurück, und zwar in erster Linie wegen der gesunkenen Importnachfrage in den USA. Aus demselben Grund verzeichneten auch Korea und Taiwan, China (im Folgenden Taiwan genannt), einen Einbruch des Wirtschaftswachstums. Im Gegensatz dazu blieb das Wachstum in den stärker geschlossenen Volkswirtschaften Indien und China relativ hoch. Es wurde im Wesentlichen von inländischen Faktoren getragen. Diese spielten auch in Brasilien, Indonesien und Polen eine wichtige Rolle (s. weiter unten).

Unterschiedliche Abschwächung je nach Offenheit im Außenhandel ...

Die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften wurde im letzten Jahr erheblich von der Richtung und der Zusammensetzung des Außenhandels beeinflusst. Die Volkswirtschaften in Asien und mehreren lateinamerikanischen Ländern, die starke Handelsbeziehungen zu den USA unterhalten (Tabelle III.2), verzeichneten einen ungewöhnlich starken Rückgang des Wachstums und der Exportnachfrage. Die mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften wickeln ihren Außenhandel vorwiegend mit dem Euro-Raum ab, dessen Importe sich

... und je nach Abhängigkeit vom US-Markt



Wichtige Exportmärkte und -erzeugnisse <sup>1</sup>					
	Asien <sup>2</sup>	Latein- amerika <sup>3</sup>	Mittel- und Osteuropa <sup>4</sup>	Afrika und Naher Osten <sup>5</sup>	Aufstrebende Volkswirt- schaften insgesamt
<b>Exportmärkte<sup>6</sup></b>					
USA	21	39	4	16	20
Japan	13	4	1	4	6
Euro-Raum	16	16	60	44	34
Intraregional	31	17	16	3	17
Sonstige	19	24	19	33	24
<b>Erzeugnisse<sup>7</sup></b>					
Nahrungsmittel	8	24	8	14	14
Landwirtschaft	2	4	3	3	3
Brennstoffe	5	21	8	38	18
Metalle	2	15	5	5	7
Industriegüter	82	36	74	39	58
Hochtechnologie	40	18	17	6	20

<sup>1</sup> In Prozent der Gesamtexporte; Ländergruppen: ungewichteter Durchschnitt. <sup>2</sup> China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>3</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>4</sup> Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. <sup>5</sup> Ägypten, Algerien, Israel, Kenia, Marokko, Nigeria, Saudi-Arabien, Südafrika, Tunesien. <sup>6</sup> 2000. <sup>7</sup> 1999.

Quellen: IWF, *Direction of Trade*; Weltbank. Tabelle III.2

weniger abschwächten. Daher blieben Industrieproduktion und Exporte in diesen Ländern verhältnismäßig stabil (Grafik III.3).

Auch Branchen-  
struktur des  
Außenhandels von  
Bedeutung

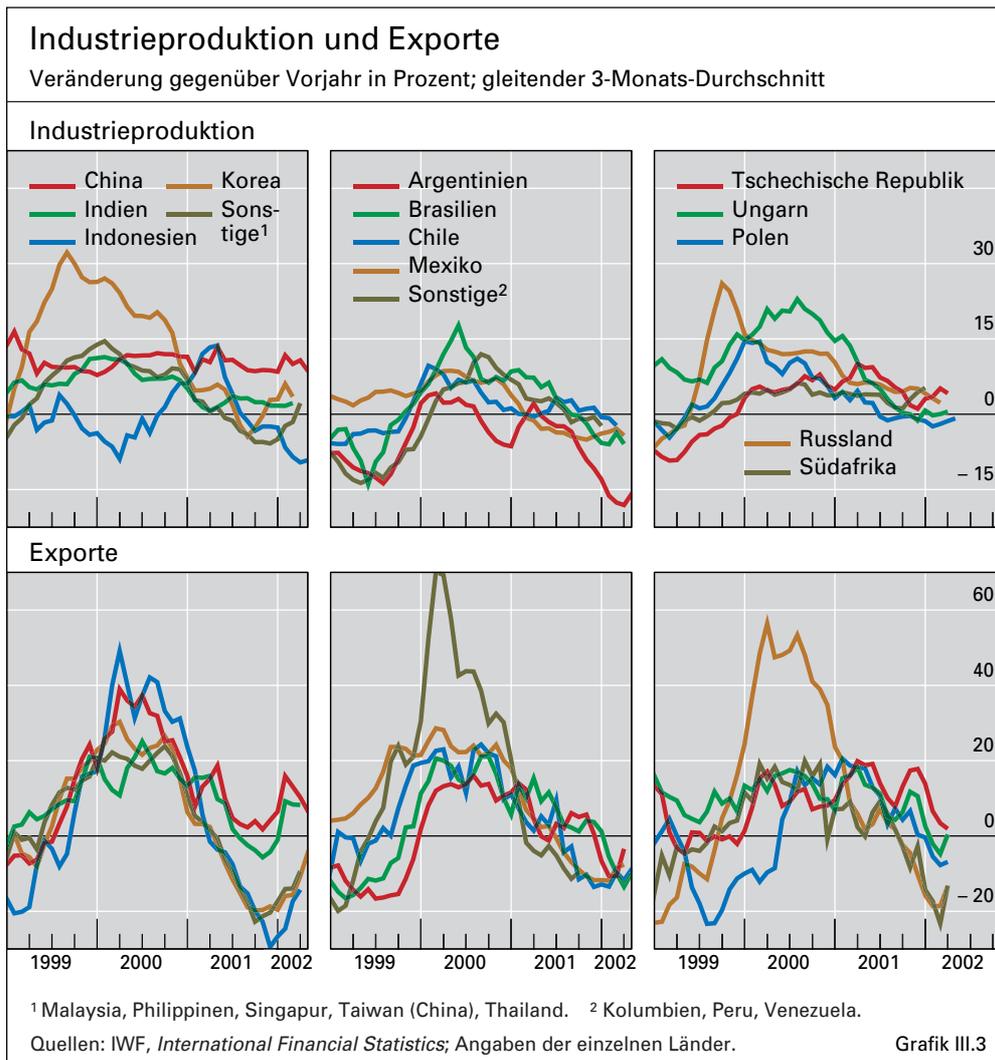
Die Abschwächung des Wachstums in Asien war hauptsächlich auf die viel geringere globale Nachfrage nach Hochtechnologieprodukten zurückzuführen, die 40% der Industrieexporte der Region ausmachen. Da die Einkommenselastizität der Exporte in Asien schätzungsweise mehr als doppelt so hoch ist wie in den Rohstoffe exportierenden Ländern in Lateinamerika und Afrika, bremste die rückläufige Importnachfrage in den Industrieländern die Exporte der asiatischen Länder stärker. So fielen die Exporte Indonesiens, Koreas, Malaysias, der Philippinen und Thailands 2001 auf Dollarbasis zusammen genommen um 11%, nachdem sie 2000 noch um 19% gestiegen waren. Die Exporte Mittel- und Osteuropas (insbesondere Anlagen und Ausrüstung) wurden durch die Schwäche der Nachfrage nach Hochtechnologieerzeugnissen weit weniger beeinträchtigt.

Einnahmen aus  
dem Tourismus  
stark beeinträchtigt

Auch der Tourismus verzeichnete 2001 größere Einbrüche, vor allem nach den Terroranschlägen vom 11. September. Besonders betroffen waren die Karibik, die afrikanischen Länder mit einem stärker entwickelten Tourismussektor wie z.B. Marokko, Tunesien, Ägypten und Kenia sowie viele asiatische Reiseziele.

Rohstoffpreise  
niedriger ...

Durch den globalen Konjunkturrückgang sanken auch die Rohstoffpreise. Auf Dollarbasis ging der durchschnittliche Wert der Rohstoffexporte (ohne Erdöl) der aufstrebenden Volkswirtschaften 2001 um etwa 9% zurück. Am stärksten brach die Nachfrage nach Metallen ein, was die Exporteinnahmen in Chile, Russland, Sambia und Südafrika verringerte. Der Export von Agrarerzeugnissen dagegen stieg trotz niedrigerer Preise weiter an. Die



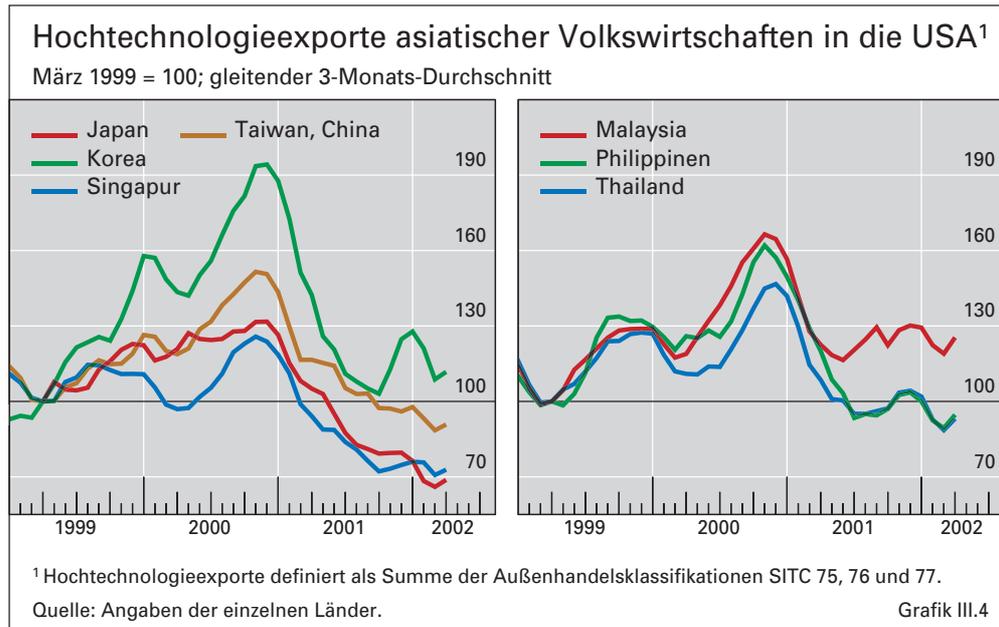
Preisrückgänge trafen die Exporteure in Afrika besonders hart, bei denen oft ein großer Teil der Exporteinnahmen auf Rohstoffe (ohne Erdöl) entfällt, vor allem auf Kaffee und Baumwolle. Dagegen leisteten gesunkene Importpreise für Erdöl in einigen afrikanischen Ländern einen positiven Beitrag, und in anderen förderten günstige Wetterbedingungen die landwirtschaftliche Produktion. Außerdem wickelt Afrika seinen Außenhandel überwiegend mit Europa ab, wo die Nachfrage stabiler war. So stieg das Wirtschaftswachstum in Afrika im letzten Jahr auf 3¾% und lag damit fast einen Prozentpunkt höher als 2000.

Der Rückgang der Erdölpreise um nahezu 15% und eine leichte Abschwächung der globalen Erdölnachfrage verringerten die Exporteinnahmen der Erdöl exportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften. Infolgedessen ging deren Leistungsbilanzüberschuss 2001 auf \$ 56 Mrd. (2000: \$ 100 Mrd.) zurück. In Saudi-Arabien, dem Land mit den größten Erdölexporten, sank das BIP-Wachstum von 4½% im Jahr 2000 auf 2% im letzten Jahr.

Ende 2001 begannen sich einige der konjunkturdämpfenden Einflüsse ins Gegenteil umzukehren. In Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand stiegen die Exporte von Hochtechnologieprodukten und in geringerem Maße auch von Komponenten (Grafik III.4). Allerdings deuten aktuellere Daten sowie

... aber Wirtschaftswachstum in Afrika beschleunigt

Anzeichen für eine moderate Erholung ...



rückläufige Preise für Halbleiter und Mikrochips darauf hin, dass die Erholung der asiatischen Exporte im ersten Halbjahr 2002 moderater ausfallen könnte als in früheren Aufschwungphasen.

... aber Aussichten für Lateinamerika unsicherer

Die Aussichten für die lateinamerikanischen Volkswirtschaften sind weniger eindeutig, und zwar hauptsächlich wegen externer Ungleichgewichte und der unsicheren politischen Lage in einer Reihe von Ländern. Höhere Preise für Rohstoffe (ohne Erdöl) sollten das Wirtschaftswachstum der Rohstoffe exportierenden Länder Lateinamerikas und Afrikas stützen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung waren die Aussichten für die Rohölförderung und die Rohölpreise jedoch angesichts der sich wandelnden politischen und wirtschaftlichen Umstände sehr unsicher.

#### *Inländische Faktoren*

Die Abschwächung des Welthandels war der Bremsklotz für die Entwicklung in den oben angeführten offeneren Volkswirtschaften. Das Wirtschaftswachstum insgesamt und die Veränderungen in den Leistungsbilanzen wurden jedoch auch von Art und Ausmaß der binnenwirtschaftlichen Anpassung an die außenwirtschaftlichen Schocks sowie von einigen Sonderfaktoren beeinflusst.

In Asien expansive Wirtschaftspolitik und Importverringering

Mehrere asiatische Länder, die von dem Rückgang der Auslandsnachfrage betroffen waren – Korea, Malaysia und Thailand –, wie auch die stärker geschlossenen Volkswirtschaften China und Indien ergriffen expansive binnenwirtschaftliche Maßnahmen, um den privaten Verbrauch, den Wohnbau oder die öffentlichen Investitionen zu beleben. Die fiskalpolitischen Maßnahmen sowie eine rückläufige Ersparnisbildung der privaten Haushalte ließen die Gesamtersparnis in diesen Ländern sinken. Andere asiatische Volkswirtschaften – Singapur, Taiwan und in geringerem Maße auch Hongkong – passten sich an die schwächere Exportnachfrage hauptsächlich durch geringere importintensive Investitionen und reduzierte Lagerbestände an.

Dadurch wurden die negativen Auswirkungen der rückläufigen Exporte auf die Leistungsbilanz erheblich gemildert. Trotzdem sanken in Asien im letzten Jahr die Ersparnisüberschüsse (die seit dem drastischen Rückgang der Investitionsausgaben infolge der Asien-Krise 1997/98 bestehen) wie auch die damit verbundenen Leistungsbilanzüberschüsse.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb Asiens war die Art der Anpassung an externe Schocks jeweils unterschiedlich. Einige der Erdöl exportierenden Länder (Mexiko, Saudi-Arabien) reagierten auf die gesunkenen Exporteinnahmen mit der Kürzung der öffentlichen Ausgaben. Andere – z.B. Russland und Venezuela – dämpften die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung, indem sie einen Teil ihrer aus dem Erdölexport stammenden Überschüsse zur Stärkung der Inlandsnachfrage einsetzten. Auch innerhalb von Lateinamerika waren die Reaktionen und Anpassungsmuster unterschiedlich. In Argentinien, Mexiko und Peru gingen die Investitionen erheblich zurück; in Brasilien, Chile und Kolumbien dagegen blieben sie vergleichsweise stabil bzw. stiegen leicht an. Da sich die Ersparnisbildung in diesen drei Ländern verringerte, erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit.

In anderen Regionen unterschiedliche Anpassungsmuster

In einigen großen Volkswirtschaften wurde die Wirtschaftsleistung außerdem durch inländische Sonderfaktoren beeinflusst. In Indonesien war das reale BIP-Wachstum mit knapp über 3% wesentlich langsamer als vor der Krise. Neben niedrigeren Preisen für Erdöl und andere Rohstoffe wurde es durch politische Unsicherheiten und soziale Spannungen in mehreren Provinzen gebremst. Ein prognostiziertes Wachstum von gut 3% für das Jahr 2002 dürfte nicht ausreichen, um eine Zunahme der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Überdies behindern nach wie vor komplexe Probleme in der Gesetzgebung und Rechtsprechung den Fortschritt bei der Sanierung von Banken und Unternehmen.

In Indonesien politische und soziale Spannungen

Die Wirtschaft Russlands wuchs langsamer als im Jahr 2000, aber dennoch schneller als erwartet. Die Hauptursachen des jüngsten Konjunkturabschwungs waren offenbar die geringere Auslandsnachfrage und die Spätfolgen der realen Aufwertung der Währung. Dagegen blieb die Inlandsnachfrage dynamisch; privater Verbrauch und Investitionen reagierten positiv auf die anhaltenden Reformfortschritte. Die Entwicklung der öffentlichen Haushalte war weiterhin solide, und der Leistungsbilanzüberschuss blieb ebenfalls hoch (11% des BIP).

In Russland größere Reformfortschritte

In Brasilien führte eine Energiekrise zu Stromrationierungen und sorgte zusammen mit schwächeren Terms of Trade und schärferen Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung dafür, dass das BIP-Wachstum 2001 auf 1½% zurückging. Während sich das Leistungsbilanzdefizit leicht ausweitete (auf 4½% des BIP), verzeichnete die Handelsbilanz erstmals seit 1994 einen Überschuss. Zudem stieg der Zufluss von Direktinvestitionen auf \$ 19 Mrd. an. Trotzdem bleibt Brasilien aufgrund seines hohen (wenn auch tendenziell rückläufigen) Bedarfs an Auslandsfinanzierung einem volatilen internationalen Umfeld ausgesetzt.

Brasilien betroffen von Energiekrise und Spillover aus Argentinien

Binnenwirtschaftliche Entwicklungen führten auch in Polen zu einer Wachstumsabschwächung. Das reale BIP stieg 2001 nur um 1%. Die Hauptursache für diese Schwäche lag bei den Investitionen, die – zum Teil aufgrund

In Polen schwache Inlandsnachfrage

hoher Realzinsen und eines anhaltend starken Zloty – um rund 10% fielen. Der private Verbrauch wurde durch die steigende Arbeitslosigkeit beeinträchtigt, und die anhaltende Haushaltskonsolidierung bremste den öffentlichen Konsum. Im ersten Quartal 2002 blieb das Wirtschaftswachstum schwach.

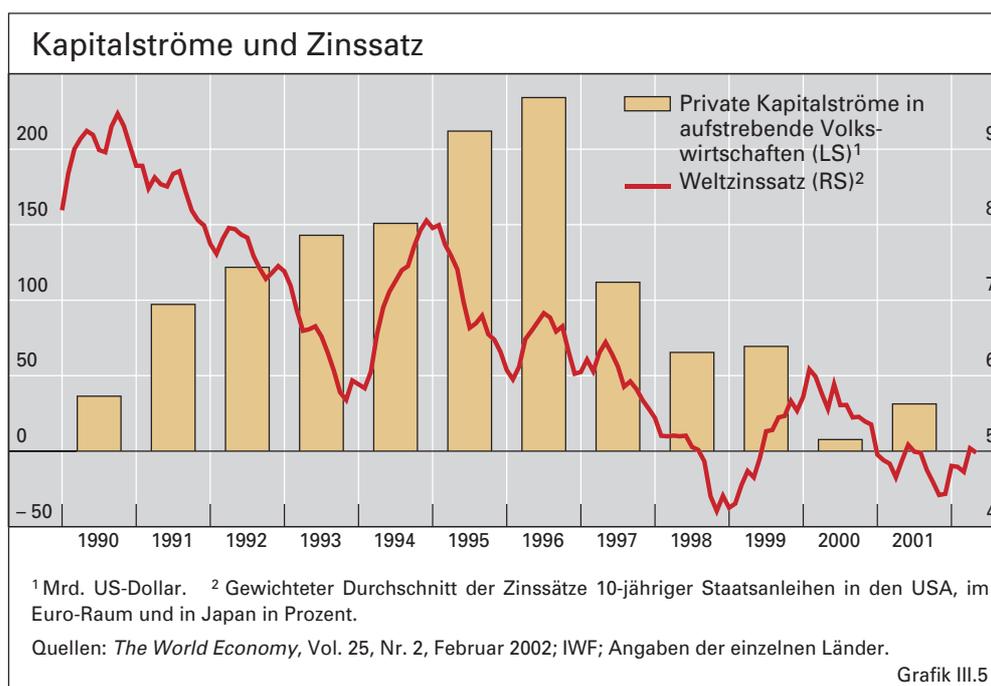
### Finanzmarktverflechtungen und Kapitalströme

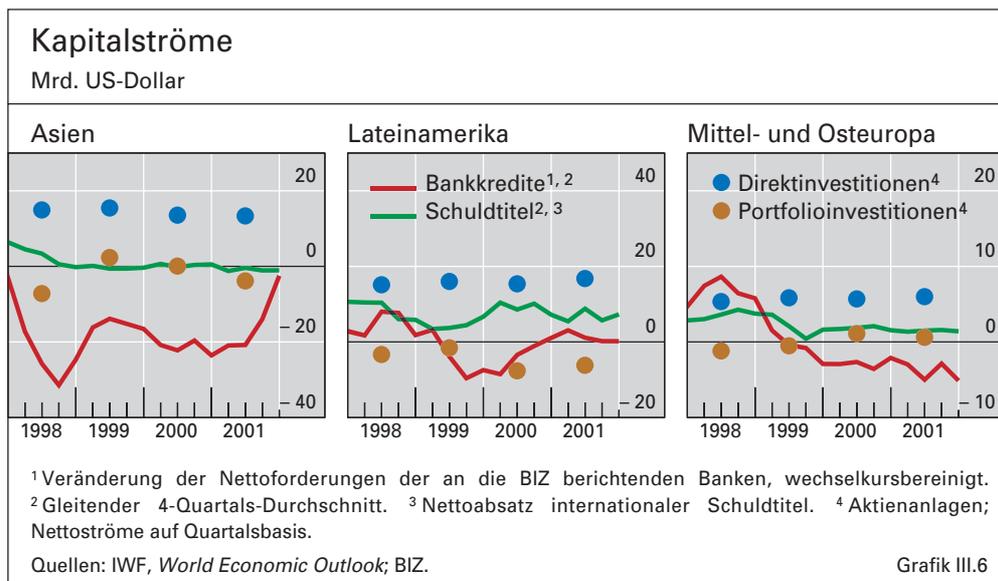
Relativ beständige Kapitalströme

Änderungen des internationalen Zinsniveaus hatten schon immer einen erheblichen Einfluss auf die Kapitalströme, wobei die aufstrebenden Volkswirtschaften in Jahren sinkender Zinsen in der Regel umfangreiche Zuflüsse privaten Kapitals verzeichnen (Grafik III.5). Im letzten Jahr fielen die Zinsen in den Industrieländern allerdings in einem Umfeld globaler Konjunkturabschwächung und erhöhter Risikoaversion der Anleger. Unter diesen Umständen sowie angesichts der Krisen in Argentinien und der Türkei und der davon ausgehenden Störpotenziale wäre vielleicht zu erwarten gewesen, dass die Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften stark zurückgehen. Tatsächlich bewirkten die niedrigeren Zinssätze einen leichten Anstieg der Zuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften, und sogar einige der traditionell volatileren Komponenten der Kapitalströme blieben relativ stabil (Grafik III.6).

Mehr Direktinvestitionen in den größeren Ländern

Der größte Teil des Anstiegs der privaten Kapitalströme entfiel 2001 auf ausländische Direktinvestitionen. In der Vergangenheit stand hinter Direktinvestitionen meist die Absicht, die Industrieländer mit Vorprodukten und Fertigerzeugnissen zu beliefern, sodass sie bei einem Konjunkturabschwung in den Industrieländern tendenziell ab- und während eines Aufschwungs wieder zunahmen. Ab Mitte der neunziger Jahre spiegelte das Wachstum der ausländischen Direktinvestitionen jedoch hauptsächlich das Bestreben der Investoren wider, sich den Zugang zu den großen Märkten für Fertigerzeugnisse zu





sichern, und stand im Zusammenhang mit Privatisierungen sowie mit Fusionen und Übernahmen. Das hatte zur Folge, dass sich die Direktinvestitionen jetzt auf weniger Länder konzentrieren. Dies traf auch im letzten Jahr zu, als die Einnahmen aus dem Verkauf einer mexikanischen Großbank und der Übernahme eines führenden Bergbauunternehmens in Südafrika zusammen genommen sogar den Anstieg aller ausländischen Direktinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften übertrafen. China verzeichnete überdies im letzten Jahr starke Zuwächse an ausländischen Direktinvestitionen infolge der Aufnahme des Landes in die WTO.

Die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften gingen 2001 zurück. Jedoch verzeichneten mehrere Volkswirtschaften Asiens Ende letzten Jahres zum ersten Mal seit Mitte 1997 wieder einen Nettozufluss an Auslandskrediten von Banken (Kapitel VI). Ausländische Banken und deren inländische Tochtergesellschaften vergaben auch in den Ländern Mitteleuropas und in Russland weiterhin in erheblichem Umfang Mittel in Form von Krediten und Wertpapieranlagen. Im Gegensatz hierzu verringerten die ausländischen Banken ihre Forderungen gegenüber Argentinien drastisch.

In einigen Ländern wieder Nettozuflüsse von Auslandskrediten

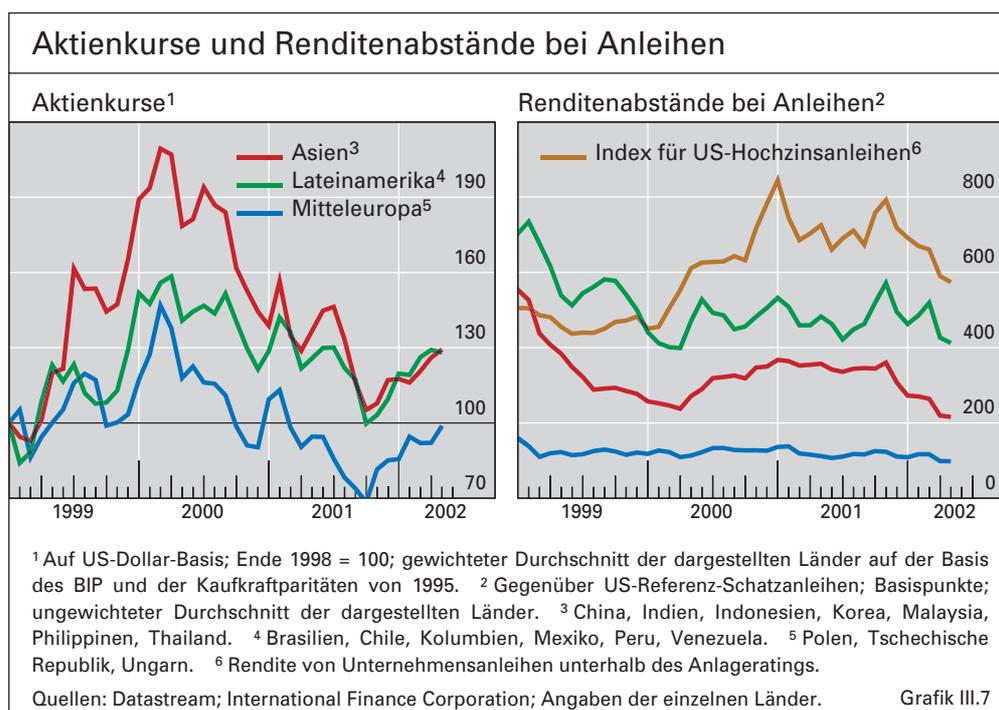
Korrelation zwischen Veränderungen des NASDAQ-Index und der Aktienkurse <sup>1</sup>						
	Hongkong SVR	Korea	Malaysia	Singapur	Taiwan, China	Thailand
1995/96	0,32	0,28	0,07	0,11	0,07	0,20
1999–2002 Q1	0,61	0,47	0,29	0,44	0,34	0,31
	Argentinien	Brasilien	Chile	Mexiko	Polen	Südafrika
1995/96	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16	0,09
1999–2002 Q1	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44	0,52

<sup>1</sup> In Landeswährung; berechnet anhand von Wochenwerten.  
 Quelle: Bloomberg. Tabelle III.3

Kapitalzuflüsse an Aktienmärkte spiegeln wirtschaftliche Aussichten wider

Die Zuflüsse von Anlagegeldern an die asiatischen Aktienmärkte gingen 2001 zurück; die Zuflüsse nach Lateinamerika nahmen in geringerem Umfang ebenfalls ab, während diejenigen nach Mittel- und Osteuropa stabil blieben. Der Rückgang bei Aktiennachfrage wie -angebot in Asien während des größten Teils des vergangenen Jahres war auf die unsicheren Wirtschaftsaussichten und den Kurssturz bei den Technologieaktien zurückzuführen, der das Vermögen der Anleger in hoch riskanten Anlagen reduzierte. Darüber hinaus war die Korrelation zwischen Veränderungen des NASDAQ-Index und der meisten Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren gestiegen (Tabelle III.3), sodass eine Portfoliodiversifizierung zugunsten von Titeln aus den aufstrebenden Volkswirtschaften weniger vorteilhaft war. Seit März 2002 haben sich die Aktienkurse in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch von der Entwicklung des NASDAQ abgekoppelt.

Im ersten Quartal 2002 nahmen die Aktienemissionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu, und die Börsenindizes stiegen stärker als in den USA (Grafik III.7). Die Aktienkapitalströme flossen in den ersten Monaten 2002 im Wesentlichen nach Asien, Brasilien, Mexiko und Südafrika, während andere lateinamerikanische Volkswirtschaften sowie Polen Abflüsse zu verzeichnen hatten. Diese Entwicklungen scheinen einen größeren Optimismus hinsichtlich der weltweiten Wirtschaftsaussichten widerzuspiegeln, insbesondere in Asien. Mit wenigen Ausnahmen konzentrierte sich die Erholung der Kurse nicht auf den Hochtechnologiesektor, sondern war breit abgestützt. Erstmals seit mehreren Jahren erstreckte sie sich auch auf die Bankaktien. In Mittel- und Osteuropa kam es ebenfalls zu erheblichen Kurssteigerungen am Aktienmarkt. Dennoch liegen die Indizes vieler Börsen in den



aufstrebenden Volkswirtschaften weit unter ihren Höchstständen von 2000, und nicht alle Börsenplätze konnten vom jüngsten Anstieg der Aktienkurse profitieren.

Der Nettoabsatz von Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften war 2001 weitgehend stabil (Kapitel VI). Ein Grund dafür war, dass der Zinsrückgang in den Industrieländern und die leichte Verringerung der Renditenaufschläge bei Papieren mit Anlagequalität zu wesentlich niedrigeren Zinsen für entsprechend hoch bewertete Schuldner führten. Dies veranlasste sowohl etablierte Schuldner (China, Malaysia, Mexiko, Polen, Ungarn) als auch kleinere Emittenten (Kolumbien, Kroatien, Lettland, Uruguay), an den Markt zu gehen. Die Renditenaufschläge am Sekundärmarkt verringerten sich im Jahr 2001, außer für Argentinien.

Nach dem 11. September stiegen die Renditenaufschläge zunächst erheblich (durchschnittlich um über 200 Basispunkte), fielen aber danach auf ein seit Anfang 2000 nicht mehr erreichtes Niveau (Grafik III.7). Die Renditenaufschläge in Lateinamerika waren besonders volatil, was auf einen anfänglichen Spillover-Effekt der Krise in Argentinien zurückgeht, doch gibt es seit Oktober 2001 deutliche Anzeichen einer Abkopplung. Im ersten Quartal 2002 begaben große Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften wieder mehr Anleihen an den internationalen Märkten.

Insgesamt zeigten die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften im vergangenen Jahr eine gewisse Widerstandsfähigkeit. Jedoch sind und bleiben viele Länder mit einer hohen Schuldenquote, hohen Schuldendienstforderungen oder einer an den Devisenreserven gemessenen hohen kurzfristigen Verschuldung (Tabelle III.4) gegenüber Stimmungsänderungen an den Finanzmärkten sehr empfindlich. So trugen Nettokapitalabflüsse zur Verschärfung der Krise in Argentinien und der Türkei bei. Mexiko konnte

Anleihekapi-  
ströme stabil,  
Investoren bevor-  
zugen hohe  
Bonitätsklassen

Hoch verschuldete  
Volkswirtschaften  
bleiben anfälliger

Schuldenindikatoren 2000						
	Öffentliche Verschuldung			Schulden- dienst insgesamt <sup>1</sup>	Öffentlicher Schulden- dienst <sup>2</sup>	Kurzfristige Auslands- schulden in % der Devisen- reserven
	Insgesamt	Ausland	Inland			
	in Prozent des BIP			in Prozent der Exporte <sup>3</sup>		
Indien	60	9	51	13	11	9
Indonesien	99	59	40	25	10	80
Philippinen	81	48	33	14	9	46
Argentinien	52	34	18	71	43	116
Brasilien	39	4	35	91	35	95
Russland	67	52	15	10	4	64
Türkei	62	21	41	36	17	130
Ungarn	55	8	47	24	11	38

<sup>1</sup> Zins- und Tilgungszahlungen auf langfristige öffentliche und private Auslandsschulden (1 Jahr oder darüber). <sup>2</sup> Zins- und Tilgungszahlungen auf langfristige öffentliche Auslandsschulden. <sup>3</sup> Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

Quellen: Weltbank; Institute of International Finance (IIF); Angaben der einzelnen Länder; eigene Statistiken.

Tabelle III.4

dagegen im letzten Jahr dank der zunehmenden wirtschaftlichen Integration mit den USA weiterhin in erheblichem Umfang neues Anlagekapital anziehen. Immer mehr nehmen die Anleger auch die EU-Beitrittskandidaten in Mittel- und Osteuropa als „Konvergenzmärkte“ wahr. Weil die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in diesen Ländern in verstärktem Maße von der Europäischen Union definiert werden, gelten sie als weniger risikoreiche Anlageländer.

2002 keine Erholung der Kapitalzuflüsse erwartet

Es ist nicht zu erwarten, dass mit der beginnenden Konjunkturerholung in den Industrieländern im Jahr 2002 die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften rasch wieder ansteigen werden. Die Banken dürften nach wie vor vorsichtig agieren, weil ihre Bilanzen ein steigendes Volumen an notleidenden Krediten aufweisen. Andere potenzielle Anleger dürften von der sich ausweitenden Krise in Argentinien und möglichen Spillover-Effekten auf andere lateinamerikanische Länder abgeschreckt werden. Es wird damit gerechnet, dass der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen stabil bleibt, sich aber immer mehr auf Länder mit verhältnismäßig großen Märkten konzentriert. Das Volumen neu zugesagter ausländischer Direktinvestitionen in China nahm im ersten Quartal 2002 stark zu, und wenn sich die Erholung der Exporte und des BIP in Asien als nachhaltig erweist, dürfte dies Kapitalzuflüsse in verschiedene andere Länder Ostasiens fördern. Geplante Privatisierungen von Versorgungs-, Infrastruktur- und Telekommunikationsunternehmen in Mittel- und Osteuropa dürften ebenfalls große Kapitalzuflüsse anlocken. Gleichzeitig wird erwartet, dass der Anteil Lateinamerikas an den ausländischen Direktinvestitionen zurückgeht, weil Privatisierungen den Prognosen nach im Jahr 2002 hier eine geringere Rolle spielen werden.

## Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Abschwächung

### *Die Rolle der Geld- und Wechselkurspolitik*

Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik ...

In ungewöhnlich vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurde im letzten Jahr die Geld- und Fiskalpolitik gelockert, um die Auswirkungen der globalen Abschwächung abzufedern. In mehreren Ländern wurden die Notenbankzinsen auf den tiefsten Stand seit der Asien-Krise gesenkt (Tabelle III.5). Einige Länder mit flexiblen Wechselkurssystemen ließen auch eine Abschwächung des Wechselkurses zu – eine weitere wirtschaftspolitische Option zur Abfederung negativer Schocks. Andere Länder dagegen mussten ihre Zinsen heraufsetzen, um sich vor einer erhöhten Anfälligkeit gegen äußere Einflüsse zu schützen.

... durch Zinssenkungen in den Industrieländern und geringe Inflation begünstigt

Die Lockerung der Geldpolitik wurde durch zwei Faktoren erleichtert. Zum einen erlaubten es die starken Zinssenkungen in den Industrieländern den aufstrebenden Volkswirtschaften, ihre Zinssätze zurückzunehmen, ohne damit Kapitalabflüsse oder Druck auf die eigene Währung auszulösen. Zum anderen konnten die Zentralbanken dank der in ihren Ländern gemeinhin rückläufigen Inflation (Tabelle III.6) die Zinsen stärker senken, als dies sonst möglich gewesen wäre. Einige Länder sahen sich jedoch mit einem

Notenbankzinsen						
	China	Hongkong SVR	Indien	Indonesien	Korea	Malaysia
Änderung seit Dez. 2000 <sup>1</sup> Stand April 2002 <sup>2</sup>	-27 1,98	-475 3,25	-150 6,50	208 16,61	-125 4,00	-50 5,00
	Philippinen	Singapur <sup>3</sup>	Taiwan, China	Thailand	Polen	Tschechische Republik
Änderung seit Dez. 2000 <sup>1</sup> Stand April 2002 <sup>2</sup>	-650 7,00	-200 0,81	-250 2,13	50 2,00	-950 9,50	-150 3,75
	Ungarn	Russland <sup>3</sup>	Südafrika	Brasilien	Chile	Mexiko <sup>3</sup>
Änderung seit Dez. 2000 <sup>1</sup> Stand April 2002 <sup>2</sup>	-250 8,50	-186 15,85	-50 11,50	227 18,11	-282 4,75	-1 200 6,01

<sup>1</sup> Veränderung in Basispunkten. <sup>2</sup> Am Periodenende in Prozent. <sup>3</sup> 3-Monats-Zinssatz.  
Quelle: Bloomberg. Tabelle III.5

ansteigenden Preisdruck konfrontiert, sodass sie weniger flexibel auf die Konjunkturabschwächung reagieren konnten. Andere Hemmfaktoren waren die Angst vor einer Ansteckung durch die Argentinien-Krise, zunehmende politische Unsicherheiten in einigen lateinamerikanischen Ländern sowie Anfälligkeiten infolge einer Vergangenheit hoher Inflationsraten und mangelnder Haushaltsdisziplin in vielen Ländern.

#### *Starke Lockerungstendenzen in Asien*

In Asien reagierte die Geldpolitik schneller auf den Konjunkturabschwung als in anderen Regionen, begünstigt durch beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse und flexible Wechselkurssysteme. Mit Ausnahme Indonesiens konnten alle Länder mit flexiblen Wechselkursen im vergangenen Jahr die Zinsen zurücknehmen, wobei die Zinssenkungen auf den Philippinen und in Taiwan besonders kräftig ausfielen (Tabelle III.5). Auch Indien und Korea senkten ihre Notenbankzinsen im Laufe des Jahres, ergänzt durch quantitative Lockerungen der Geldpolitik: Indien verringerte die Mindestreserveanforderungen für Banken, Korea hob nach dem 11. September den Refinanzierungsplafonds für den Bankensektor an. Indonesien dagegen musste seine Geldpolitik straffen, um der zunehmenden Inflation und dem steigenden Druck auf den Wechselkurs Einhalt zu gebieten. Die deutlichen Zinssenkungen in Asien trugen während des Konjunkturabschwungs zur Stützung der Nachfrage bei und dürften die Aussichten auf eine Wirtschaftserholung verbessern. Sollte die Erholung an Fahrt gewinnen, dürfte jedoch eine straffere Geldpolitik notwendig werden. So hat Korea im zweiten Quartal 2002 die Zinsen bereits wieder erhöht, nachdem die inländische und die ausländische Nachfrage angezogen hatten.

In den meisten asiatischen Ländern mit flexiblen Wechselkursen niedrigere Zinsen ...

Zwar fielen die Wechselkurse der meisten Währungen gegenüber dem steigenden US-Dollar, doch wurde die daraus potenziell resultierende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch andere Faktoren gedämpft bzw. neutralisiert. So drückte beispielsweise die steile Abwertung des

... doch Entwicklung der effektiven Wechselkurse unterschiedlich

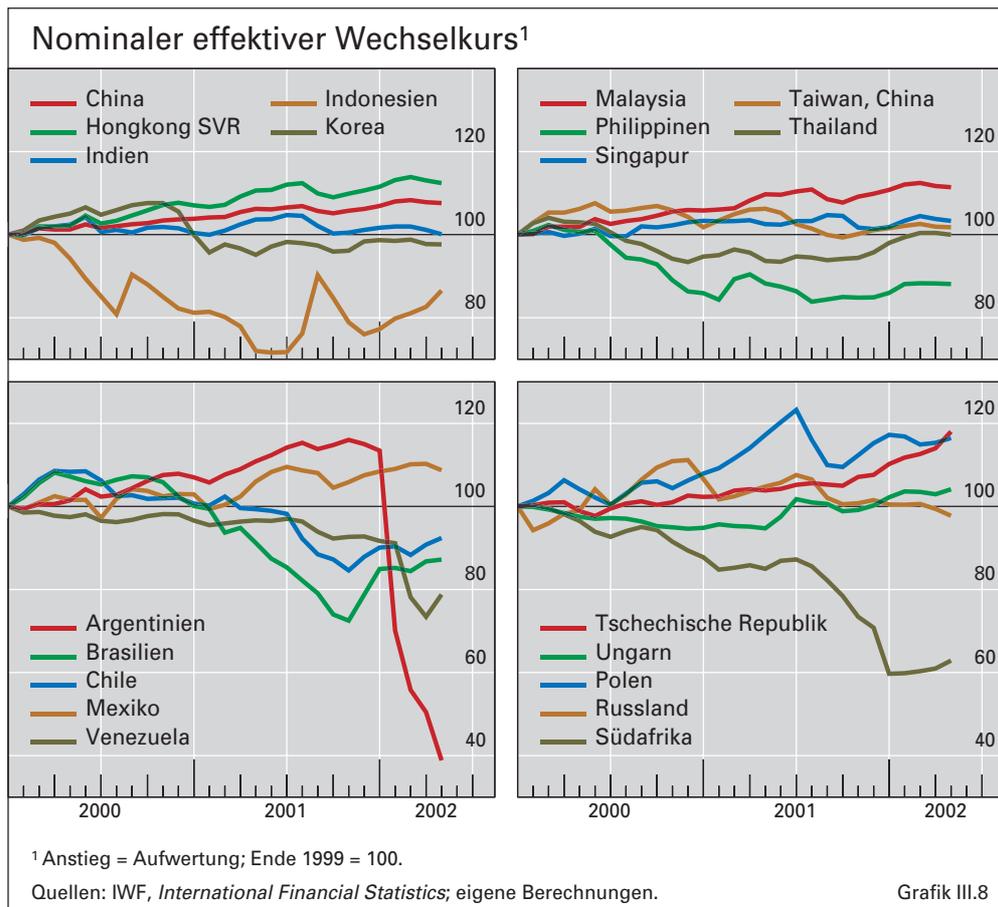
Verbraucherpreise						
	1990–97	1998	1999	2000	2001	2002 Q1
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent					
Asien <sup>1</sup>	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
China	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Hongkong SVR	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
Indien <sup>2</sup>	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonesien	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Korea	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Malaysia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Philippinen	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Singapur	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Thailand	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
Lateinamerika <sup>1</sup>	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentinien	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brasilien	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Chile	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
Mexiko	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Mitteleuropa <sup>1</sup>	20,7 <sup>3</sup>	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Polen	24,7 <sup>3</sup>	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
Tschechische Republik	9,1 <sup>3</sup>	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Ungarn	22,2 <sup>3</sup>	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Russland	112,9 <sup>3</sup>	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Südafrika	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995. <sup>2</sup> Großhandelspreise. <sup>3</sup> Durchschnitt 1993–97.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.6

Yen und des koreanischen Won gegenüber dem US-Dollar (um rund 20% zwischen Mitte 2000 und Anfang 2002) den effektiven Wechselkurs der meisten anderen asiatischen Währungen nach oben (Grafik III.8). Durch die anschließende Aufwertung beider Währungen gegenüber dem Dollar hat sich dieser Druck jedoch zum Teil wieder abgebaut. Außerdem schlug sich die nominale Abwertung in Ländern mit relativ hohen Inflationsraten (Indonesien, Philippinen) nicht vollständig in einer verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit nieder. In einigen Ländern schließlich (z.B. in Indien) sorgte die Präferenz für einen relativ stabilen Kurs zum Dollar für nur geringe Schwankungen des effektiven Wechselkurses.

Trotz dieser ausgleichenden Faktoren waren die abwertungsbedingten Wettbewerbsvorteile in einigen Ländern erheblich. Der reale effektive Wechselkurs des Won sank zwischen August 2000 und März 2002 um 5%, wobei ein großer Teil des Rückgangs in die Zeit sehr geringer Auslandsnachfrage fiel. In Taiwan kam es in den 12 Monaten bis August 2001 zu einer realen Abwertung um 7%. Auch in Singapur wurde der Wechselkurs zur Dämpfung externer Schocks eingesetzt. Die Währungsbehörden, die die Geldpolitik unmittelbar an der Zielgröße des nominalen effektiven Wechselkurses ausrichten, lockerten im Juli 2001 ihren Kurs, indem sie nicht mehr eine Aufwertung, sondern einen stabilen Außenwert anstrebten. Nach dem

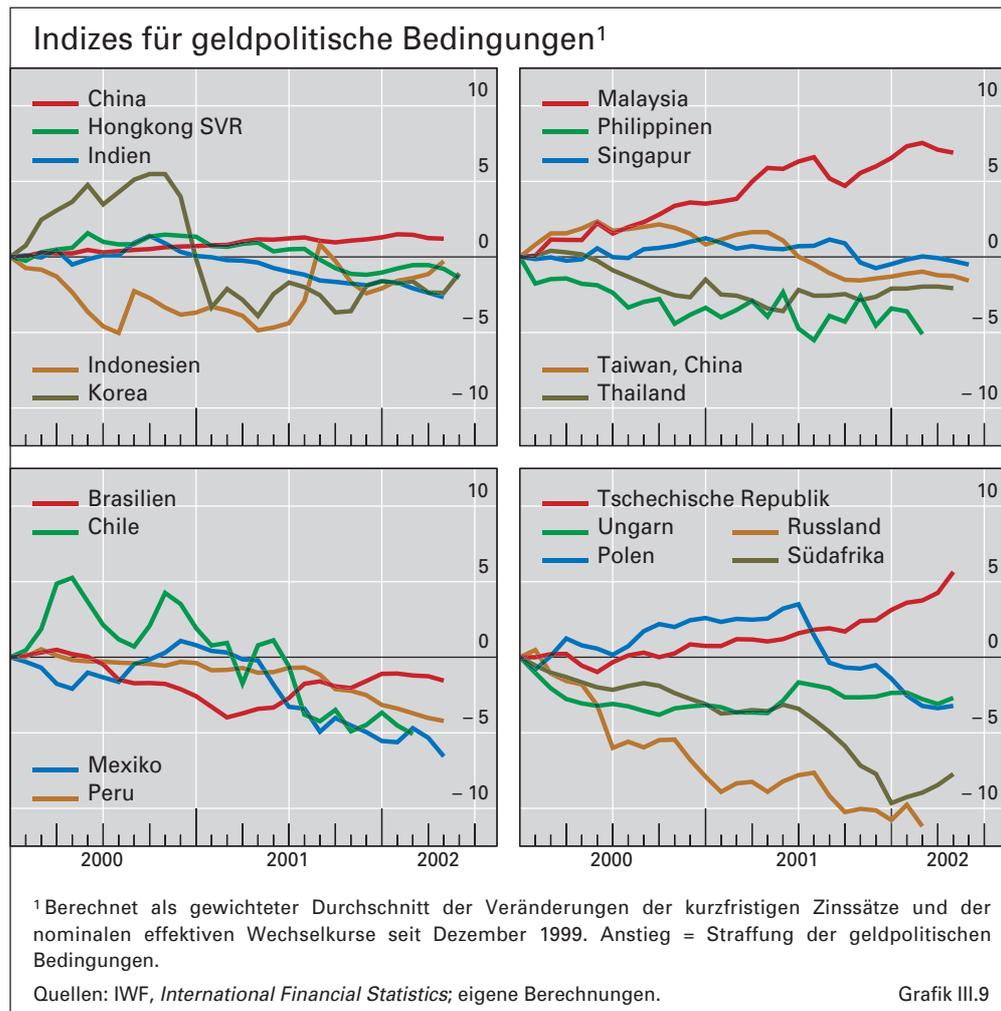


11. September erweiterten sie dann das Wechselkursband, um eine Abwertung zu ermöglichen.

Die Geldpolitik in Ländern mit an den Dollar gebundenen Währungen war unterschiedlich, auch wenn die Zinssenkungen in den USA im Allgemeinen Spielraum für eine Lockerung schufen. In China war der inländische Zinssatz bereits tief und wurde erst Anfang 2002 zurückgenommen. In Malaysia wurden die Notenbankzinsen zunächst unverändert belassen, um Kapital anzuziehen. Als sie dann im September gesenkt wurden, reagierten die wichtigsten kurzfristigen Marktzinssätze kaum. Beide Länder konnten die inländischen Zinssätze durch Kapitalverkehrskontrollen vom globalen Zinszyklus isolieren. Hongkong dagegen folgte weitgehend den US-Zinssenkungen. Die Währungsbindung diente zwar in allen drei Fällen weiterhin als glaubwürdiger Anker, jedoch sorgte die Stärke des Dollars gegenüber den meisten anderen Währungen für eine reale effektive Aufwertung, insbesondere ab Herbst 2001. Dies dürfte auch erklären, warum in diesen Ländern die Inlandsnachfrage über die Fiskalpolitik angekurbelt wurde.

Grafik III.9 zeigt Indizes für die geldpolitischen Bedingungen auf der Basis der kombinierten Einflüsse von Veränderungen der kurzfristigen Zinsen und des nominalen effektiven Wechselkurses. Wie die Grafik deutlich macht, wurden die monetären Bedingungen im Jahr 2001 zumeist gelockert. In Brasilien, Indonesien, Malaysia und der Tschechischen Republik wurden sie

Unterschiedliche wirtschaftspolitische Reaktionen in Ländern mit festen Wechselkursen



jedoch gestrafft, und in China, Thailand und Ungarn blieben sie mehr oder minder unverändert.

### *Weniger Spielraum in Lateinamerika*

Der hohe Bedarf an Auslandskapital, ein verstärkter Inflationsdruck in einigen Ländern, ein sinkendes Anlegervertrauen und wachsende politische Unsicherheiten begrenzten den Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik in Lateinamerika. Viele Länder mussten sogar ihre Geldpolitik straffen, um ihre Währung zu stützen.

Angesichts einer Inflationsrate oberhalb der Zielvorgabe und einer im Umfeld der Argentinien-Krise unter Druck geratenen Währung wurde die Geldpolitik in Brasilien während des größten Teils des Jahres 2001 gestrafft. Die nachfolgende Lockerung, insbesondere ab November, war wegen des noch immer hohen Inflationsdrucks nur von begrenztem Umfang. Trotzdem stützte die erhebliche Abwertung der Währung (etwa 23% auf realer effektiver Basis zwischen Ende 2000 und Oktober 2001) das Exportwachstum. Auch Venezuela straffte die Geldpolitik zur Verteidigung des Wechselkurses, der dann aber Anfang 2002 freigegeben wurde. Die Inflation blieb jedoch hoch, sodass die nachfolgende starke nominale Abwertung die Wettbewerbsfähigkeit nicht verbesserte.

In Brasilien und  
Venezuela straffere  
Geldpolitik ...

Chile und Mexiko konnten die Geldpolitik zur Belebung der Nachfrage einsetzen. In Chile konnte die Zentralbank aufgrund einer niedrigen Inflationsrate sowie eines soliden Leistungsbilanz- und Haushaltssaldos die Zinsen senken, mit Ausnahme einer gewissen Zeit im zweiten Halbjahr 2001, als der Peso vorübergehend unter Druck geriet. In Mexiko trugen Umschichtungen in den Portfolios der ausländischen Anleger zugunsten mexikanischer Wertpapiere, eine damit einhergehende starke Aufwertung der Währung und eine Verringerung der Inflation zu einem Zinsrückgang bei. Angesichts beschleunigter Lohnsteigerungen nahm Mexiko jedoch seit Anfang 2002 eine vorsichtigeren geldpolitische Haltung ein. Trotz der Abwertung im April 2002 lag der reale effektive Wechselkurs des Peso zum Zeitpunkt der Drucklegung noch immer um 20% über dem Niveau vor der Krise von 1994. Damit dürfte der Sektor handelsfähiger Güter von der derzeitigen globalen Erholung nur eingeschränkt profitieren. Tatsächlich hat die Aufwertung des Peso bereits zur Schließung einiger exportorientierter Unternehmen sowie zur Abwanderung mehrerer Unternehmen ins Ausland und – bei einigen Vorprodukten – zur Substitution von Inlandserzeugnissen durch kostengünstigere Importe geführt.

... aber in Chile und Mexiko niedrigere Zinsen

#### *Begrenzte Lockerungen der Geldpolitik in anderen Regionen*

In Mittel- und Osteuropa schwächte sich die Auslandsnachfrage vor dem Hintergrund hoher Kapitalzuflüsse und einer stetigen Aufwertung der Währung ab. Daraufhin nahmen die Zentralbanken die Zinsen zurück und intervenierten gelegentlich am Devisenmarkt. In Polen und Ungarn setzten jedoch Haushalts- und Inflationsrisiken den Zinssenkungen Grenzen. In der Tschechischen Republik konnte die Zentralbank die Zinsen infolge der Aufwertung der Währung sowie starker Produktivitätszuwächse bei nur mäßigen Lohnerhöhungen auf ein sehr tiefes Niveau senken.

In Mitteleuropa Aufwertungen

In Südafrika stellten sich der Geldpolitik im vierten Quartal 2001 besondere Herausforderungen, als eine außergewöhnliche Wechselkursschwäche zu höheren Inflationserwartungen führte. Da die Inflation kontinuierlich über der Zielvorgabe für Ende 2002 lag, nahm die Zentralbank vor kurzem einen großen Teil der 2001 beschlossenen Lockerungen zurück. Auch wenn sich der Rand seitdem erholt hat, so hat sich doch die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes durch die starke Abwertung im letzten Jahr verbessert, und die Exporte haben erheblich zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beigetragen.

In Südafrika Herausforderungen an die Geldpolitik

#### *Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Belebung des Wachstums*

Inwieweit war die Geldpolitik in der Lage, die Nachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beleben? Dies kann beispielsweise anhand der Auswirkungen von Notenbankzinssenkungen auf die langfristigen Zinssätze analysiert werden. Eine engagiertere Reaktion der Zentralbanken auf wirtschaftliche Schocks dürfte sich auch positiv auf das Vertrauen der Verbraucher und der Unternehmen auswirken, jedoch ist dieser Effekt schwieriger zu messen.

Geldpolitische Lockerung mit positiver Wirkung

Die Renditen langfristiger Anleihen in den aufstrebenden Volkswirtschaften gingen im letzten Jahr zurück, insbesondere in der zweiten Jahres-

Langfristige Zinsen <sup>1</sup>					
	Ende 1998	Ende 1999	Ende 2000	Juni 2001	Ende 2001
Hongkong SVR	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
Indien	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Korea	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Malaysia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Philippinen	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Singapur	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Taiwan, China	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Thailand	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Chile	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
Mexiko	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Polen	...	10,41	13,19	13,18	9,56
Tschechische Republik	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Ungarn	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Südafrika	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

<sup>1</sup> Zinssatz für 10-jährige oder ähnlich langfristige Papiere; Prozent.  
Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.7

Langfristige Zinssätze in den meisten Ländern rückläufig ...

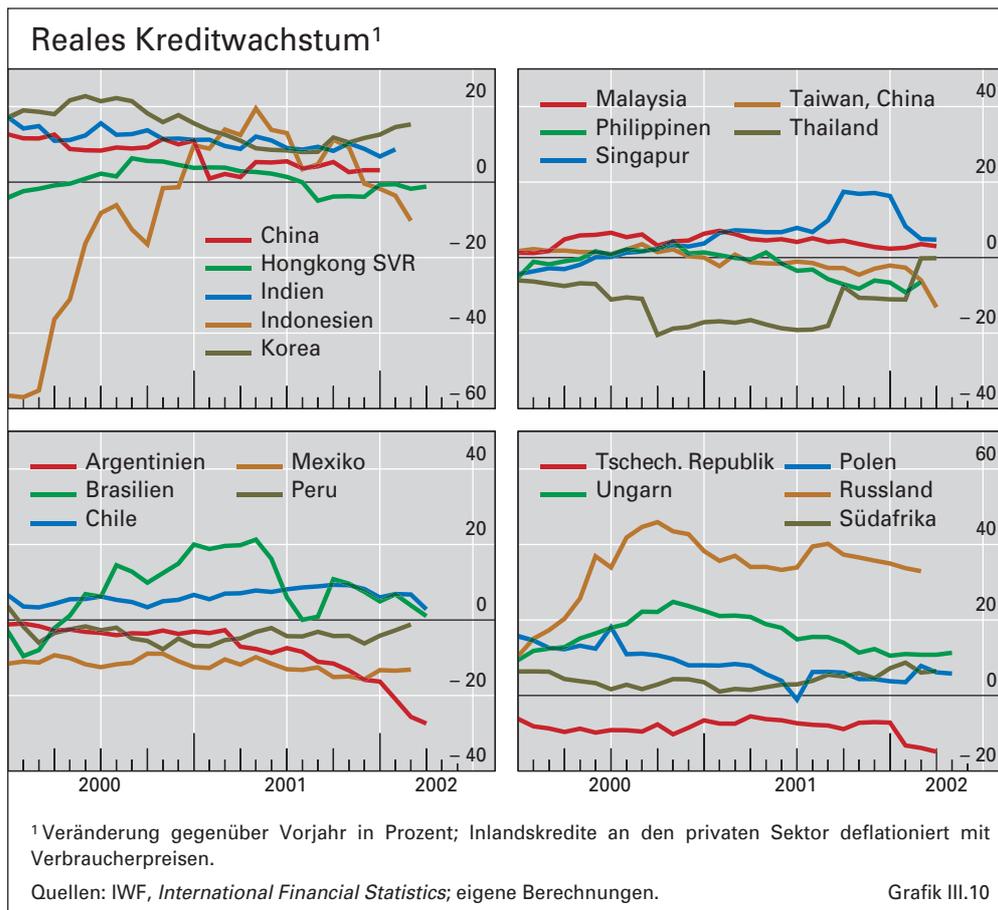
hälft, als die Geldpolitik erheblich gelockert wurde (Tabelle III.7). Zurzeit liegen die langfristigen Zinsen sogar auf dem tiefsten Stand seit der Asien-Krise. Wie in den Industrieländern (Kapitel II) haben die niedrigeren Zinsen in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften eine Erholung des Wohnbaus unterstützt. Sie dürften auch die Umstrukturierung von Unternehmen erleichtert haben. Es ist allerdings nicht klar, ob der starke Rückgang der langfristigen Zinsen allein der Lockerung der Geldpolitik zuzurechnen war. In Indien beispielsweise fielen die langfristigen Zinsen größtenteils wegen einer „Flucht in die Qualität“ der Banken und Finanzinstitute, die die Nachfrage nach Staatspapieren stark ansteigen ließ und die Anleihekurse höher trieb.

... aber Wachstum der Unternehmenskredite weiterhin gering

In den meisten Ländern haben die tieferen Zinsen jedoch nicht zu einem höheren Kreditwachstum geführt. Das reale Kreditwachstum war in mehreren asiatischen Ländern sogar negativ, obwohl gerade in dieser Region die Geldpolitik am stärksten gelockert wurde (Grafik III.10). Die nur langsam voranschreitende Sanierung des Bankensektors und das immer noch hohe Volumen an notleidenden Krediten dürften die Vergabe neuer Kredite eingeschränkt haben. Jedoch scheint das schwache Kreditwachstum zu einem großen Teil auch auf einen Mangel an kreditwürdigen Schuldnern zurückzuführen zu sein sowie auf das aktive Bestreben der Unternehmen, ihren Schuldenstand zu verringern.

Vermehrt Konsumentenkredite der Banken ...

Infolge der schwachen Kreditnachfrage der Unternehmen nutzten die Banken die gelockerten monetären Rahmenbedingungen, um vermehrt Konsumentenkredite zu vergeben. In China stieg das Volumen der Hypotheken- und Konsumentenkredite 2001 um 70%, wenngleich von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau aus. In Korea waren die Banken in ihrem Vorgehen besonders engagiert. Durch günstigere Hypothekenkreditkonditionen förderten sie die Kreditvergabe an die privaten Haushalte, wodurch deren Verschuldung



schnell auf ein historisch hohes Niveau stieg. In Indien soll der Wettbewerb bei der Vergabe von Verbraucherkrediten dazu geführt haben, dass Hypothekenkredite zu Sätzen unterhalb der Kreditzinsen für erste Adressen gewährt wurden. In Hongkong glichen die höheren Hypothekenkredite die geringere Kreditvergabe an Unternehmen zum Teil aus.

In vielen Ländern Asiens schufen die Währungsbehörden spezielle Anreize, damit die Banken ihr Kreditvolumen erweiterten. Die Hong Kong Monetary Authority setzte zeitweise die Obergrenze bei der Beleihung von Privathypotheken außer Kraft. Die Bank of Korea räumte Banken mit vorübergehenden Liquiditätsproblemen aufgrund von Sanierungsmaßnahmen besondere Fazilitäten ein. Auf den Philippinen senkte die Zentralbank die Sätze für Tagesgeldeinlagen, damit die Banken ihre überschüssige Liquidität reduzierten und die Kreditvergabe an Unternehmen ausweiteten. In Thailand lockerte die Zentralbank die Vorschriften zur Risikovorsorge und zur Klassifizierung von Krediten.

In Lateinamerika ist der Rückgang des Kreditvolumens in der letzten Zeit sowohl auf konjunkturelle als auch auf strukturelle Faktoren zurückzuführen. In Argentinien wurden die Banken im Jahr 2001 durch die Finanzkrise erheblich in der Kreditvergabe beeinträchtigt, in Peru durch einen starken Einlagenrückgang. Der Einbruch des Kreditwachstums in Brasilien 2001 wird weithin auf die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten im Zuge der Argentinien-Krise zurückgeführt wie auch auf die damit verbundene

... und Anreize zur weiteren Kreditvergabe

Starke Kreditkontraktion in Lateinamerika

Zurückhaltung bei Schuldnern und Gläubigern, höhere Risiken einzugehen. In Mexiko ist die Kreditkontraktion das Resultat einer Umschichtung bei der Mittelbeschaffung zulasten von Bankkrediten und zugunsten einer verstärkten Inanspruchnahme ausländischer Finanzierungsquellen durch die Unternehmen. In den anderen lateinamerikanischen Ländern haben nachlassende Zuflüsse von Beteiligungskapital und Bankkrediten aus dem Ausland die Abschwächung des inländischen Kreditwachstums weiter verschärft.

#### *Die Rolle der Fiskalpolitik*

Angesichts der Konjunkturabschwächung setzten im Jahr 2001 viele aufstrebende Volkswirtschaften die Fiskalpolitik zur Stimulierung der Wirtschaft ein. In anderen dagegen zwang die ungünstige Entwicklung der Staatseinnahmen infolge des geringeren Wirtschaftswachstums bzw. höherer Schuldendienstkosten den öffentlichen Sektor zu Ausgabenkürzungen.

In Asien weiterhin hohe Haushaltsdefizite ...

Die meisten asiatischen Länder verfolgten im letzten Jahr entweder eine akkommodierende oder eine expansive Fiskalpolitik. In Hongkong, Singapur und Thailand waren fiskalpolitische Maßnahmen der wichtigste Antriebsmotor für die Inlandsnachfrage. In anderen Ländern verstellten Steuerreformen oder steigende Überschüsse bei Pensionsfonds den Blick auf eine konjunkturfördernde Ausgabenpolitik bzw. eine sehr akkommodierende Grundausrichtung. In China stand höheren Ausgaben für die öffentliche Infrastruktur sowie Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor eine Zunahme der Staatseinnahmen gegenüber, sodass die Auswirkungen auf den Gesamthaushalt beschränkt blieben. In Malaysia blieb die Fiskalpolitik bei einem Budgetdefizit von über 5% des BIP sehr akkommodierend. Zudem wurde der Effekt von Ausgabenmaßnahmen durch die Steuerreform verdeckt bzw. wird sich erst im Haushaltsergebnis 2002 bemerkbar machen. Der Haushaltsüberschuss Koreas erhöhte sich im vergangenen Jahr, was aber im Wesentlichen auf wachsende Überschüsse in der Sozialversicherung zurückzuführen war; lässt man diesen Faktor außer Acht, war die expansive Wirkung der Fiskalpolitik auf die Inlandsnachfrage erheblich.

... aber in Indien nur begrenzter Spielraum für fiskalpolitische Impulse

In Indien war der Spielraum für fiskalpolitische Lockerungen wesentlich geringer. Hier überstieg das Haushaltsdefizit des Zentralstaates mit über 5½% des BIP die Zielvorgaben beträchtlich. Da auch die Haushalte der Bundesstaaten stark defizitär blieben, kam erneut Besorgnis über Haushaltsrisiken und deren negative Folgen für die Realzinsen auf. Wegen relativ großer struktureller Haushaltsungleichgewichte blieb auch in Indonesien und auf den Philippinen kaum Spielraum für eine expansive Fiskalpolitik.

Wirksamkeit fiskalpolitischer Maßnahmen

Zeitlich befristete fiskalpolitische Maßnahmen können die Nachfrage deutlich beleben, besonders bei einer Lockerung der Geldpolitik. Aber eine Steuer- und Ausgabenpolitik, die auf eine Änderung des mittelfristigen finanzpolitischen Kurses hinausläuft, kann sowohl über höhere Inlandszinsen als auch über steigende Länderrisikoprämien die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen. Derartige Befürchtungen setzten in einigen asiatischen Ländern etwaigen antizyklischen fiskalpolitischen Maßnahmen Grenzen. In mehreren Ländern ist die Staatsschuldenquote auf ein sehr hohes Niveau gestiegen (Tabelle III.8). Unter Berücksichtigung der bisherigen sowie der

Haushaltssalden und öffentliche Verschuldung								
	Gesamtsaldo			Primärsaldo			Öffentliche Verschuldung	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	in Prozent des BIP							
Asien <sup>1</sup>	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
China	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hongkong SVR	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
Indien	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Korea	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapur	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwan, China	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Indonesien	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 <sup>2</sup>
Malaysia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Philippinen	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Thailand	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
Lateinamerika <sup>1</sup>	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentinien	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brasilien	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Chile	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Kolumbien	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
Mexiko	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Peru	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 <sup>2</sup>
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Mitteleuropa <sup>1</sup>	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Polen	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 <sup>2</sup>
Tschechische Republik	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 <sup>2</sup>
Ungarn	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Russland	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 <sup>2</sup>
Südafrika	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

Anmerkung: Bei Ländervergleichen ist zu beachten, dass der öffentliche Sektor unterschiedlich definiert ist. Hongkong SVR, Indonesien: Fiskaljahr; Indien: nur zentraler Staatshaushalt.  
<sup>1</sup> Einfacher Durchschnitt. <sup>2</sup> 2000.  
Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.8

möglicherweise noch zu erwartenden fiskalischen Belastungen aus der Sanierung des Bankensystems wären die Schuldenstände in einigen asiatischen Ländern eigentlich wesentlich höher als ausgewiesen. Wegen der im letzten Jahr rückläufigen Nominalzinsen (und eines damit geringeren Schuldendienstes) verschlechterte sich die tatsächliche Haushaltslage kaum. Bei einer wieder strafferen Geldpolitik würden jedoch die Kosten des Schuldendienstes weiter steigen.

In Lateinamerika mussten mehrere Länder, die auf ausländisches Kapital angewiesen sind, die Staatsausgaben kürzen, um Einnahmefälle und höhere Kosten für den Schuldendienst auszugleichen. In einigen Ländern verstärkte ein in hohem Maße auf direkten Steuern basierendes Steuersystem die Einnahmefälle und damit auch die Notwendigkeit für den Staat, seine

Straffere  
Fiskalpolitik in  
Lateinamerika ...

Ausgaben zu kürzen. In anderen Ländern hinderte die Besorgnis der Anleger hinsichtlich der Haushaltsdisziplin die Regierungen daran, automatische Stabilisatoren wirksam werden zu lassen. Mexiko beispielsweise reagierte auf stark gesunkene Erdöleinnahmen und Steuerausfälle mit Ausgabenkürzungen, um das Haushaltsdefizit unter 1% des BIP zu halten. Auch Brasilien ergriff Schritte, damit der Primärüberschuss des gesamten öffentlichen Sektors oberhalb des für Ende 2001 gesteckten Ziels blieb (3,7% des BIP statt 3,3%) und das Gesamtdefizit 4% des BIP nicht überschritt. Nur Chile mit seiner niedrigen Staatsschuldenquote und dem Ziel, einen strukturellen Überschuss beizubehalten, konnte im letzten Jahr die Fiskalpolitik lockern.

... außer in Chile

In Europa erhebliche Lockerung der Fiskalpolitik

In Polen war die Fiskalpolitik expansiv. Hier führten im Jahr 2001 rückläufige Einnahmen und ein unerwartet starkes Ausgabenwachstum zu einer Ausweitung des Haushaltsdefizits des Zentralstaates auf 4½% des BIP. Um das Ungleichgewicht zu begrenzen, schlug die Regierung mit dem Haushalt 2002 einen konjunkturneutralen Kurs ein. In Ungarn blieb zwar das Haushaltsdefizit unverändert, doch die außerbudgetären Ausgaben nahmen deutlich zu. Eine expansive Fiskalpolitik spielte auch in der Tschechischen Republik eine wichtige Rolle bei der Ankurbelung der Nachfrage. In Russland stieg der Haushaltsüberschuss auf 3% des BIP, und zwar als Folge einer Kombination von Ausgabenzurückhaltung und Steuerreformen, darunter niedrigerer Unternehmenssteuern sowie einer neuen Einheitssteuer auf Rohstoffe.

## Krisen in der Türkei und in Argentinien

Krisen in der Türkei und Argentinien hauptsächlich hausgemacht

Sowohl die Türkei als auch Argentinien haben sich in den letzten Jahren international erheblich verschuldet. Zusammengenommen betrug die Auslandsverschuldung beider Länder Ende des vergangenen Jahres \$ 264 Mrd., verglichen mit \$ 193 Mrd. im Jahr 1996. Die Wirtschaftskrisen in diesen beiden Ländern hatten daher das Potenzial, in größerem Ausmaß auf die Finanzierungsverhältnisse in den aufstrebenden Volkswirtschaften durchzuschlagen. Dennoch wurden beide Krisen im Ausland im Wesentlichen als länderspezifische Ereignisse wahrgenommen, und Spillover-Effekte traten insgesamt bisher kaum auf (Kapitel V). Doch angesichts der Verluste, die Banken in ausländischem Besitz erlitten haben, könnte sich die Argentinien-Krise immer noch auf das künftige Investitionsverhalten international tätiger Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften auswirken.

### *Türkei*

Trotz hohen Wachstums zunehmende Probleme in den neunziger Jahren

In den neunziger Jahren zeigte die türkische Wirtschaft ein relativ kräftiges, aber schwankungsanfälliges Wachstum, das von hohen Defiziten der öffentlichen Hand, hoher Inflation und regelmäßig wiederkehrenden Leistungsbilanzkrisen begleitet war. Angesichts der Offenheit der Wirtschaft, eines dynamischen privaten Sektors und einer hohen Sparquote der privaten Haushalte erholte sich die Wirtschaft von diesen Krisen in der Regel recht schnell. Im Laufe der Zeit floss jedoch ausländisches Kapital über das Bankensystem zunehmend an den öffentlichen Sektor, und der von den inländischen Banken gehaltene Anteil der Staatsverschuldung wuchs.

Als sich im Jahr 2000 das Haushalts- und das Leistungsbilanzdefizit stark ausweiteten und die kurzfristige Auslandsverschuldung auf 130% der Devisenreserven emporschoss, wurde die Zinsentwicklung hoch volatil. Auch der Marktwert der Staatsschuldtitel in den Portfolios der Banken begann stark zu schwanken. Da die Eigenkapitalbasis der Banken zu schwach war, um diese Ausschläge aufzufangen, kam die Erwartung auf, dass der Staat den Banken zu Hilfe kommen müsste, und dies verstärkte den Druck auf den Wechselkurs, der in einem System fester Wechselkurse mit gleitender Paritätsanpassung innerhalb eines engen Korridors schwankte. Als im Februar 2001 politische Unstimmigkeiten über Bemühungen zur Korruptionsbekämpfung im Bankensektor das Vertrauen der Anleger erschütterten, mussten die zuständigen Stellen letztlich den Wechselkurs der Lira freigeben. Sie wertete anfänglich gegenüber dem Dollar um 45% ab, was sehr schnell auf die Verbraucherpreise durchschlug.

Bankenkrise löste  
Währungskrise aus

Auch die Ankündigung eines weit reichenden Maßnahmenpakets im April 2001 stellte das Anlegervertrauen nicht wieder her, obwohl es Anzeichen dafür gab, dass die Haushalts- und die Währungspolitik im Plan lagen. Anhaltend hohe Inlandszinsen (real bis zu 40%) waren nicht nur ein Symbol für den Vertrauensverlust, sondern auch das größte Hindernis für eine nachhaltige Haushaltspolitik. Das sich verschlechternde weltwirtschaftliche Umfeld kam erschwerend hinzu. Dennoch zeichneten sich auch einige positive Trends ab: Die Exporte erholten sich, und die Leistungsbilanz drehte ins Plus. Großbanken in Staatsbesitz wurden rekapitalisiert und zum Verkauf angeboten, und 13 mittelgroße Banken wurden veräußert bzw. geschlossen.

Vertrauen durch  
Stabilisierungs-  
programm nicht  
wiederhergestellt

Nach den Ereignissen des 11. September geriet die Lira erneut unter Druck, und die Zinsen begannen wieder zu steigen. Da die inländische Verschuldung der Türkei fast zu 80% per Indexierung an die kurzfristigen Zinsen oder den Wechselkurs gebunden ist und im Jahr 2002 höhere Tilgungen öffentlicher Schulden anstanden, kamen ernste Zweifel auf, ob das Verschuldungsniveau noch tragbar war. Die Finanzierungsschwierigkeiten an den internationalen Kapitalmärkten wurden durch ungünstige Aussichten für die Privatisierung und die ausländischen Direktinvestitionen noch verschärft. Trotzdem wurde eine rigorose Haushaltspolitik beibehalten, und die Reformen im öffentlichen Sektor wurden vorangetrieben. Diese Maßnahmen erhöhten die Chancen auf zusätzliche IWF-Mittel und verbesserten die Stimmung an den Märkten. Mitte April 2002 hatte die Lira gegenüber ihrem Tiefpunkt von Mitte Oktober wieder um 30% aufgewertet, und der Zinssatz der inländischen Referenzanleihe war um mehr als 20 Prozentpunkte gefallen. Der Inflationsdruck war weiterhin groß, ließ aber wenigstens nach. Niedrigere Inlandszinsen und die Aufwertung der Währung begannen nun ihrerseits, die Dynamik in der Schuldenentwicklung zum Besseren zu wenden. Die Türkei konnte daher im ersten Quartal 2002 wieder an den internationalen Kapitalmarkt zurückkehren und bei rückläufigen Renditeaufschlägen (zwischen 550 und 700 Basispunkten) für etwa \$ 1½ Mrd. Staatsschuldverschreibungen begeben.

Tragfähigkeit der  
Verschuldung nach  
dem 11. September  
fraglich ...

... doch Stimmung  
des Marktes durch  
straffere Wirt-  
schaftspolitik  
gestützt

Trotz dieser positiven Tendenzen entwickelten sich die Industrieproduktion und die Inlandsnachfrage im ersten Quartal 2002 weiterhin schleppend. Auch die Finanzlage im Unternehmensbereich blieb angespannt. Unsicher-

Erholung jedoch  
schleppend

heiten hinsichtlich der Rekapitalisierung der privaten Banken, die für eine Wiederaufnahme der Bankkreditvergabe an den privaten Sektor von entscheidender Bedeutung ist, und die rasche reale Aufwertung der Währung gefährdeten die Erholung zusätzlich.

Insgesamt gesehen war die Türkei-Krise eindeutig hausgemacht. Die wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen sowie der bisherige Verlauf der Krise bestätigen einige der Lehren aus der letzten Asien-Krise aufs Neue, nämlich insbesondere, wie wichtig es ist, rasche Entscheidungen zur Sanierung des Bankensektors zu treffen, beherrzte Anpassungen in der Realwirtschaft (zu der in der Türkei auch große staatliche Unternehmen gehörten) vorzunehmen und der Bedienung von Staatsschulden verpflichtet zu bleiben. Gleichzeitig zeigen die Erfahrungen der Türkei, wie schwierig es ist, angesichts eines anfälligen Bankensektors, chronischer Haushaltsdefizite und einer schwachen Weltwirtschaft Vertrauen wiederzugewinnen und das Wachstum neu anzuschieben.

### *Argentinien*

Wettbewerbsfähigkeit durch externe Schocks und starre Löhne gemindert ...

Zu Beginn des Jahres 2001 befand sich Argentinien bereits in einer lang anhaltenden Rezession. Die schwachen Rohstoffpreise Ende der neunziger Jahre und der infolge der Abwertung des brasilianischen Real 1999 und der stetigen Aufwertung des US-Dollars gestiegene reale Wechselkurs der Währung verringerten die Gewinne im Außenhandel und bremsten die Investitionstätigkeit. Da der nominale Wechselkurs fixiert war, konnte der reale Wechselkurs nur über fallende Lohnstückkosten wieder ins Lot gebracht werden, was aber durch einen relativ starren Arbeitsmarkt behindert wurde.

... und Wachstumsankurbelung Anfang 2001 gescheitert

Im April 2001 versuchten die Verantwortlichen, das Wachstum anzukurbeln und gleichzeitig das Haushaltsdefizit zu begrenzen. Maßnahmen zur Erhöhung der Liquidität im Bankensystem sowie Senkungen der Investitionsgüter- und Erhöhungen der Konsumgüterzölle sollten neue Investitionen der Unternehmen anregen. Eine Steuer auf Finanztransaktionen sollte für zusätzliche Haushaltseinnahmen sorgen. Diese Maßnahmen konnten jedoch den wirtschaftlichen Niedergang nicht stoppen. Unklarheiten über die Umsetzung der Wirtschaftspolitik und Konflikte zwischen wichtigen politischen Entscheidungsträgern ließen das Vertrauen der Märkte dramatisch schwinden und trieben die Renditenaufschläge bei Staatsanleihen auf über 1000 Basispunkte. Die Anleger waren besonders skeptisch, was das Ausmaß der Einsparungen im Haushalt betraf, da die Provinzen nicht zu Ausgabenkürzungen verpflichtet worden waren. Außerdem sollte die Lockerung der Mindestreserveanforderungen für Geschäftsbanken (die es den Banken erlaubte, einen kleineren Teil der Reserven im Ausland zu halten und zur Erfüllung der Auflagen auch Staatsanleihen zu verwenden) eigentlich die Liquidität erhöhen, tatsächlich aber untergrub sie die Glaubwürdigkeit des Currency Board und erschwerte die Mittelaufnahme der Banken im Ausland.

Als Liquiditätsprobleme Krise ankündigten ...

Angesichts ihrer eigenen schwierigen Liquiditätssituation tauschten die Währungsbehörden im Juni 2001 etwa \$ 30 Mrd. an fällig werdenden Auslandsschulden in Anleihen mit längeren Laufzeiten um. Dieser Tausch war sehr

kostspielig – einige Papiere rentierten mit nahezu 16% – und vergrößerte damit die zukünftige Schuldenlast erheblich. Daraufhin verkündete die Regierung Ende Juli einen „Null-Defizit“-Plan, der alle staatlichen Ebenen verpflichtete, die Ausgaben für den Rest des Jahres auf die Höhe der tatsächlichen Einnahmen zu begrenzen. Da aber die Wirtschaftstätigkeit und die Steuereinnahmen weiter schrumpften, begannen die privaten Haushalte im Juli und August, ihre Bankguthaben abzuheben. Die Devisenreserven verringerten sich drastisch, und die Märkte gingen zunehmend von weniger kontrollierten Szenarien der Krisenbewältigung aus.

Als die privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften nach den Ereignissen des 11. September nachließen, versuchte die argentinische Regierung, sich durch Umschuldung von rund \$ 41 Mrd. an Verbindlichkeiten gegenüber inländischen Banken, Pensionsfonds und Provinzregierungen Luft zu verschaffen. Aber da die heikle Umschuldung der Auslandsverbindlichkeiten noch bevorstand, die Wirtschaft weiter schrumpfte und die Staatseinnahmen rapide zurückgingen, schnellten die Renditenaufschläge bei Staatsanleihen Ende November auf über 3000 Basispunkte hoch. Angesichts einer immer stärkeren Flucht aus Bankeinlagen sah sich die Regierung gezwungen, Beschränkungen für Abhebungen und Überweisungen ins Ausland zu verfügen. Ende Dezember wurde dann auch die Bedienung der Auslandsschulden ausgesetzt. Anfang Januar 2002 gab die Regierung die Currency-Board-Regelung auf und verkündete zunächst ein duales Wechselkursregime und kurz darauf ein System frei schwankender Wechselkurse. Keinerlei Anstrengungen wurden jedoch unternommen, um die Währung durch die eigene Geldpolitik zu verankern und auf diese Weise sowohl die Inflation als auch die Wechselkursschwankungen einzudämmen. In der Praxis bedeuteten die strengen Kapitalverkehrskontrollen, dass die argentinische Währung so gut wie nicht mehr konvertibel war. Außerdem wurden alle auf Dollar lautenden Einlagen und Verbindlichkeiten im Bankensystem in Pesos umgewandelt, jedoch zu unterschiedlichen Wechselkursen, die nicht den Marktkursen entsprachen.

Diese währungspolitischen Maßnahmen bürdeten den argentinischen Banken und ihren Kunden hohe Kosten auf und trieben das Bankensystem und die Volkswirtschaft insgesamt noch tiefer in die Krise. Seit Ende Dezember haben sich die Renditenaufschläge für argentinische Staatsanleihen bei rund 4000 Basispunkten eingependelt. Als der Wechselkurs des Peso freigegeben wurde, stürzte er um mehr als 70% gegenüber dem Dollar ab. Nach den letzten Prognosen könnte die Inflation 2002 nach drei Jahren Deflation auf über 50% steigen. Das reale BIP sank 2001 um 4½%; aktuelle Prognosen gehen für 2002 von einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 10–15% aus. Zwar verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr wegen der stark rückläufigen Importe, doch stieg das Haushaltsdefizit trotz Einschnitten bei den Ausgaben an. Der Haushalt 2002 geht – wie im letzten Jahr bereits angekündigt – weiterhin von Lohn- und Rentenkürzungen im öffentlichen Dienst aus und sieht Ausgabensteigerungen nur bei Nothilfemaßnahmen für arme Bevölkerungsschichten vor. Gerechnet wird mit einem Defizit in Höhe von rund 1% des BIP.

... und neue  
Gegenmaßnahmen  
wieder  
fehlschlugen ...

... brach Krise mit  
beispielloser Macht  
aus

Was ging schief?

Angesichts der positiven wirtschaftlichen Entwicklung des Landes und des hohen Grades an Widerstandsfähigkeit in den Jahren 1991–97 sowie eines stabilen, zumeist in ausländischem Besitz befindlichen Bankensystems kam die argentinische Krise in ihrer Schwere für viele überraschend. Es drängt sich förmlich auf, den Ursachen für diese Situation nachzugehen. Schon seit einiger Zeit waren mehrere grundlegende Schwächen der argentinischen Wirtschaft bestens bekannt.

Eine hoch verschuldete, in sich geschlossene Wirtschaft ...

Erstens ist die argentinische Wirtschaft sehr in sich geschlossen und hoch verschuldet. Die Warenexporte machten im Jahr 2001 gerade einmal 10% des BIP aus, während die Auslandsverschuldung gemessen am BIP insgesamt 55% betrug und die öffentliche Verschuldung im Inland, größtenteils auf US-Dollar lautend, noch einmal 26%. Die Kombination aus hoher Auslandsverschuldung und geringen Exporterlösen führte dazu, dass sich die externen Schuldendienstverpflichtungen 2001 auf 83% der Exportsumme für Güter und Dienstleistungen (einschl. Kapitalerträge) beliefen. Die Auslandsverschuldung insgesamt entsprach etwa 400% der Exportsumme für Güter und Dienstleistungen – ein außergewöhnlich hohes Niveau, das die erhebliche Gefahr einer Krise in der Auslandsfinanzierung offenbarte. Zudem war die kurzfristige Auslandsverschuldung im Verhältnis zu den Devisenreserven sehr hoch; Ende 2000 lag die Quote bei etwa 115%. Diese Schuldenindikatoren waren im Falle Argentiniens noch nie besonders günstig gewesen, hatten sich aber seit Mitte der neunziger Jahre alle drastisch verschlechtert. So stieg die Auslandsverschuldung insgesamt gemessen am BIP von 1996 bis 2001 um 15 Prozentpunkte, der gesamte ausländische Schuldendienst gemessen an den Exporteinnahmen für Güter und Dienstleistungen verdoppelte sich nahezu, und die Verschuldung des Zentralstaates erhöhte sich von 35% im Jahr 1996 auf 53% gemessen am BIP.

... und Währungsinkongruenzen ...

Zweitens hatten der private wie der öffentliche Sektor umfangreiche US-Dollar-Verbindlichkeiten im Inland, jedoch kaum Dollareinnahmen. Diese Währungsinkongruenzen wurden durch Konvertibilitätsvereinbarungen verschleiert, die eine Parität zwischen Peso und Dollar vorspiegelten. Doch in Wahrheit war die argentinische Wirtschaft extrem anfällig gegenüber jeglicher Störung der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und insbesondere gegenüber einer Abwertung der Währung.

... machten Argentinien extrem abhängig von Auslandskapital

Als die Kapitalströme aus dem Ausland versiegt waren (die privaten Mittelzuflüsse im dritten Quartal und die staatlichen im vierten Quartal 2001), wurden in Erwartung einer starken Abwertung die Aussichten für den staatlichen Schuldendienst sowie die Haushaltslage umgehend neu beurteilt. Dabei wiederum kamen Befürchtungen auf, dass das Land seine öffentlichen Schulden nicht mehr bedienen könnte. Auch die Unternehmensbilanzen erschienen in einem ungünstigeren Licht, und entsprechend wurde mit weiteren Belastungen des Haushalts gerechnet. Die Qualität der Bankaktiva litt ebenfalls, nämlich zum einen durch die verschlechterte Bonität des Privatsektors infolge der sich verschärfenden Rezession und zum anderen aufgrund der Anlagen der Banken in Staatspapieren. Die Zentralbank versuchte, dem Run auf die Banken Einhalt zu gebieten (indem sie den Einlagen verlierenden Banken Liquiditätshilfen anbot und die Mindestreserveanforderungen für die

Einlagen hereinnehmenden, zumeist in ausländischem Besitz befindlichen Banken erhöhte). Ihrem Handlungsspielraum waren jedoch durch das Currency Board klare Grenzen gesetzt.

Nach Ausbruch der Krise erhöhte sich die Unsicherheit noch, als die zuständigen Behörden mehrfach Maßnahmen ankündigten, diese nach wenigen Tagen aber wieder änderten. Angekündigt wurde beispielsweise die Umwandlung von Dollar-Krediten in Peso-Kredite zu einem Wechselkurs von einem Peso je Dollar und von Dollar-Einlagen in Peso-Einlagen zu einem Wechselkurs von 1,4 Pesos je Dollar (der Wechselkurs auf dem freien Markt betrug zu diesem Zeitpunkt etwa 2, im Mai 2002 schon über 3 Pesos je Dollar). Auf die mit diesen asymmetrischen Konvertierungen verbundenen Probleme waren weder die Banken noch ihre Kunden in irgendeiner Weise vorbereitet. Die meisten Privatbanken waren unter dem alten Konvertibilitätssystem rentabel; je nach Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner würden einige von ihnen dies nach der Zahlungsunfähigkeit des Staates und der Währungsabwertung vielleicht sogar bleiben. Doch die vorgeschlagenen Eingriffe würden gemeinhin zu Verlusten führen, die das Eigenkapital der Banken aufzehren.

Eingriffe in  
Kreditverträge  
verschlimmerten  
Krise ...

Auch das Einfrieren der Guthaben hatte verheerende Auswirkungen. Als zeitlich begrenzte Maßnahme, um den Run der Einleger auf die Banken zu stoppen, wurden schon in früheren Banken Krisen in Argentinien und anderen Ländern Guthaben eingefroren. In diesem Fall ist die Maßnahme jedoch so umfassend und zeitlich so ausgedehnt – manche Einlagen sollen erst im Januar 2005 wieder zurückgezahlt werden dürfen –, dass der Inlandszahlungsverkehr praktisch zum Erliegen gekommen ist. Da die auf Bargeldbasis funktionierende Schattenwirtschaft in Argentinien einen großen Anteil hat, insbesondere im Dienstleistungsbereich, hat das Einfrieren der Guthaben die Wirtschaftstätigkeit insgesamt schwer beeinträchtigt. Es ist zwar schwierig, die Folgen aus dem Einfrieren der Guthaben isoliert von anderen Aspekten der Bankenkrise zu betrachten, doch hat diese Maßnahme zweifellos mit dazu beigetragen, dass das Vertrauen in das Bankensystem und in die Wirtschaftspolitik als Ganzes allgemein gesunken ist. Längerfristig dürfte dies weitere Kapitalabflüsse zu Banken im Ausland bewirken, Kredite und Bankdienstleistungen verteuern und den Umfang der Finanzintermediation verringern.

... während  
Einfrieren der  
Guthaben  
Wirtschaftsaktivität  
beeinträchtigte ...

Erhebliche Schäden richteten auch Änderungen des Insolvenzgesetzes an, durch die die Rechte der Gläubiger erheblich eingeschränkt wurden, ebenso wie die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Gesetz gegen „wirtschaftliche Subversion“, nach dem Verantwortliche in Banken und Unternehmen für Fehlentscheidungen sowie für fahrlässig getroffene Entscheidungen gerichtlich zur Rechenschaft gezogen werden konnten. Die kontroversen Bestimmungen beider Gesetze wurden zwar im Mai 2002 geändert, doch hatte die von ihnen ausgehende Unsicherheit das Vertrauen der Anleger und der Wirtschaft in die Wahrung gesetzlicher Grundrechte bereits stark erschüttert.

... und neue  
Gesetze das  
Vertrauen weiter  
untergruben

#### *Auswirkungen der Argentinien-Krise auf das Geschäft international tätiger Banken*

Im vergangenen Jahrzehnt wurde die Beteiligung ausländischer Banken zunehmend als Schlüssel zur Entwicklung leistungsfähiger Bankensysteme in

Durch argentinische Erfahrung könnten international tätige Banken ...

aufstrebenden Volkswirtschaften gesehen. In ausländischem Besitz befindliche Banken wurden wichtige Akteure in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, und auch in Argentinien entfiel auf sie weit mehr als die Hälfte der Bilanzsumme aller Banken. Teilweise aus diesem Grund, aber auch wegen der strikten Bankenaufsicht, galt das Bankensystem Argentiniens als eines der solidesten in Lateinamerika. Der argentinische Zahlungsausfall, die drastische Abwertung des Peso und Unsicherheiten bezüglich des vertraglichen Status der Bankeinlagen und -kredite sowie der Gläubigerrechte brachten das Bankensystem Argentiniens jedoch rasch an den Rand des Zusammenbruchs. Dies wirft eine Reihe von Fragen hinsichtlich des künftigen Engagements international tätiger Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften auf.

... Gesetzgebung und Rechtsprechung mit mehr Skepsis betrachten ...

Offensichtlich haben sich andere Märkte in Lateinamerika von Argentinien abgekoppelt, und es gab auch keinerlei Zeichen für einen Ansteckungseffekt auf das Einlagengeschäft der Banken in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Dies scheint die Auffassung zu bestätigen, dass Argentinien von den Finanzmärkten bisher als Sonderfall betrachtet wird. Dennoch dürften die international tätigen Banken mit der Zeit größere Zurückhaltung bei der Ausweitung ihrer Geschäftstätigkeit auf diejenigen aufstrebenden Volkswirtschaften üben, in denen die Politik, die Gesetzgebung und die Rechtsprechung als unzuverlässig angesehen werden. Ganz allgemein dürften die international tätigen Banken ihre Bedingungen für die Kredite verschärfen, die sie über ihre lokalen Tochtergesellschaften an den öffentlichen Sektor und öffentlich-rechtliche Einrichtungen aufstrebender Volkswirtschaften vergeben.

... ihre Aktivitäten stärker diversifizieren ...

Eine weitere längerfristige Folge aus der Argentinien-Krise könnte sein, dass Banken, die einen großen Teil der Gewinne aus einer bestimmten aufstrebenden Volkswirtschaft (oder Region) beziehen, eine Diversifizierung ihrer Investitionen anstreben werden. Da die Behörden des Gastlandes vielleicht zögern oder aufgrund ihrer Haushaltslage auch außerstande sind, einer großen Tochtergesellschaft einer ausländischen Bank rettend zur Seite zu stehen, könnten sie durchaus die Muttergesellschaft unter Druck setzen, der Tochtergesellschaft neues Kapital zuzuführen. Ausländische Banken mögen von vornherein bestrebt sein, eine dominante Position in einzelnen Ländern zu vermeiden, weil ihre Weigerung, eine Tochtergesellschaft zu rekapitalisieren, als erhebliche Schädigung des betroffenen Gastlandes interpretiert würde.

... und weniger Fremdwährungskredite vergeben

Außerdem könnte die Bereitschaft ausländischer Banken zum Abschluss von Geschäften auf Dollarbasis in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften abnehmen. Seit Mitte der neunziger Jahre haben ausländische Banken in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Tochtergesellschaften errichtet, u.a. um ihr grenzüberschreitendes Engagement zu reduzieren und um Währungsinkongruenzen aufgrund der Vergabe von Fremdwährungskrediten aus dem Ursprungsland heraus zu verringern. Die Erfahrungen in Argentinien zeigen jedoch, dass die Banken von Abwertungen unter Umständen ebenso hart getroffen werden, wenn die Bankkunden Guthaben in Fremdwährung halten, aber kaum andere Dollareinkünfte haben (beispielsweise Exporterlöse). Ausländische Banken dürften daher die Konditionen für Fremdwährungskredite

vorsichtiger festlegen oder sich vollständig auf das Kreditgeschäft in Landeswährung konzentrieren.

Eine grundsätzlichere Besorgnis für die aufstrebenden Volkswirtschaften besteht darin, dass durch die drohenden hohen Verluste ausländischer Unternehmen, die stark in Argentinien engagiert waren, der Zustrom ausländischer Direktinvestitionen beeinträchtigt werden könnte. Angesichts der schweren Verluste kontinentaleuropäischer Privatanleger, die schätzungsweise \$ 20 Mrd. in argentinischen Staatsanleihen hielten, dürfte es sich zudem für die aufstrebenden Volkswirtschaften künftig als schwieriger erweisen, ihre Emissionen bei Privatanlegern zu platzieren.

Auch andere Kapitalzuflüsse könnten beeinträchtigt werden

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Die Geldpolitik vollzog im vergangenen Jahr einen Kurswechsel, als die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern die Zinssätze infolge des globalen Konjunkturabschwungs herabsetzten. Ein weiterer Einflussfaktor waren die Terroranschläge in den USA, nach denen die Geldpolitik weltweit erneut gelockert wurde, um zur Wiederherstellung des Verbraucher- und Unternehmervertrauens beizutragen. Anfang 2002 verbesserten sich die Konjunkturaussichten. Dies veranlasste die Zentralbanken in einigen Ländern, die Geldpolitik zu straffen, um einem Inflationsdruck vorzubeugen.

Die Abschwächung der Konjunktur im letzten Jahr war zuerst in den USA erkennbar. Daraufhin übernahm die Federal Reserve im Januar 2001 die Führung bei der geldpolitischen Lockerung und senkte angesichts der unerwarteten Schwere des Abschwungs die Zinsen mehrere Male. Im ersten Quartal 2002 deutete sich eine Konjunkturwende an, sodass von weiteren Lockerungen der Geldpolitik abgesehen wurde und die Gefahren für Wachstum und Inflation wieder ausgewogener beurteilt wurden.

Verglichen mit den USA trat im Euro-Raum erst später ein Abschwung ein. Da der Inflationsdruck Anlass zu Besorgnis blieb, senkte die EZB die Zinsen im ersten Halbjahr 2001 nur einmal. Als sich die Hinweise auf einen Abschwung mehrten sowie als Reaktion auf die Ereignisse des 11. September lockerte die EZB die Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte weiter. Anfang 2002 wurden die Zinsen stabil gehalten, da sich eine Wirtschaftserholung abzeichnete, der inflationäre Druck aber gemäßigt blieb.

In Japan blieb die Wirtschaftslage äußerst schwach. Die Bank of Japan erhöhte im Berichtszeitraum mehrmals die Einlagen des Bankensystems. Zur weiteren Stimulierung kaufte sie auch vermehrt japanische Staatsanleihen am offenen Markt. Entscheidende Strukturreformen blieben jedoch weiterhin aus, und die Wirtschaftsentwicklung stockte dementsprechend nach wie vor.

Auch in Ländern mit explizitem Inflationsziel wurden die Zinssätze im Laufe der letzten 12 Monate gesenkt, wenngleich Zeitpunkt und Ausmaß unterschiedlich ausfielen. Während die Bank of Canada die Zinsen sehr energisch herabsetzte, blieb das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich, in Australien und in Neuseeland kräftiger, sodass Zinssenkungen nur begrenzt nötig waren. Schweden und Neuseeland, die eine Erhöhung der Inflation befürchteten, strafften als erste Industrieländer Anfang 2002 ihre Geldpolitik.

Die niedrigen Inflationsraten und Nominalzinsen im Berichtszeitraum waren im Vergleich zu den letzten Jahrzehnten ungewöhnlich. Dieses neue Umfeld hat den Handlungsspielraum für die Zentralbanken in vielerlei Hinsicht erweitert. Wie die Erfahrung der vergangenen Jahre zeigt, könnten sich damit

allerdings auch die Herausforderungen, die sich den Zentralbanken stellen, auf subtile Weise verändert haben. Diese Fragen werden im zweiten Teil dieses Kapitels ausführlicher untersucht.

## USA

Die scharfe Konjunkturwende in den USA Ende 2000 und zu Jahresbeginn 2001 war der Anlass zu einer stark expansiven Geldpolitik. Anfang 2001 senkte die Federal Reserve fünfmal in Folge die Zinsen um jeweils 50 Basispunkte, darunter zweimal außerhalb der turnusmäßigen Sitzungen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve (FOMC). Dennoch verflachte sich das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2001, und die Besorgnis über mögliche weitere Kürzungen der Investitionsausgaben und einen anhaltenden Lagerabbau wuchs. Vor dem Hintergrund niedriger und stabiler Inflationsraten beschloss der FOMC bei seinen Sitzungen im Juni und August noch zweimal eine Senkung seiner Zielgröße für den Tagesgeldsatz, allerdings nicht mehr um 50, sondern jeweils nur noch um 25 Basispunkte, womit möglicherweise ein baldiges Ende der Lockerungsphase signalisiert wurde. Im Spätsommer zeichnete sich tatsächlich ab, dass sich die Lage in einigen Wirtschaftsbereichen stabilisiert hatte. Dies führte zu der optimistischeren Einschätzung, dass ein längeres unterdurchschnittliches Wachstum vermieden werden könnte.

Energische Lockerung der Geldpolitik bei drastischem Wirtschaftsabschwung

Die tragischen Ereignisse des 11. September zerschlugen etwaige Hoffnungen, dass das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht wieder an Fahrt gewinnen könnte. Die Reaktion der Währungsbehörden auf die Terroranschläge war vielfältig. Erstens stellte die Federal Reserve reichlich Liquidität über das Diskontfenster bereit. Im Rahmen dieser Notmaßnahmen stiegen in der Woche der Terroranschläge die Ausleihungen am Diskontfenster erheblich, um Ende September auf ein eher normales Niveau zurückzukehren. Zweitens vereinbarte bzw. erweiterte die Federal Reserve Swaplinien mit bestimmten ausländischen Zentralbanken, um globalen Liquiditätsbefürchtungen entgegenzutreten, wobei diese Linien lediglich im Falle der EZB tatsächlich in Anspruch genommen wurden. Drittens senkte der FOMC in diesem veränderten Umfeld, das durch größere Unsicherheit und wenig gefestigtes Verbraucher- und Anlegervertrauen gekennzeichnet war, den Zielsatz für Tagesgeld um 50 Basispunkte. Diese Zinssenkung erfolgte bewusst zum Zeitpunkt der Wiedereröffnung der Aktienmärkte in New York am 17. September (Kapitel VI). Die vorangegangenen Notenbankzinssenkungen und die reichliche Liquiditätsbereitstellung nach den Terroranschlägen trugen gemeinsam dazu bei, das kräftige Wachstum der weit gefassten monetären Aggregate aufrechtzuerhalten.

Weitere Lockerungen nach den Terroranschlägen ...

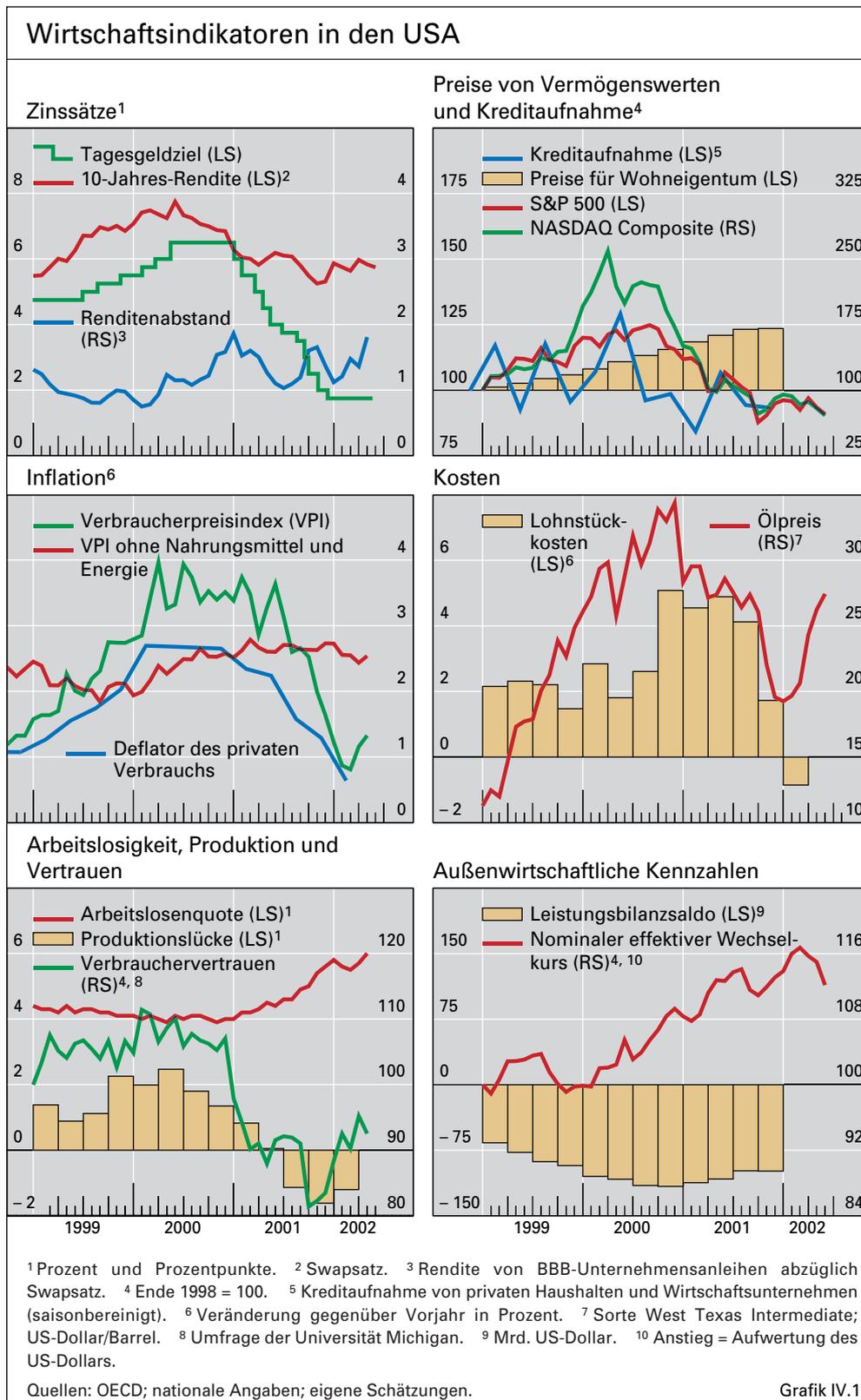
Als die Besorgnis wuchs, dass ein weltweiter Konjunkturabschwung die US-Wirtschaft weiter bremsen würde, verlieh der FOMC in der Sitzung von Anfang Oktober seinem Kurs Nachdruck, indem er den Zielsatz um einen weiteren halben Prozentpunkt zurücknahm. Bei nachlassendem Inflationsdruck und vielen Anzeichen für eine weiterhin schwache Wirtschaftsentwicklung senkte der FOMC die Zinsen bis zum Jahresende noch zweimal.

... und nochmals gegen Ende 2001 bei weiterhin schwacher Konjunktur

Die Maßnahmen des FOMC während dieser Phase der Lockerung waren beispiellos. Der Zielsatz für Tagesgeld wurde im Jahr 2001 elfmal um insge-

Trotz beträchtlicher Zinssenkungen ...

samt 4,75 Prozentpunkte gesenkt und Anfang 2002 auf dem ungewöhnlich niedrigen Niveau von 1,75% gehalten. Während die oben angedeuteten veränderten Gegebenheiten ausreichen, um eine erhebliche Lockerung der Geldpolitik zu rechtfertigen, hatte die US-Wirtschaft das Jahr 2001 mit



– nachträglich gemessen – relativ hohen kurzfristigen Realzinssätzen begonnen. Außerdem wurde im weiteren Jahresverlauf zunehmend klar, dass sich die allgemeine Finanzlage nicht so entspannte, wie es unter normalen Umständen vielleicht zu erwarten gewesen wäre. Trotz der erheblichen Verringerung der kurzfristigen Zinssätze wertete der Dollar im Jahr 2001 nominal effektiv um 5,4% auf (Grafik IV.1); die Kreditvergabebedingungen der Banken zogen etwas an, und die Aktienkurse fielen weiter, obwohl die energische Lockerung der Geldpolitik vermutlich einen noch viel stärkeren Rückgang verhinderte. Dagegen stiegen die Preise für Wohneigentum weiterhin deutlich, und die Verbraucher nutzten Refinanzierungsmöglichkeiten von Hypothekenverträgen. Auf diese Weise erhielten sie Mittel in Rekordhöhe, die sie für zusätzliche Konsumausgaben verwendeten (Kapitel II).

... Bedingungen an den Finanzmärkten weiterhin straff

Anfang 2002 begannen eine ganze Reihe von Indikatoren eine Konjunkturlage anzudeuten. Dennoch blieben große Unsicherheiten bestehen. Dementsprechend hielt die Federal Reserve ihren Zielsatz in den ersten drei Monaten des Jahres konstant und schätzte die Risiken ab März als ausgewogen ein. Für ein Beibehalten niedriger Zinsen sprach, dass die Bedingungen an den Finanzmärkten noch angespannt waren und die Ölpreiserhöhungen die verfügbaren Einkommen belasteten. Darüber hinaus schienen einige bereits vor der Konjunkturabschwächung vorhandene Ungleichgewichte weiter zu bestehen, von denen eine möglicherweise bremsende Wirkung auf die beginnende Erholung vermutet wurde. Insbesondere vom hohen Verschuldungsstand der privaten Haushalte und den großzügig bewerteten Aktien konnte eine Dämpfung der Konsumausgaben ausgehen, vor allem angesichts der unsicheren Gewinnaussichten sowie möglicher Folgen des Zusammenbruchs von Enron. Ebenso konnten gedrückte Unternehmensgewinne, eine hohe Gesamtverschuldung und Überkapazitäten die Investitionsausgaben einschränken. Einiges wiederum sprach eher für eine raschere Rückführung der Notenbankzinsen auf ein normaleres Niveau: Der Lagerabbau schien sich zu verlangsamen, die Effekte der Zins- und Steuersenkungen hatten sich möglicherweise noch nicht voll entfaltet, und es bestand immer noch die Aussicht auf ein höheres Produktivitätswachstum, wie es zum ausgedehnten Boom der neunziger Jahre beigetragen hatte.

Notenbankzinssätze Anfang 2002 stabil

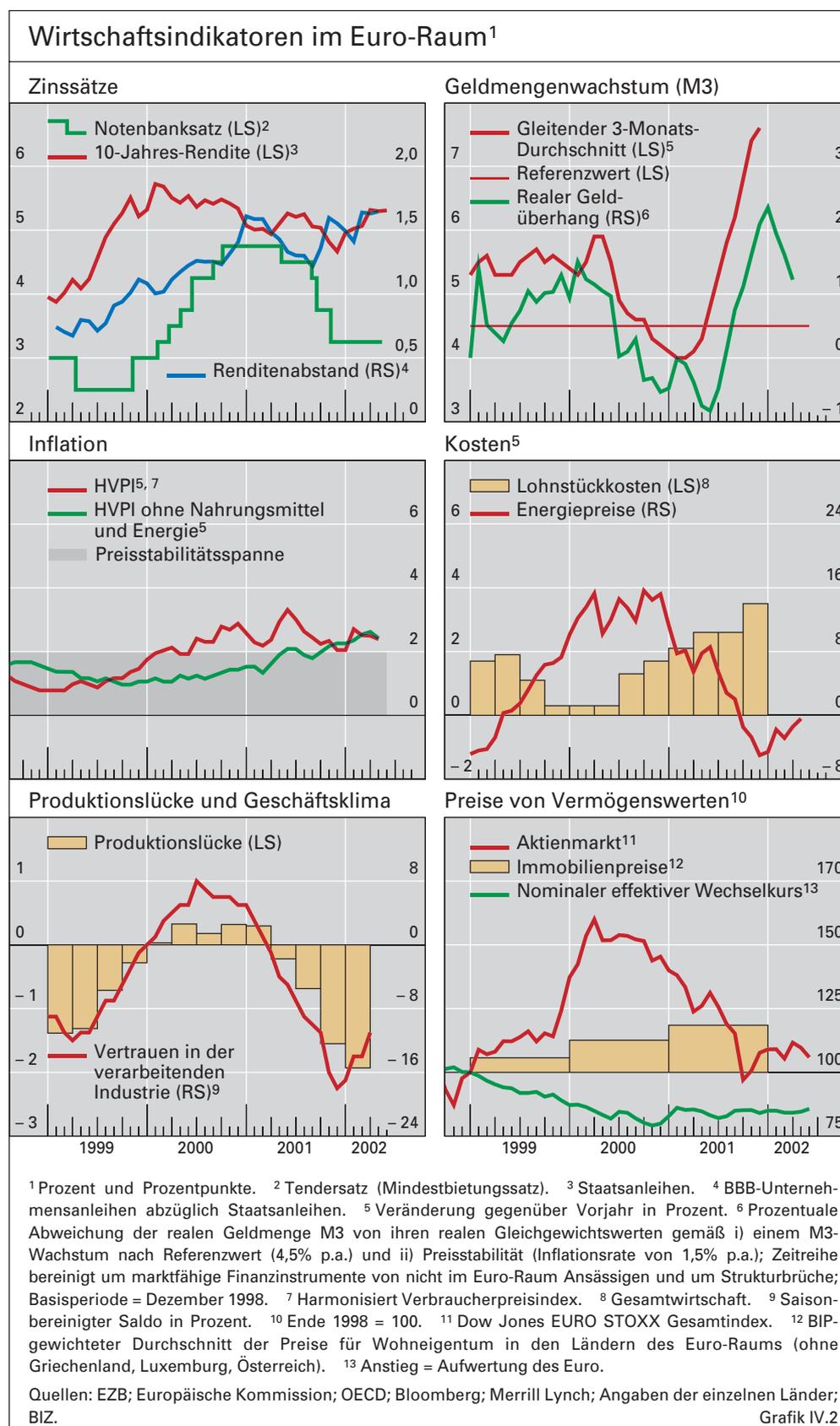
Außerdem war sorgfältig abzuwägen, wie schnell ein Richtungswechsel bei der Geldpolitik vorgenommen werden sollte. Einerseits waren die Zinssenkungen in Reaktion auf die sich verschlechternde Wirtschaftslage rasch aufeinander gefolgt, sodass eine ebenso rasche vorbeugende Straffung der Geldpolitik für den Fall eines einsetzenden inflationären Drucks zu erwarten wäre. Andererseits könnte jede überraschende Umkehr der Geldpolitik zu einer Überreaktion der Finanzmärkte führen. Insofern könnte der FOMC durch den Wechsel zu einer neutralen Haltung bei der Sitzung im März die Märkte auf Zinserhöhungen vorbereitet haben.

## Euro-Raum

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum war Anfang 2001 relativ robust, und die EZB befürchtete nach wie vor einen unterschweligen Inflationsdruck. Als sich jedoch die mittelfristigen Inflationsaussichten zu bessern begannen, was

Inflationsdruck im Euro-Raum bis Mitte 2001 Grund zur Besorgnis

u.a. dem nachlassenden Nachfragedruck in Verbindung mit der weltweiten Abschwächung des Wirtschaftswachstums zuzuschreiben war, beschloss die EZB im Mai, ihren Leitzinssatz von 4,75% auf 4,5% zu senken. Den Sommer



über wurden die Zinsen bei 4,5% belassen, da die Inflationsrate hartnäckig über der oberen Grenze der EZB-Definition von Preisstabilität verharrte, teilweise bedingt durch die vorangegangenen Ölpreiserhöhungen und den niedrigeren Außenwert des Euro.

Bei seiner Sitzung Ende August gelangte der Rat der EZB zu der Einschätzung, dass der Preisdruck endlich nachließ; es wurde als zunehmend unwahrscheinlich erachtet, dass die früheren Preissteigerungen die Inflation noch weiter beeinflussen würden. Darüber hinaus hatte sich in großen Teilen des Euro-Raums die Konjunktur überraschend deutlich abzuschwächen begonnen, was mit der konjunkturellen Schwäche in den USA und in Japan sowie einer Mäßigung des Konsums wie auch der Investitionstätigkeit im Euro-Raum zusammenhing. Dies veranlasste die EZB, ihren wichtigsten Zinssatz um 25 Basispunkte herabzusetzen. Noch einmal senkte sie die Zinsen kurz nach den Terroranschlägen in den USA, denn durch diese massive Beeinträchtigung des Vertrauens trübten sich die Aussichten auf eine Belebung des weltweiten Wirtschaftswachstums ein. Ebenso wie die Währungsbehörden in den USA und in vielen anderen Ländern kündigte die EZB an, dass sie Liquidität bereitstellen werde, um den normalen Betrieb der Finanzmärkte nach den Terroranschlägen zu unterstützen. Unter anderem geschah dies am 12. September durch Festzinstender in unbestimmter Höhe. Im November senkte die EZB die Notenbankzinsen zum vierten und letzten Mal in der Berichtsperiode, da sie der Auffassung war, dass der inflationäre Druck trotz des anhaltend hohen M3-Wachstums (Grafik IV.2), das hauptsächlich Portfolioumschichtungen zugeschrieben wurde, hinreichend rasch nachließ.

Bei Wachstums-  
abschwächung ...

... Senkung der  
Notenbanksätze

Angesichts widersprüchlicher Signale über den möglichen Inflationsdruck hielt die EZB die Notenbankzinsen Anfang 2002 stabil. Zwar gab es erste Anzeichen für eine Konjunkturwende, z.B. eine Stärkung des Vertrauens bei den Unternehmen und einen Anstieg des Einkaufsmanagerindex für die verarbeitende Industrie, doch fehlten schlüssige Daten, die einen dauerhaften Anstieg des Wirtschaftswachstums belegen würden. Die Einführung des Euro-Bargeldes zu Jahresbeginn hatte offensichtlich nur eine mäßige Auswirkung auf die Inflation; sie wurde für Preissteigerungen in einem Teil des Dienstleistungssektors verantwortlich gemacht. Der Anstieg der Inflationsrate im Januar und Februar gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat wurde vorübergehenden Basiseffekten zugeschrieben und löste daher keine geldpolitischen Reaktionen aus.

Geldpolitik Anfang  
2002 unverändert ...

Im April lieferten Anzeichen einer Trendumkehr bei den Lagerinvestitionen und verbesserter Bedingungen an den Finanzmärkten weitere positive Signale für eine Konjunkturerholung. Gleichzeitig schürten Ölpreissteigerungen und die laufenden Lohnverhandlungen wiederum Bedenken über den Aufbau von Inflationsdruck. Die EZB entschied schließlich erneut, die Zinsen unverändert zu belassen und abzuwarten, wie sich die Lage entwickeln würde.

... bei wieder-  
kehrenden  
Inflationsbedenken

## Japan

Die japanische Wirtschaft schwächte sich Anfang 2001 einmal mehr ab und geriet in ihre dritte und tiefste Rezession der vergangenen zehn Jahre. Die

In Japan bei  
Verschlechterung  
der Wirtschafts-  
aussichten ...

... monetäre  
Bedingungen  
mehrfach  
gelockert

Bank of Japan änderte daraufhin ihre Vorgehensweise und führte ein quantitatives Ziel für die täglich fälligen Einlagen ein (¥ 5 Bio.), um dem System deutlich mehr Liquidität bereitzustellen. Die Wachstumsrate der Geldbasis stieg kräftig an, der Tagesgeldsatz blieb praktisch bei null, und auch entlang der Zinsstrukturkurve wurden die Sätze gegen null gedrückt. Dennoch verschlechterte sich die Wirtschaftslage im Jahresverlauf weiter. In der Jahresmitte brachen die Aktienkurse ein, und der globale Konjunkturabschwung begann schwer auf Japans Exporten zu lasten. Der Policy Board der Bank of Japan sah mehr und mehr Anlass für eine weitere Lockerung und setzte schließlich im August das quantitative Ziel auf ¥ 6 Bio. herauf. Zusätzlich erwarb die Bank vermehrt inländische Staatsanleihen am offenen Markt.

Nach den Terroranschlägen in den USA im September erfolgte de facto eine weitere geldpolitische Lockerung. Der Policy Board befürchtete, dass Störungen an den Finanzmärkten die positiven Effekte der zuvor getroffenen geldpolitischen Maßnahmen gefährden könnten. Die Bank of Japan legte kein höheres Ziel für den Umfang der täglich fälligen Einlagen fest, sondern kündigte an, dass sie bereit sei, den Markt – auch über ihr vorher festgelegtes Ziel hinaus – reichlich mit Liquidität zu versorgen. Als begleitende Maßnahme senkte die Bank den Diskontsatz und erweiterte den Zugang zu ihrer lombard-ähnlichen Kreditfazilität. Daraufhin beschleunigte sich zwar das Wachstum der Geldbasis, doch die Zuwachsrate der breit abgegrenzten Geldmenge blieb gering (Grafik IV.3). Die Lockerung der Geldpolitik könnte teilweise zur Abwertung des Yen im späteren Jahresverlauf beigetragen haben, aber diese Abwertung war recht begrenzt. Im Dezember lag der nominale effektive Wechselkurs noch immer um 20% höher als Mitte 1998. Die Abwertung des Yen hatte dennoch einige positive Effekte, wie sich im Anstieg der Exporte, in den Unternehmensgewinnen in einzelnen Sektoren und im Yen-Wert der ausländischen Anlagen zeigte.

Einige positive  
Effekte durch Yen-  
Abwertung ...

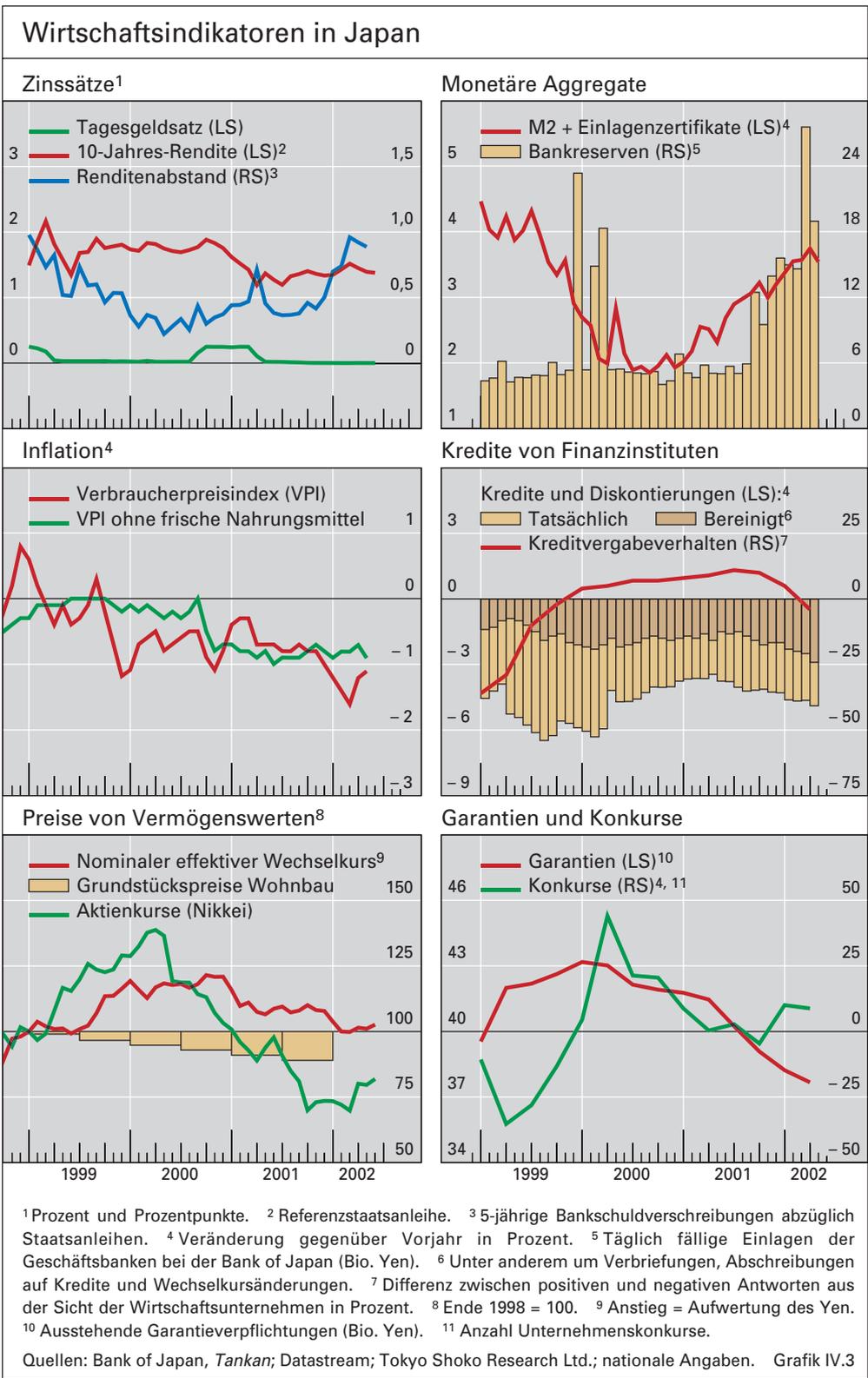
... aber Verschlech-  
terung der Finanz-  
bedingungen  
insgesamt

Eine Verschlechterung der Finanzbedingungen gegen Jahresende deutete darauf hin, dass die Wirtschaft weiter schrumpfen könnte. Die Konkurse häuften sich, die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen weiteten sich aus, und bei sonst stabilen Aktienkursen fielen die Notierungen der Bankaktien angesichts einer Zunahme der notleidenden Kredite erheblich. Außerdem beschleunigte sich der Rückgang der Bankkredite. Dies hing aber auch damit zusammen, dass sich die Kreditnachfrage abschwächte, da die Unternehmen ihre Anlageinvestitionen zurückschraubten und zugleich bestrebt waren, ihren Fremdfinanzierungsanteil zu reduzieren. Daraufhin setzte die Bank of Japan ein explizites und viel höheres Ziel von ¥ 10–15 Bio. für die täglich fälligen Einlagen des Bankensektors fest, wobei diese zu diesem Zeitpunkt bereits ¥ 9 Bio. erreicht hatten. Darüber hinaus erweiterte die Bank die Liste der für ihre Geschäfte zulässigen Sicherheiten, um das Funktionieren der Märkte und der Intermediation zu verbessern.

Deflation  
beschleunigt ...

... daraufhin  
erneute  
Lockerung ...

Im Jahr 2002 beschleunigte sich die Deflation der Verbraucherpreise, und die Konjunkturaussichten blieben ungewiss, obwohl die Wachstumsrate der Geldbasis gegenüber dem Vorjahr fast 30% erreichte. Gegen Ende des Fiskaljahres hielt es die Bank of Japan für möglich, dass die Märkte noch mehr Liquidität benötigten. Daraufhin nahm sie Ende Februar eine Reihe weiterer



Lockerungsmaßnahmen vor, darunter eine nochmalige Anhebung ihres Ziels für die täglich fälligen Einlagen.

Zwar lockerte die Bank of Japan im letzten Jahr die geldpolitischen Bedingungen, betonte aber weiterhin, dass eine Ankurbelung der Nachfrage, das Wirtschaftswachstum und das Ende der Deflation von erheblichen

... aber Struktur-reformen weiterhin entscheidend

Fortschritten bei den Strukturreformen abhängig seien. Insbesondere hob sie hervor, dass Erfolge bei der Lösung des immer größer werdenden Problems der notleidenden Kredite unerlässlich seien, auch wenn dies für manche Unternehmen den Konkurs bedeuten sollte. Für den Fall auftretender systemweiter Probleme erklärte die Bank of Japan, dass sie bereit sei, als Kreditgeber der letzten Instanz zu fungieren. Für zusätzliche öffentliche Ausgaben als alternative Maßnahme zur Belebung der Nachfrage wurde aufgrund der wachsenden Staatsverschuldung wenig Spielraum gesehen. Auch andere geldpolitische Strategien waren mit Nachteilen verbunden (s. weiter unten).

## Länder mit Inflationsziel

Auswirkungen  
der weltweiten  
Abschwächung  
auf andere  
Industrieländer

Die verschiedenen Länder mit explizitem Inflationsziel machten in der Berichtsperiode ähnliche, jedoch keineswegs identische Erfahrungen. Im Allgemeinen verzeichneten sie eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums, die hauptsächlich durch die schleppende Konjunktur in den größeren Volkswirtschaften verursacht wurde. So konnte die Geldpolitik im ersten Halbjahr 2001 gelockert werden, da die Inflation weiterhin nahe dem Inflationsziel lag (Grafik IV.4). Das Ausmaß des Abschwungs und die Inflationsaussichten waren jedoch von Land zu Land sehr unterschiedlich. In Kanada verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum deutlich. Dies veranlasste die Bank of Canada, die Notenbankzinsen ähnlich energisch wie die Federal Reserve zu senken. In anderen Ländern, wie dem Vereinigten Königreich, Australien und Neuseeland, blieb das von einer stärkeren Inlandsnachfrage gestützte Wirtschaftswachstum recht robust. Dennoch wurden Zinssenkungen vorgenommen, als sich ein mögliches Absinken des Wirtschaftswachstums unter den Potenzialpfad abzeichnete. Die Bank of England schien in besonders günstiger Position, um einen abrupten Konjunkturerinbruch abzuwenden, denn die Inflation lag unter dem Ziel, und das Pfund Sterling war anhaltend stark gewesen. Schweden fiel aus dem Rahmen; die Inflation stieg hier während des gesamten letzten Jahres, und die Sveriges Riksbank sah sich schließlich im Juli 2001 veranlasst, die Geldpolitik zu straffen.

Kanada am  
härtesten  
getroffen ...

... aber Vereinigtes  
Königreich und  
Australien weiterhin  
stark

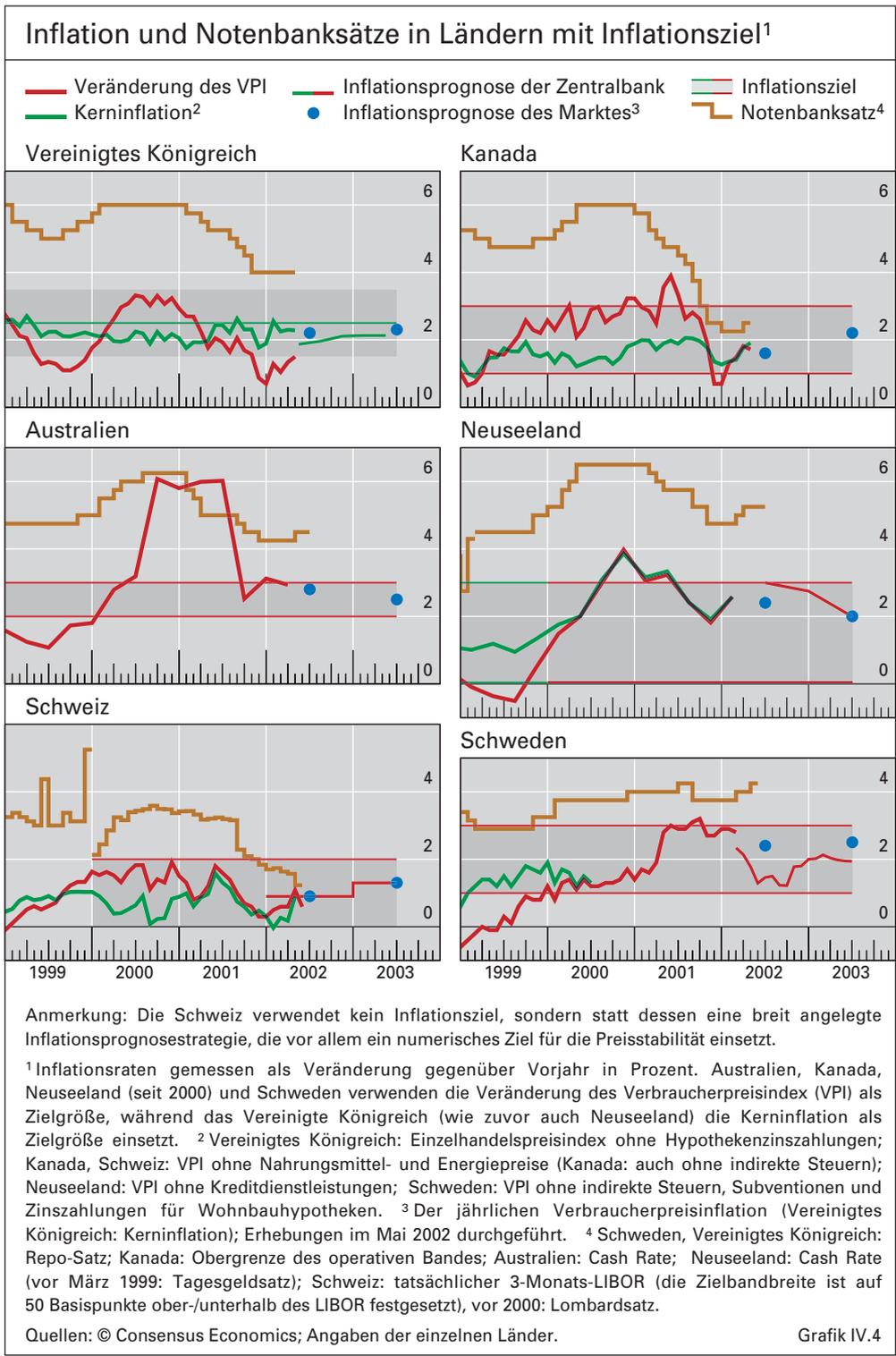
Verbreitete Zins-  
senkungen nach  
dem 11. September

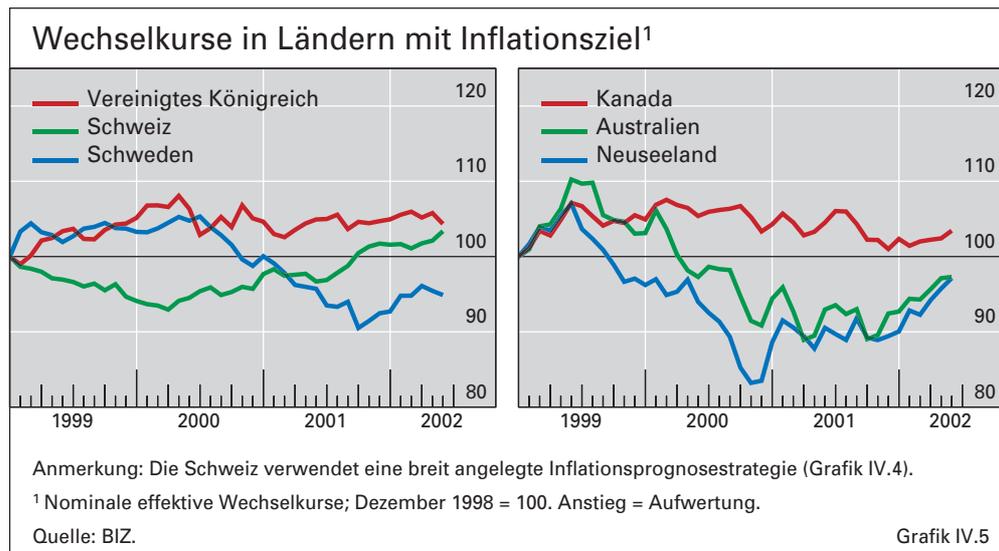
Eine weitere Lockerung der Geldpolitik fand vielerorts unmittelbar nach den Terroranschlägen in den USA statt. Wie in den größeren Volkswirtschaften bestand das wichtigste Anliegen der Währungsbehörden darin, zu einem Zeitpunkt, da die Unsicherheit ohnehin groß war, einen Einbruch des Vertrauens der Verbraucher und Unternehmen zu verhindern. Geldpolitische Maßnahmen, darunter sowohl Zinssenkungen als auch spezielle Liquiditätsbereitstellungen und Swapvereinbarungen mit der Federal Reserve (wie oben beschrieben), wurden außerhalb der turnusmäßigen Sitzungen getroffen. Lediglich die Reserve Bank of Australia senkte die Zinsen erst Anfang Oktober. In der Folge wurden die Notenbankzinsen in den meisten Ländern mit Inflationsziel Ende 2001 weiter zurückgenommen, als die Inlandsnachfrage allgemein Anzeichen von Schwäche zeigte und die Kerninflation nahe am Ziel blieb.

Ungleichgewichte  
zwischen den  
Wirtschaftszweigen  
verschärft

Durch die Lockerung der Geldpolitik zur Belebung der inländischen Nachfrage bei schlechten Geschäftsaussichten an den Auslandsmärkten konnten sich möglicherweise Ungleichgewichte zwischen den Wirtschaftszweigen

bilden bzw. vergrößern, und zwar vor allem deshalb, weil es keine Garantie gab, dass Zinssenkungen eine Abwertung der Währung bewirken würden. Dies galt insbesondere für das Vereinigte Königreich, wo es infolge der anhaltenden Stärke des Pfund Sterling (Grafik IV.5) seit einiger Zeit große Wachstumsunterschiede zwischen binnenwirtschaftlich orientierten Branchen einerseits und exportorientierten bzw. mit Importprodukten konkurrierenden Wirtschaftszweigen andererseits gegeben hatte. Durch Senken der Zinssätze um 1,75 Pro-





zentpunkte, womit zugelassen wurde, dass der Boom beim Wohneigentum anhält, gab die Bank of England implizit ihrer Auffassung Ausdruck, dass ein unausgewogenes Wirtschaftswachstum besser sei als gar keines.

In fast allen Ländern mit Inflationsziel wurden die Notenbankzinsen während der ersten zwei Monate 2002 stabil gehalten. Nur die Bank of Canada senkte ihren Zielsatz für Tagesgeld noch einmal. Im März mehrten sich die Anzeichen, dass sich die wirtschaftliche Talfahrt in diesen und anderen Ländern ihrem Ende näherte, und die Aufmerksamkeit richtete sich zunehmend auf einen möglichen geldpolitischen Kurswechsel. Ende März hoben die Sveriges Riksbank und die Reserve Bank of New Zealand die Notenbankzinsen als Erste wieder an. In beiden Ländern baute sich bereits Inflationsdruck auf, und im Falle Schwedens lag die Inflation sogar über dem angekündigten Ziel. Die Bank of Canada und die Reserve Bank of Australia strafften den geldpolitischen Kurs im April bzw. Mai ebenfalls. Beide erhöhten angesichts des unerwartet starken Wirtschaftswachstums die Notenbankzinssätze. Die Schweizerische Nationalbank dagegen senkte ihren Leitzins Anfang Mai um ½ Prozentpunkt, da sie befürchtete, dass die Aufwertung des Frankens die wirtschaftliche Erholung hemmen könnte.

Mit dem Beginn einer allgemeinen geldpolitischen Straffung wurden Fragen über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus bei den gegenwärtig vorherrschenden Vermögenspositionen aktuell. Die privaten Haushalte und Unternehmen waren, vor allem im Vereinigten Königreich, ungewöhnlich stark verschuldet, die Preise von Wohneigentum erschienen in vielen Ländern reichlich hoch (Kapitel VII), und im Vereinigten Königreich hatte sich das Leistungsbilanzdefizit ausgeweitet. Eine kräftige Erhöhung der Notenbankzinsen würde die Schuldendienstlast bei Verbrauchern und Unternehmen verschärfen und könnte zu einer Umkehr bei den Immobilienpreisen führen.

### Subtilere Herausforderungen für die Geldpolitik?

In den letzten zehn Jahren ist die Weltwirtschaft in eine Phase niedriger und vergleichsweise stabiler Inflationsraten eingetreten. Das große Engagement

Umkehr des  
Notenbankzins-  
zyklus

Veränderungen  
in der Volkswirt-  
schaft ...

der Zentralbanken in der Inflationsbekämpfung sowie ihre größere Glaubwürdigkeit dürften hierzu wesentlich beigetragen haben. Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften darauf angelegt waren, das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial zu verbessern, hatten daran ebenfalls Anteil.

Die Vorteile dieses neuen Umfelds können nicht oft genug hervorgehoben werden, auch wenn sie heutzutage bisweilen für selbstverständlich gehalten werden. Vor allem sind die Grundlagen für ein höheres langfristiges Wachstum und eine stabilere Weltwirtschaft gelegt worden. Das neue Umfeld hat dazu beigetragen, die Fehlallokationen zu mindern, die mit hohen und sich ändernden Inflationsraten verbunden sind. Außerdem hat es den Handlungsspielraum der Zentralbanken erheblich erweitert. So ist z.B. dank deren gesteigener Glaubwürdigkeit das Auftreten kostspieliger Lohn-Preis-Spiralen weniger wahrscheinlich geworden. Auch muss es nicht mehr dazu kommen, dass ein Konjunkturaufschwung vorzeitig endet, weil die Zentralbanken bemüht sind, emporschießende Inflationsraten einzudämmen.

Gleichwohl standen die Zentralbanken auch in der Berichtsperiode vor einigen Herausforderungen, wie weiter oben bereits gezeigt wurde. Mit der Liberalisierung im Finanzsektor galt es in vielen Fällen, ausgeprägte Hausse- und Baissezyklen bei Preisen von Vermögenswerten – die häufig mit ähnlichen Schwankungen an den Kreditmärkten einhergehen – innerhalb des geldpolitischen Rahmens zu berücksichtigen. In Japan und anderen ostasiatischen Ländern waren die Folgen solcher Zyklen besonders schwerwiegend. Teilweise im Zusammenhang damit stellte sich zudem die Herausforderung, wie mit den Unsicherheiten im Umfeld potenzieller Verbesserungen auf der gesamtwirtschaftlichen Angebotsseite umzugehen war, die nicht zuletzt mit der Einführung neuer Informationstechnologien verbunden waren. Hier gab es große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. In jüngerer Zeit mussten die Zentralbanken mit einem unerwarteten und abrupten Abschwung zurechtkommen, der insofern ungewöhnlich war, als er durch die Auflösung eines Investitionsbooms in Gang gesetzt worden war.

Vor diesem Hintergrund sollen im Folgenden Lehren aus den jüngsten Erfahrungen gezogen werden, um die besonderen Herausforderungen zu beurteilen, vor denen die Zentralbanken angesichts des geringen Preisauftriebs, ihrer offenbar großen Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung und der liberalisierten Finanzmärkte stehen dürften. Im Einzelnen wird vor allem untersucht, wie sich die Dynamik der wirtschaftlichen Abläufe gewandelt haben könnte, denn damit könnten sich auch die Eigenschaften verschiedener Indikatoren für Inflations- bzw. Deflationsdruck ändern, und die Formulierung der Geldpolitik würde in vielleicht unerwarteter Weise beeinflusst. Zum Beispiel lassen sich wegen der stärkeren Verankerung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau insbesondere fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate heute vermutlich erst später feststellen. Folglich dürfte es etwas weniger eindeutig und in mancher Hinsicht auch schwieriger geworden sein, über den Zeitpunkt und das Ausmaß einer geldpolitischen Straffung in einer Aufschwungphase zu entscheiden. Ähnliche Fragen stellen sich auch bei einer

... bringen einige subtile Herausforderungen mit sich

Lockerung der Geldpolitik. Ferner kann die Nullzinsgrenze für die nominalen Sätze der Geldpolitik besondere Schwierigkeiten bereiten.

#### *Das Erkennen inflationärer und deflationärer Tendenzen*

Ungleichgewichte  
vielleicht erst  
später erkennbar ...

Aufgrund struktureller Veränderungen im Lohn- und Preisbildungsprozess dürfte es heute länger dauern, bis fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage über Verbraucherpreissteigerungen sichtbar werden. Erstens haben das erklärte Bestreben der Zentralbanken, die Inflation unter Kontrolle zu halten, und der damit verbundene Glaubwürdigkeitserfolg die Erwartungen anscheinend stärker im Bereich der expliziten oder impliziten Inflationsziele verankert. Zweitens, und das hängt zum Teil damit zusammen, ist der Einfluss von Wechselkursänderungen auf die Inflationsraten offenbar zurückgegangen (Kapitel II). Drittens haben Unternehmen und Arbeitnehmer bei niedriger und stabiler Inflationsrate einen geringeren Anreiz, die Preise und Löhne genauso häufig anzupassen wie früher, und der Abschluss langfristiger Verträge wird begünstigt. Viertens schließlich hat die Globalisierung den Wettbewerbsdruck erhöht und die Marktmacht der einzelnen Unternehmen verringert. Jeder der genannten Aspekte legt nahe, dass sich die Inflation nunmehr auf einem niedrigen Niveau stabilisiert hat und gegenüber Nachfrageüberhängen auf kurze Sicht weniger reagibel sein dürfte.

... vor allem bei  
Investitionsboom ...

Solche fundamentalen Ungleichgewichte einzuschätzen kann in einem Umfeld von Produktivitätszuwachsen und Investitionsbooms paradoxerweise schwieriger sein, da sich, zumindest für einige Zeit, positive Wirkungskreisläufe einstellen können. Produktivitätsgewinne tragen zu niedrigen Inflationsraten bei, was die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik verbessert und die Inflationserwartungen verankert und auf diese Weise den Preisauftrieb im Zaum hält. Eine günstigere Inflationsentwicklung dürfte es wiederum ermöglichen, die Zinssätze und Kapitalkosten niedrig zu halten, was die Unternehmensgewinne und Preise von Vermögenswerten nach oben treibt. Dies dürfte dann das Kreditwachstum und die Investitionstätigkeit ankurbeln, was zu weiteren Produktivitätszuwachsen führt. In vielen Ländern waren im letzten Konjunkturaufschwung Elemente dieser günstigen Wechselwirkung zu erkennen. Wichtig dabei ist, dauerhafte Produktivitätszuwächse von solchen zu unterscheiden, die mit einem längerfristig nicht tragfähigen Wachstum der Kapazitäten und unrealistischen Gewinnerwartungen einhergehen.

... dadurch  
Veränderungen der  
Risikostruktur für  
die Entscheidungsträger

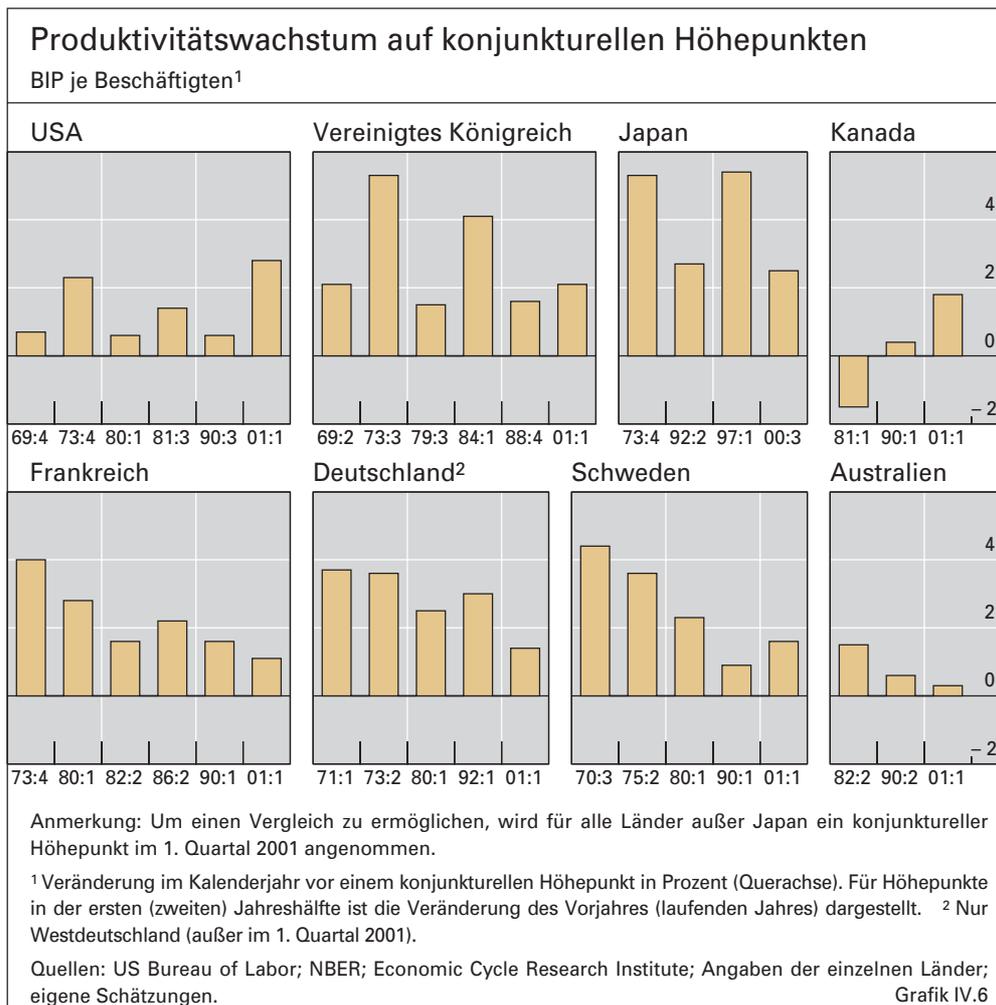
Wirtschaftliche Wachstumsprozesse dieser Art können in einer subtilen Weise die Risikostruktur verändern, der sich die geldpolitischen Entscheidungsträger gegenübersehen. Einerseits könnte es schließlich, wie schon in der Vergangenheit, zu einer sichtbaren Inflation kommen. Andererseits – und dies ist wohl eher wahrscheinlich – könnte der Aufschwung abflauen, wenn die Nachfrage stockt und die Unternehmensgewinne unter Druck geraten, bevor überhaupt eine nennenswerte Straffung der Geldpolitik zur Inflationseindämmung notwendig wird. Je nachdem, welcher Art und wie gravierend die während der Aufschwungphase entstandenen Ungleichgewichte sind, könnte die Inflation angesichts ihres niedrigen Ausgangsniveaus sogar in eine Deflation umschlagen.

Das Zusammenspiel einer geringeren Reagibilität der Preise bei Anspannungen auf der Nachfrageseite und potenzieller Verbesserungen auf der Angebotsseite kann den Informationsgehalt von Indikatoren, die gewöhnlich der Geldpolitik als Richtschnur dienen, beeinträchtigen. Unter solchen Umständen unterlägen insbesondere Schätzungen herkömmlicher Indikatoren, wie z.B. der Produktionslücke, größerer Unsicherheit als sonst. Außerdem könnte es eine Weile dauern, bis sich mit einiger Sicherheit feststellen lässt, ob ein beobachteter Produktivitätszuwachs zyklischer oder struktureller Natur ist und ob er einem einmaligen Produktivitätsschub oder einer tatsächlichen Veränderung der Zuwachsrate zuzurechnen ist.

Unsicherheit über Produktivitätsgewinne ...

... erschwert Schätzung der Produktionslücke ...

Diese Herausforderungen für die Geldpolitik kommen klar zum Ausdruck in der Debatte über den Charakter und das länderübergreifende Auftreten der Produktivitätssteigerungen im Zusammenhang mit der Einführung neuer Informationstechnologien. Es dauerte erhebliche Zeit, bis sich in den USA eine feste Meinung über die Art und die Nachhaltigkeit dieser Zuwächse gebildet hatte, wobei das kräftige Produktivitätswachstum auf dem konjunkturellen Höhepunkt und vor allem seine Robustheit während des kurzlebigen Abschwungs als wesentliche Anhaltspunkte dienten (Grafik IV.6). Ähnliche Unsicherheiten in der Beurteilung der Entwicklung gab es auch in anderen Ländern. Jedoch sind bis auf wenige Ausnahmen die seit langem erwarteten



konkreten Anzeichen für außergewöhnliche Produktivitätszuwächse ausgeblieben, obwohl IT-Innovationen in vielen Ländern weit verbreitet sind. Immer noch erschweren methodologische und länderspezifische strukturelle Entwicklungen derartige Beurteilungen. In Europa etwa dürften Unterschiede in den statistischen Erfassungsmethoden und beschäftigungsfördernde Maßnahmen den Trend des Produktivitätswachstums zum Teil verdecken. Darüber hinaus zeigt die Erfahrung der Volkswirtschaften, die nach länger anhaltenden von der Investitionsnachfrage getriebenen Aufschwüngen schwere Rezessionen erlitten, wie etwa Japan und andere ostasiatische Länder, dass Einschätzungen des langfristigen Wachstumspotenzials nicht unbedingt robust sind. In diesen Ländern wurden die während des Booms zunächst höheren Schätzwerte nach der Krise jeweils deutlich nach unten korrigiert.

... und des natürlichen Zinssatzes

Ähnliche Unsicherheiten kommen im Zusammenhang mit dem natürlichen Zinssatz auf, einem Indikator, dem immer mehr Aufmerksamkeit zuteil wird. Er wird allgemein definiert als derjenige kurzfristige Realzinssatz, der mit einem tragfähigen und nicht inflationären Wachstum im Einklang steht. Liegt somit der tatsächliche Ex-ante-Realzins unterhalb (bzw. oberhalb) des natürlichen Zinssatzes, gilt die Geldpolitik als expansiv (bzw. restriktiv). Da der natürliche Zins im Laufe des Konjunkturzyklus in Reaktion auf verschiedene unerwartete, nicht unbedingt präzise erkennbare Entwicklungen schwanken kann, dürfte es einfacher sein, seinen langfristigen Mittelwert zu schätzen. Dieser kann der Geldpolitik dann als Richtschnur für langfristige Betrachtungen dienen. Ein erster Messansatz für den Mittelwert greift auf realwirtschaftliche Daten zurück, da der langfristige natürliche Zins proportional zu Änderungen des langfristigen Produktivitätswachstums schwanken müsste. Schätzungen, die auf einem gleitenden Durchschnitt des Produktivitätswachstums beruhen, legen beispielsweise nahe, dass der langfristige natürliche Zins in den neunziger Jahren in den USA, im Vereinigten Königreich und in Kanada leicht anstieg, im Euro-Raum aber abnahm (Grafik IV.7). Diese Methode unterliegt jedoch derselben Unsicherheit wie alle Schätzungen des trendmäßigen Produktivitätswachstums. In einem alternativen Ansatz wird ein Durchschnitt tatsächlich beobachteter kurzfristiger Realzinsen ermittelt. Sollten allerdings die erwarteten und die tatsächlichen Inflationsraten im relevanten Beobachtungszeitraum durchgängig voneinander abweichen, wäre diese Methode möglicherweise nicht mehr zuverlässig.

Augenmerk auf Indikatoren finanzieller Ungleichgewichte?

Diese Argumente legen es nahe, anderen denkbaren Indikatoren für fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage einen etwas größeren Stellenwert einzuräumen. Kennzahlen, die das Entstehen von Unausgewogenheiten im Finanzsystem erkennen lassen, bieten sich an. Gerade die Erfahrung der letzten zehn Jahre zeigt, dass eine ungewöhnlich rasche gleichzeitige Zunahme der Kreditvergabe und der Preise von Vermögenswerten einen Wirtschaftsaufschwung ankündigen kann, der nicht auf Dauer tragfähig ist, da eine solche Zunahme oftmals mit einer verminderten Risikowahrnehmung und einem übermäßigen Aufbau von Kapazitäten einhergeht (Kapitel VII). Die daraus entstehenden Verzerrungen in den Unternehmensbilanzen und in den Investitionsentscheidungen können wiederum die Wirtschaft anfälliger für einen Abschwung machen und zu Anspannungen

## Langfristiger natürlicher Zinssatz

Quartalsdaten in Prozentpunkten (auf Jahresbasis)



im Finanzsystem führen. Gleichzeitig kommt es dabei oft zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen und zu Aufwertungsdruck auf die Währung, wie dies bei den Ländern Ostasiens der Fall war. Ein schnelles Wachstum anderer Aggregatsgrößen, wie z.B. der Maße für die breit abgegrenzte Geldmenge, kann ebenfalls eine Rolle spielen.

Bei der Gesamtbeurteilung finanzieller Unausgewogenheiten ist zugleich Vorsicht angebracht (Kapitel VII). Ein Grund dafür ist, dass zunächst abgeschätzt werden muss, was als tragfähig gelten kann, um beurteilen zu können, ob das Kreditwachstum und der Anstieg der Preise von Vermögenswerten „übermäßig“ sind. Bisherige Erfahrungswerte dürften dabei nützlich sein, aber letztendlich setzt die Beurteilung der Tragfähigkeit eine Einschätzung des langfristigen Produktivitätswachstums voraus. Ein zweiter Grund ist, dass eine solide Beurteilung finanzieller Ungleichgewichte die sorgfältige Überprüfung einer breiten Palette von Faktoren erfordert. Dazu gehören die Konstellation der Preise von Vermögenswerten (Aktien, gewerbliche Immobilien und

Wohneigentum), die Kreditvergabe in ihrer sektoralen Aufgliederung sowie schließlich auch die Solidität der Finanzinstitute. Zudem kann die Entwicklung einzelner Größen auch Einflüssen ausgesetzt sein, die nicht mit einem fundamentalen Nachfrageüberhang in Verbindung stehen. Grundsätzlich könnte beispielsweise die starke Ausweitung des realen Geldüberhangs im Euro-Raum im letzten Jahr (Grafik IV.2) einen bedeutenden Aufbau monetärer Ungleichgewichte anzeigen. Tatsächlich kann sie allerdings weitgehend Sonderfaktoren zugeschrieben werden, darunter der Flucht in liquide Mittel nach den Terroranschlägen in den USA.

#### *Die Entscheidung über den Zeitpunkt geldpolitischer Straffung*

Fragen in Bezug auf:

Ohne klare Hinweise auf einen inflationären Druck steht die Geldpolitik vor der Frage, wie sie bei kräftigem Wirtschaftswachstum hinreichend vorbeugend wirken kann. Diese Frage wäre allerdings weniger relevant, wenn stabile Inflationsraten den Handlungsspielraum erweitern würden und wenn die Verzögerungen in der monetären Transmission im neuen Umfeld kürzer wären. Dazu werden im Folgenden einige Überlegungen angeführt.

– Reaktion auf angebotsseitige Verbesserungen

Verbesserungen auf der Angebotsseite werfen für die Geldpolitik einige subtile Fragen auf. Wenn sich die Wachstumsrate der Produktivität dauerhaft erhöht hat, dann steigt auch der langfristige natürliche Zinssatz (Grafik IV.7). Unter sonst gleichen Voraussetzungen würde dies bedeuten, dass die Zentralbank letztendlich die nominalen Zinssätze anheben muss. Geschieht das nicht, könnte ein nicht tragfähiger Boom noch begünstigt werden. Wenn allerdings bei einem Anstieg des Produktionspotenzials zunächst die Preise unter erheblichen Abwärtsdruck geraten, dürfte es kurzfristig wünschenswert sein, die Zinsen zu senken. Dabei dürfte es nicht leicht sein, den jeweils angemessenen Zeitpunkt und Umfang von Zinsänderungen im Zeitablauf zu ermitteln, insbesondere wenn unklar ist, ob die Veränderung des Produktivitätswachstums dauerhaft oder vorübergehend ist.

– Umgang mit politökonomischem Druck

Selbst wenn eine Zentralbank in der Lage ist, den Aufbau eines fundamentalen Nachfrageüberhangs korrekt festzustellen, ist es möglicherweise aus politökonomischen Erwägungen heraus nicht leicht für sie, die Geldpolitik zu straffen, wenn sich der Verbraucherpreisanstieg nicht beschleunigt hat. Trotz der größeren Unabhängigkeit, die viele Zentralbanken heute genießen, kann es schwierig sein, die Zinssätze anzuheben, wenn das erklärte Ziel der Geldpolitik, nämlich niedrige und stabile Inflationsraten, allem Anschein nach doch erreicht wurde.

– Berücksichtigung sektoraler Ungleichgewichte

Darüber hinaus dürften – wie bereits in der Vergangenheit – große Divergenzen in den Branchenkonjunkturen in Verbindung mit sektoral unterschiedlichen Reagibilitäten auf geldpolitische Änderungen die Entscheidung für eine straffere Geldpolitik zusätzlich erschweren. Unter solchen Umständen würde eine einheitliche geldpolitische Haltung den voneinander abweichenden Bedürfnissen der einzelnen Branchen nicht gerecht. Ein Beispiel aus der jüngsten Vergangenheit war das vergleichsweise rasche Wachstum in der Hochtechnologiebranche. Wegen des hohen Aktienanteils in seinen Finanzierungsstrukturen reagierte dieser Sektor wohl wesentlich empfindlicher auf Veränderungen der Aktienkurse als auf die langfristigen Zinsen. Weniger

dynamische Sektoren hingegen dürften die Währungsbehörden unter Druck setzen, die Zinssätze nicht zu erhöhen, wie es in den vergangenen Jahren im Vereinigten Königreich der Fall war.

Was für Fragen eine Straffung der Geldpolitik aufwirft, lässt sich sehr gut anhand der Erfahrung Japans gegen Ende der achtziger Jahre veranschaulichen. Die Bank of Japan stellte damals fest, dass eine Konstellation aus kräftigem Produktivitätswachstum, rasantem Höhenflug der Preise von Vermögenswerten und niedrigen Inflationsraten eine Straffung der Geldpolitik nach objektiven Kriterien stark erschwerte, während die Ungleichgewichte zunahmen. Die Bank geriet sogar unter beträchtlichen Druck, auch aus den Reihen der internationalen Gemeinschaft, die Zinssätze auf einem niedrigen Niveau zu belassen. Trotz wichtiger Unterschiede bei einigen Hintergrundfaktoren befand sich die Federal Reserve im letzten Konjunkturzyklus in einer ähnlichen Situation. In diesem Fall waren die Entscheidungsträger der Auffassung, dass die langfristigen Wachstumsaussichten günstiger geworden seien und das Finanzsystem grundsätzlich robust sei. Daher strafften sie die Geldpolitik zunächst nicht nennenswert und zogen die Zinsschraube erst später stärker an, als das Wirtschaftswachstum als nicht mehr tragfähig beurteilt wurde. Die Straffung erschien allerdings insofern weniger dringlich, als der beobachtete Preisaufrieb vergleichsweise gedämpft geblieben war.

Im Nachhinein wurde bisweilen der Standpunkt vertreten, dass bei einer frühzeitigen Straffung der Geldpolitik in Japan möglicherweise nur in begrenztem Maße unrentable Kapazitäten aufgebaut worden wären, die Banken weniger exponiert gewesen wären und der anschließende Konjunkturabschwung milder ausgefallen wäre. In der tatsächlichen Situation ist es natürlich viel schwieriger, ein angemessenes Vorgehen festzulegen und umzusetzen. Gängige geldpolitische Regeln auf der Basis der Produktionslücke und der Inflationsentwicklung, wie sie üblicherweise zur Einordnung der Politik der Zentralbanken herangezogen werden, lassen in der Tat erkennen, dass der japanische Kurs früheren Erfahrungen nicht völlig widersprach (Grafik IV.8). Kennziffern, die die Ausweitung von Ungleichgewichten im Finanzbereich und die damit einhergehenden Verzerrungen in den Investitionsentscheidungen anzeigen, wären bei der Formulierung der Geldpolitik möglicherweise hilfreich gewesen. Wie komplex die Ermessensfragen sind, die bei der Einschätzung und Bekämpfung finanzieller Ungleichgewichte eine Rolle spielen, unterstreicht jedoch die bis jetzt viel günstigere Entwicklung in den USA (Grafik IV.8). Dort fiel trotz einer weitgehend ähnlichen Geldpolitik und gewisser Übereinstimmungen bei einigen wirtschaftlichen Eckdaten die darauf folgende Rezession viel gemäßiger aus. Nicht zuletzt dank des Ausbleibens von Fehlentwicklungen der Preise am gewerblichen Immobilienmarkt, der Streuung von Risiken über die Kapitalmärkte und eines robusteren Bankensystems waren die USA widerstandsfähiger gegenüber dem abrupten Konjunkturerinbruch (Kapitel VII).

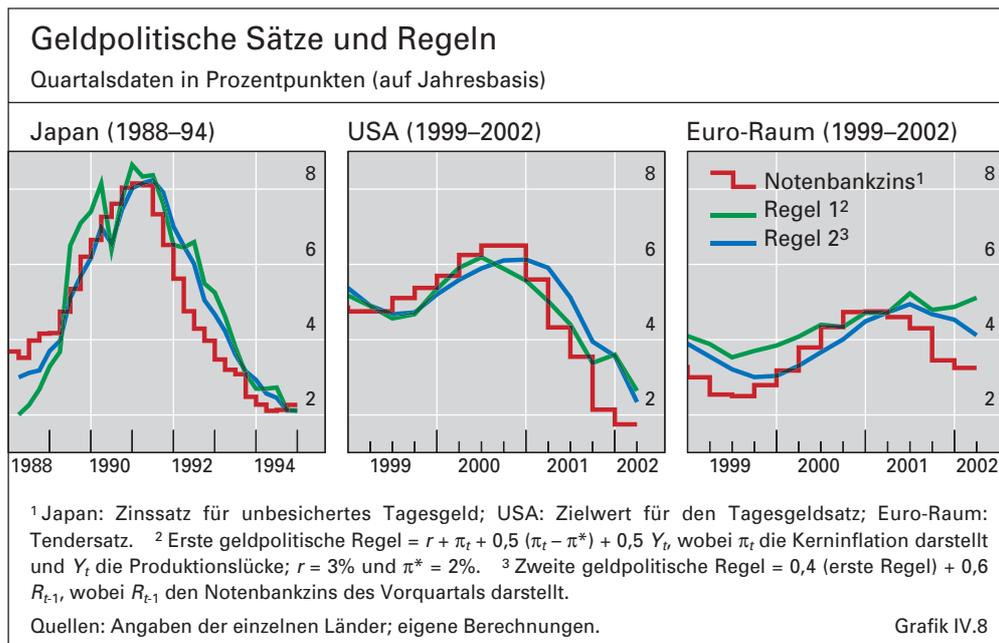
Diese Schwierigkeiten, in dem neuen wirtschaftlichen Umfeld hinreichend präventiv tätig zu sein, würden weniger ins Gewicht fallen, wenn – und das erscheint plausibel – eine Prävention weniger notwendig wäre. Zum einen bleibt den Zentralbanken bei einer stärkeren Verankerung der

Bank of Japan und  
Federal Reserve  
teils in ähnlicher  
Lage ...

... und daher  
mit ähnlicher  
Reaktion ...

... aber unter-  
schiedlichen  
Ergebnissen

Prävention heute  
vielleicht weniger  
wichtig



Inflationserwartungen vor dem Ergreifen von Maßnahmen mehr Zeit für eine Beurteilung der wirtschaftlichen Bedingungen, ohne einen deutlichen Anstieg der Inflation zu riskieren. Allerdings gilt das nur dann, wenn sich keine Ungleichgewichte aufbauen, die später möglicherweise höhere Kosten verursachen. Zum anderen dürften sich die Verzögerungen in der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit dem technischen Fortschritt und den Veränderungen an den Finanzmärkten verkürzt haben. Belege dafür kommen hauptsächlich aus den USA. Die Implementierung von zeitoptimierten Lagerhaltungssystemen ist ein Beispiel dafür, wie Ausgabenentscheidungen heutzutage schneller an veränderte wirtschaftliche Verhältnisse angepasst werden können. Außerdem dürfte die deutlich gestiegene Beteiligung der privaten Haushalte an den Aktienmärkten zu größeren Vermögenseffekten beim Konsum geführt haben (Kapitel II).

#### *Die Entscheidung über den Zeitpunkt geldpolitischer Lockerung*

Die Schwierigkeiten bei der Messung von Fehlentwicklungen sind auch für eine Lockerung von Bedeutung. Darüber hinaus stellen sich bei Entscheidungen über eine Lockerung noch weitere Herausforderungen, und zwar infolge gewisser Asymmetrien, die auf die wirtschaftliche Dynamik durchschlagen dürften.

Wirksamkeit der  
Geldpolitik begrenzt

Erstens kann die Art des vorangegangenen Aufschwungs je nach Ausmaß und Umfang der Ungleichgewichte, die sich dabei aufgebaut haben, die Wirksamkeit der Geldpolitik im Falle einer Lockerung begrenzen. Wie die Entwicklung seit Anfang der neunziger Jahre aufzeigt, können Überkapazitäten und möglicherweise auch finanzielle Anspannungen die konjunkturelle Entwicklung spürbar belasten. Unter solchen Umständen ist die Wirksamkeit der gelockerten Geldpolitik weitgehend auf die Nachfragekomponenten beschränkt, die von den Ungleichgewichten weniger stark betroffen sind. So konnten die Zinssenkungen z.B. die drastischen Kürzungen von Investitionsausgaben während des Abschwungs im letzten Jahr anscheinend kaum

mindern; das Wachstum der Konsumausgaben blieb aber kräftig, da die privaten Haushalte die günstigeren Finanzierungsbedingungen nutzten (s. weiter oben und Kapitel II).

Zweitens werden die nominalen Zinssätze durch die Nullzinsgrenze beschränkt. In diesem Zusammenhang stellen sich zwei Fragen. Die eine befasst sich damit, wie die geldpolitische Strategie formuliert werden soll, wenn die Zinssätze in einen Bereich sinken, bei dem das Risiko, die Nullzinsgrenze zu erreichen, ein entscheidungsrelevanter Aspekt wird. Dies war im letzten Jahr von potenzieller Bedeutung, als sich – wie etwa in den USA – die kurzfristigen Zinsen historischen Tiefständen näherten. Bei der zweiten Frage geht es um die geldpolitische Strategie für den Fall, dass – wie in Japan – die Nullzinsgrenze tatsächlich erreicht ist.

Nullzinsgrenze als weiteres Hindernis

Es gibt mindestens zwei gegensätzliche Ansichten darüber, wie eine Lockerung der Geldpolitik erfolgen soll, wenn die Nullzinsgrenze zu einem potenziellen Problem wird. Eine Vorgehensweise besteht darin, die Zinssätze langsam zurückzuführen (d.h. eine Politik der Zinsglättung). Dieser – vorsichtiger – Ansatz „hält das Pulver trocken“ für den Fall, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht gleich anspringt. Eine Alternative ist eine energische Senkung der Zinssätze in dem Bestreben, die Nachfrage schnell zu stimulieren. Dabei wird besonders ausgeprägt auf gegenwärtige und erwartete Entwicklungen reagiert, ohne speziell auf eine Glättung der Zinsen zu achten. Dahinter steht die Absicht, einer länger andauernden Schwächephase der Wirtschaft vorzubeugen und auf diesem Weg die Gefahr zu verringern, dass die Nullzinsgrenze eine bindende Beschränkung wird.

Zwei Auffassungen:

– das „Pulver trocken halten“

– oder energisch handeln

Grundsätzlich dürfte ein gradueller Ansatz in der Geldpolitik strategisch wünschenswert sein. Ein energischeres Vorgehen dürfte dagegen gewisse Vorteile besitzen, wenn das Risiko einer Annäherung an die Nullzinsgrenze ein wichtiger Gesichtspunkt wird. In normalen Zeiten dürfte eine abwartende Geldpolitik insofern wirksamer sein, als sie Zinsänderungen eine größere Dauerhaftigkeit verleiht und so die Öffentlichkeit eher davon ausgehen kann, dass die Zinssätze nach einer Änderung für einige Zeit bestehen bleiben. Auf diese Weise können die langfristigen Renditen stärker beeinflusst werden, die anscheinend in vielen Ländern (besonders in Europa) eine wichtigere Rolle bei den Ausgabenentscheidungen spielen. Gleichzeitig kann die Finanzstabilität gefördert werden, indem Schwankungen der kurzfristigen Sätze verringert werden. Sollten sich jedoch die geldpolitischen Sätze der Nullzinsgrenze annähern, dürfte sich eine energischere, aber kontrollierte Reaktion auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen unmittelbar stärker auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirken, und zwar nicht zuletzt aufgrund damit verbundener Vertrauenseffekte und einer Stärkung der Unternehmensbilanzen. Auf diese Weise wird wahrscheinlich auch das Risiko begrenzt, die Nullzinsgrenze überhaupt zu erreichen.

In dieser Hinsicht lassen die Zentralbanken in der Regel unterschiedliche Präferenzen erkennen. Insbesondere die Bank of Japan wurde hin und wieder dafür kritisiert, dass sie Anfang der neunziger Jahre nach dem anfänglichen Einbruch der Preise von Vermögenswerten die Geldpolitik zu vorsichtig gelockert habe. Die Federal Reserve wird hingegen bei ihren Zinssenkungen

als viel dynamischer eingestuft, sowohl in jüngster Zeit als auch im Herbst 1998 inmitten der Turbulenzen an den Finanzmärkten. Die Haltung der EZB wird allgemein dazwischen eingeordnet.

Vergleich von  
Zentralbank-  
reaktionen

Während zweifelsohne einige strategische Unterschiede bestehen, zeigt eine formale Untersuchung auf der Grundlage von Referenzregeln, dass ihnen möglicherweise zu viel Gewicht beigemessen wird (Grafik IV.8). Unter Berücksichtigung von Produktion und Inflation sind die Unterschiede in der Politik der drei betrachteten Zentralbanken weniger sichtbar, zumindest unmittelbar nach Beginn der untersuchten Abschwungphasen. Allerdings dürften unterschiedliche wirtschaftliche Rahmenbedingungen den Vergleich erschweren. In jüngster Zeit spielte sicherlich nicht zuletzt die Notwendigkeit eine Rolle, im Lichte der Ereignisse des 11. September 2001 das Vertrauen zu stärken.

Geldpolitische  
Alternativen ...

Wie wesentlich es ist, die Nullzinsgrenze zu meiden, hat die Entwicklung in Japan gezeigt, wo die Zentralbank beträchtliche Schwierigkeiten hat, die Wirtschaft anzukurbeln. Bei kurzfristigen Zinssätzen von praktisch 0% ist die geldpolitische Handlungsfähigkeit massiv eingeschränkt. Die Bereitstellung von zusätzlichen liquiden Mitteln für die Wirtschaft über eine Erhöhung der Bankeinlagen bei der Zentralbank hat die Nachfrage, wie oben erörtert, bislang anscheinend nur begrenzt stimulieren können. Eine zweite Möglichkeit, die die Bank of Japan seit kurzem ebenfalls nutzt, besteht in vermehrten Ankäufen japanischer Staatsanleihen am offenen Markt. Allerdings ist dies bei bereits recht niedrigen langfristigen Zinssätzen nur bedingt wirksam. Die Zentralbank könnte auch andere inländische Vermögenswerte erwerben, wie z.B. Unternehmensschuldverschreibungen, Aktien oder Immobilien, wobei die Ankäufe dieser Aktiva jeweils dazu beitragen könnten, die gedrückten Märkte für Vermögenswerte wieder aufzurichten. Die Zentralbank würde sich jedoch durch das Halten derartiger Aktiva unmittelbar an der Intermediation von Kreditrisiken beteiligen, sich auf diese Weise finanziellen Verlustrisiken aussetzen und damit letztendlich Fragen hinsichtlich ihrer Unabhängigkeit aufwerfen.

... z.B. Währungs-  
abwertung

Eine weitere Möglichkeit, die in der Öffentlichkeit viel Aufmerksamkeit erhalten hat, besteht darin, eine Abwertung der Währung anzustreben, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Die Zentralbank oder die Regierung könnten den Wechselkurs „nach unten reden“, mit großen Beträgen an den Märkten intervenieren oder sogar den Wechselkurs auf einem niedrigeren Niveau fixieren. Doch hat auch dies eine ganze Reihe von Nachteilen. Zwar hat sich die jüngste Abwertung des Yen zum Teil vorteilhaft ausgewirkt, nicht zuletzt durch die Verbesserung der Ertragslage im Exportsektor, doch werden die positiven Effekte auf Produktion und Preise durch den vergleichsweise geringen Offenheitsgrad der japanischen Volkswirtschaft gedämpft. Davon abgesehen könnte sich eine anfängliche effektive Abwertung als kurzlebig erweisen, wenn andere Länder daraufhin in gleicher Weise reagieren.

Diese Überlegungen zeigen, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik ernsthaft beeinträchtigt ist, wenn die Nullzinsgrenze erst einmal erreicht ist. Voraussetzungen für ihre Wirksamkeit sind die Flankierung durch die Fiskalpolitik sowie strukturpolitische Maßnahmen. Gerade im Falle Japans

sind, wie die Zentralbank argumentiert, strukturelle Reformen und ganz besonders die Sanierung des Finanzwesens und des Unternehmenssektors von entscheidender Bedeutung.

Fragen werden auch dann aufgeworfen, wenn die Zinssätze schließlich wieder auf normalere Höhen heraufgesetzt werden müssen, nachdem sie längere Zeit bei null – bzw. auf einem sehr niedrigen Niveau – lagen. Unter diesen Umständen könnte eine unerwartete Zinserhöhung zu Anspannungen im Finanzsystem führen, nämlich dann, wenn die Marktteilnehmer während der ungewöhnlichen Zinskonstellation fremdfinanzierte Positionen aufgebaut haben, weil sie damit rechneten, dass diese Zinsbedingungen fortauern würden. So wird z.B. der sprunghafte Wiederanstieg der langfristigen Zinsen in den USA 1994 bisweilen teilweise auf eine derartige Situation zurückgeführt. In solchen Fällen dürfte es vorteilhaft sein, wenn die Zentralbank die Märkte auf die erste Zinserhöhung vorbereitet (s. weiter oben).

### *Fazit*

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es ein großer Erfolg ist, dass die Inflation unter Kontrolle gebracht wurde. Damit wurden die Grundlagen für ein weltweit höheres langfristiges Wirtschaftswachstum gelegt. Zugleich hat sich der Handlungsspielraum der Währungsbehörden vergrößert. In der gegenwärtigen Lage stehen allerdings auch neue Herausforderungen an, die wohl subtiler sind als diejenigen, um die es bei der Bekämpfung hoher und instabiler Inflationsraten ging. Die Notenbanken müssen nach wie vor wachsam bleiben.

Ein wesentliches Risiko in diesem neuen Umfeld liegt darin, dass es wegen der sich wandelnden Dynamik der Wirtschaft und politökonomischer Erwägungen jetzt etwas schwieriger sein dürfte, vorbeugend tätig zu werden. Insbesondere dürfte es heute – beinahe paradoxerweise – bei niedrigen, fest verankerten Inflationserwartungen, die zudem durch die Glaubwürdigkeit der Notenbanken untermauert sind, länger dauern, bis sich fundamentale Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in den Verbraucherpreisen niederschlagen. Unter diesen Umständen dürfte sich die Ansicht vertreten lassen, dass es sinnvoll sein könnte, Indikatoren für finanzielle Unausgewogenheiten, die solche Fehlentwicklungen anzeigen, in der Formulierung der Geldpolitik mehr Gewicht einzuräumen. Dies gilt insbesondere für einen gleichzeitigen ungewöhnlich raschen Anstieg des Kreditvolumens und der Preise von Vermögenswerten. Gleichwohl bedarf es umfangreicher weiterer Untersuchungen, um die Dynamik der Wirtschaft in diesem neuen Umfeld verstehen zu lernen und daraus gültige Schlussfolgerungen für die zu ergreifenden Maßnahmen zu ziehen.

## V. Devisenmärkte

### Schwerpunkte

Die anhaltende Stärke des US-Dollars und die Schwäche des Yen prägten die Devisenmärkte im Jahr 2001 und Anfang 2002. Der Euro notierte gegenüber dem Dollar meist innerhalb eines relativ engen Bandes und blieb auf nominaler effektiver Basis weitgehend stabil. Im April und Mai 2002 verlor der Dollar jedoch gegenüber dem Euro und dem Yen erheblich an Boden.

Wie in den vergangenen Jahren schienen die jeweiligen Konjunkturaussichten in den wichtigsten Wirtschaftsregionen, die den Portfolio- und Direktinvestitionsströmen zugrunde lagen, auch die Hauptverantwortung für die allgemeine Entwicklung der Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen zu tragen. Geldpolitische Beschlüsse und Zinsdifferenzen schienen die Wechselkurse zwar ebenfalls zu beeinflussen, jedoch in erster Linie über ihre Auswirkungen auf die Wachstumserwartungen. Dies steht in deutlichem Kontrast zu den achtziger Jahren und dem größten Teil der neunziger Jahre, als der Dollar dann Aufwertungstendenzen zeigte, wenn die Zinsdifferenzen zugunsten der USA stiegen. Der Yen schwächte sich ab, weil der japanische Finanzsektor anfälliger zu werden schien und es für die Währungsbehörden schwierig war, angesichts bereits bei null liegender Notenbankzinsen die Inlandsnachfrage anzukurbeln.

An den anderen Devisenmärkten hielt die Stärke des Pfund Sterling und des Schweizer Frankens an. Dies war für die Geldpolitik Anlass zur Sorge, wie der Zinssenkungsbeschluss der Schweizerischen Nationalbank vom Mai 2002 zeigt. Die schwedische Krone schwächte sich bis Oktober 2001 beträchtlich ab, gewann aber anschließend gegenüber dem Euro und dem Dollar wieder an Stärke. Der kanadische Dollar fiel auf ein neues historisches Tief, um sich danach wieder etwas zu festigen, während sich der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar vor dem Hintergrund einer starken Binnenkonjunktur deutlich erholten.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften werteten angesichts eines globalen Nachfragerückgangs eine Anzahl Währungen gegenüber dem US-Dollar weiter ab. Dennoch blieb für die meisten Währungen die Lage weitgehend ruhig. Zwar wurden im Laufe des Jahres 2001 der brasilianische Real und der südafrikanische Rand durch die sich erheblich verschlechternden Wirtschaftsbedingungen in Argentinien in Mitleidenschaft gezogen, doch als die Krise im Dezember voll zum Ausbruch kam, brachte dies nur geringe zusätzliche Belastungen mit sich. Teilweise spiegelte dieser begrenzte Spillover-Effekt die Tatsache wider, dass eine Anzahl aufstrebender Volkswirtschaften in den letzten Jahren zu größerer Wechselkursflexibilität übergegangen waren und in mehreren Fällen ihre Geldpolitik an einem Inflationsziel ausrichteten.

Aber auch wenn die Bedeutung des Wechselkurses als explizites Ziel der Geldpolitik geringer geworden oder ganz weggefallen sein dürfte, so spielen doch Wechselkursüberlegungen noch immer eine wichtige Rolle bei der Formulierung der Geldpolitik.

## Dollar, Yen und Euro

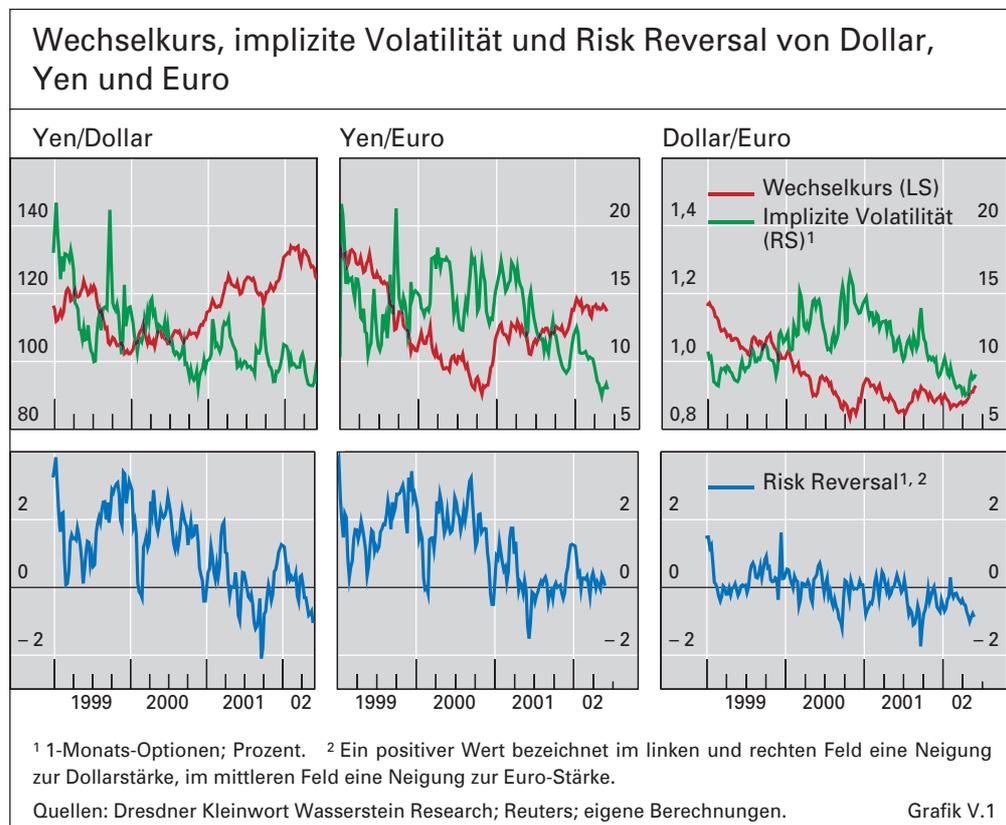
### Wesentliche Entwicklungen

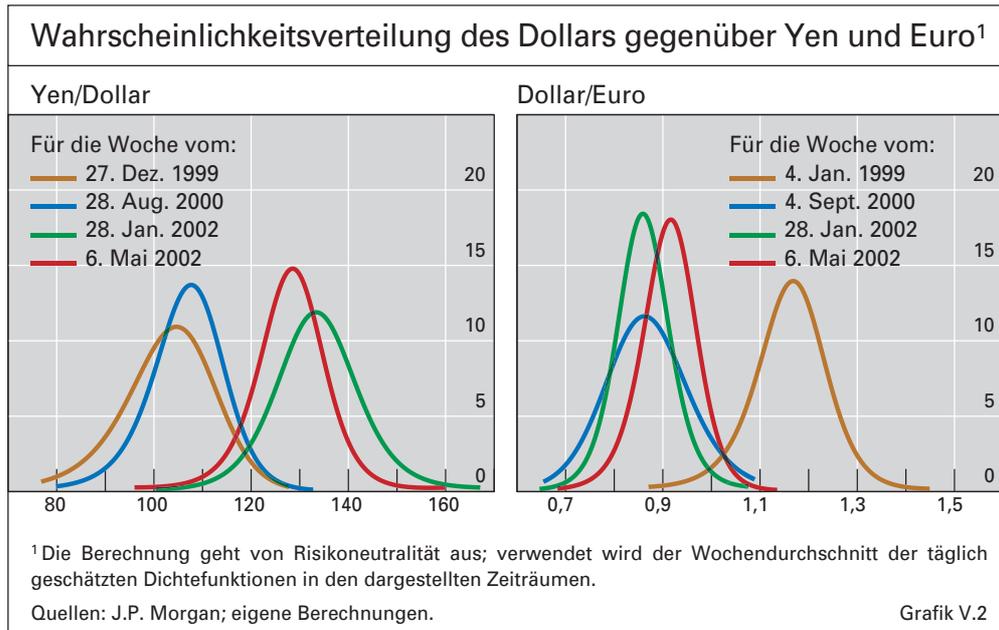
Die anhaltende Stärke des Dollars kennzeichnete das Geschehen an den Devisenmärkten fast während des gesamten Berichtszeitraums. Von Januar 2001 bis März 2002 wertete der Dollar auf nominaler effektiver Basis um 8% auf und erreichte seinen höchsten Stand seit Herbst 1985. Die Ereignisse des 11. September setzten die Währung nur sehr kurzzeitig unter Druck. Im April und Mai 2002 gab es jedoch Hinweise darauf, dass die Stärke des Dollars nachließ.

Starker Dollar ...

Anders als in früheren Jahren war die Entwicklung an den Devisenmärkten außerdem durch die Schwäche des Yen gekennzeichnet. Auf nominaler effektiver Basis verlor der Yen von Januar 2001 bis März 2002 etwa 8%. 1999 hatte er noch zugelegt und sich fast das ganze Jahr 2000 über bei ¥ 105–110 je Dollar bewegt. 2001 und Anfang 2002 jedoch wertete er deutlich ab und näherte sich einem Niveau von ¥ 135 (Grafik V.1). Auch gegenüber dem Euro schwächte er sich von ¥ 108 auf ¥ 118 ab. Die aus den Preisen von 1-Monats-Yen/Dollar-Optionen gewonnenen Informa-

... schwacher Yen ...





tionen zeigen, dass sich die Markterwartungen für den Yen im Jahr 2001 gegenüber 2000 merklich geändert haben. 2000 waren die Erwartungen der Devisenhändler hinsichtlich des Yen/Dollar-Kursniveaus jeweils einen Monat im Voraus im Großen und Ganzen stabil geblieben (Grafik V.2). Auch ihre Risikoeinschätzung hinsichtlich eines viel stärkeren bzw. viel schwächeren Yen war mehrheitlich ausgewogen gewesen. Bis März 2002 war das erwartete Yen/Dollar-Kursniveau im Mittel erheblich gestiegen, und die Einschätzungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des Risikogleichgewichts hatten sich zugunsten eines gegenüber der allgemeinen Markterwartung wesentlich schwächeren Yen verschoben. Im April und Mai 2002 gewann der Yen jedoch wieder an Boden. Außerdem zeigten die Optionspreise, dass sich die Risikoeinschätzung zugunsten eines schwächeren Yen verringert hatte.

... und stabiler Euro

Auch das Verhalten des Euro veränderte sich im Jahr 2001 beträchtlich. Auf nominaler effektiver Basis legte der Euro um rund 6% zu. In seinen ersten zwei Jahren hatte der Euro sowohl gegenüber dem Dollar und dem Yen als auch auf nominaler effektiver Basis fast die ganze Zeit über stetig abgewertet. 2001 und Anfang 2002 dagegen blieb er gegenüber dem Dollar weitgehend stabil und wurde meist in einem Bereich zwischen \$ 0,93 und \$ 0,86 gehandelt. Gegenüber dem Yen stieg er um etwa 5%. Die aus Optionspreisen gewonnenen Informationen zeigen, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses seit 2000 relativ konstant geblieben sind; die Varianz hat sogar abgenommen.

#### *Kurz- und langfristige Sichtweise*

Willkommene kurzfristige Auswirkungen des starken Dollars

Nachdem das Wirtschaftswachstum in den USA im vierten Quartal 2001 wieder in Fahrt gekommen war, erschien die Stärke des US-Dollars aus kurzfristiger Sicht hilfreich, um die Gesamtnachfrage auch auf Volkswirtschaften mit niedrigeren Wachstumsraten umzulenken. Insbesondere hat die Schwäche des Yen die Auslandsnachfrage nach japanischen Produkten

gestützt, die Unternehmensgewinne gestärkt und den Yen-Wert ausländischer Vermögenswerte gesteigert. Angesichts des moderaten Ausmaßes der Abwertung und des niedrigen Außenhandelsanteils der japanischen Wirtschaft dürfte der Nettoeffekt für die Nachfrage insgesamt gesehen jedoch bisher verhältnismäßig gering gewesen sein. Zwar vollzogen die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften die Kursbewegungen des Dollars gegenüber dem Yen oder dem Euro im Großen und Ganzen weniger eng nach als in der Vergangenheit, doch gab der stärkere Dollar vielen Ländern dennoch Anlass zu Besorgnis.

Nach der jüngsten Konjunkturabschwächung betrug das Leistungsbilanzdefizit der USA etwa 4% des BIP. Der daraus resultierende weitere Anstieg der

Langfristig einige Bedenken

Offizielle Devisenreserven					
	1998	1999	2000	2001	Stand Ende 2001
Mrd. US-Dollar					
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	27,0	140,0	149,5	100,4	2 021,5
Industrieländer	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
USA	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Euro-Raum	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Japan	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asien	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
China	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Hongkong SVR	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
Indien	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonesien	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Korea	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Philippinen	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Taiwan, China	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
Thailand	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
Lateinamerika <sup>1</sup>	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentinien	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brasilien	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Chile	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
Mexiko	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Mittel- und Osteuropa <sup>2</sup>	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Übrige Länder	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen <sup>3</sup>				
Insgesamt	23,2	180,9	185,9	131,8	2 021,5
Reserven in Dollar	51,3	146,4	111,7	79,1	1 517,1
Reserven in anderer Währung	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

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

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle V.1

US-Auslandsverbindlichkeiten warf erneut die Frage nach der langfristigen Tragfähigkeit der gegenwärtigen Wechselkursniveaus auf. Aus zwei Gründen gewann dieses Thema im vergangenen Jahr weiter an Relevanz. Zum einen waren die Nettozahlungen aus der US-Auslandsvermögensposition gemessen am BIP zwar nach wie vor extrem niedrig, gemessen an den US-Exporten hatten sie sich jedoch stetig erhöht, nämlich von 0,5% im Jahr 1998 auf fast 2% im Jahr 2001 (Kapitel II). Zum anderen deckte die Auslandsfinanzierung das US-Leistungsbilanzdefizit zwar mehr als ab, doch hat sich ihre Zusammensetzung so verändert, dass der Dollar künftig anfälliger gegenüber plötzlichen Stimmungsschwankungen der Anleger sein könnte. Von 2000 bis 2001 stieg der Anteil der Portfoliokapitalströme an, und die ausländischen Direktinvestitionen (meist im Zusammenhang mit internationalen Fusionen und Übernahmen) sanken im Verhältnis deutlich. Der Anteil des US-Leistungsbilanzdefizits, der durch – zunehmend in staatlich unterstützte Körperschaften investierte – offizielle Dollarreserven finanziert wurde, blieb in etwa konstant (Tabelle V.1).

Trotzdem ist nach wie vor schwierig zu beurteilen, wie weit die derzeitigen Wechselkurse von ihren langfristigen Gleichgewichtswerten entfernt sind. Eine Schätzmethode für diesen Wert stützt sich auf die Preisunterschiede für Güter und Dienstleistungen in den einzelnen Ländern, gemessen anhand der geschätzten Kaufkraftparität. Ein zweiter Ansatz schätzt den fundamentalen langfristigen Gleichgewichtswchselkurs als ein Niveau, das mit internem Gleichgewicht (Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen) und externem (Leistungsbilanz-)Gleichgewicht kompatibel ist. Nach beiden Schätzverfahren dürfte derzeit der Dollar oberhalb und der Euro unterhalb des jeweiligen langfristigen Gleichgewichtswerts liegen; empirische Studien gelangen jedoch mit Schätzungen zwischen 5% und 40% zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen, was den Umfang dieser Abweichung betrifft.

#### *Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen*

Rolle der mittelfristigen Wachstumsaussichten

Ebenso wie in den letzten Jahren scheinen die mittelfristigen Wachstumsaussichten in den bedeutendsten Wirtschaftsräumen ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Wechselkursentwicklung der wichtigsten Währungen gewesen zu sein. Die anhaltende Stärke des Dollars lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der relativen mittelfristigen Wachstumsentwicklung für die USA auch angesichts des Konjunkturabschwungs in den ersten drei Quartalen 2001 aufrechterhielten. Es gab jedoch zwei erwähnenswerte Entwicklungen im Vergleich zu den Vorjahren.

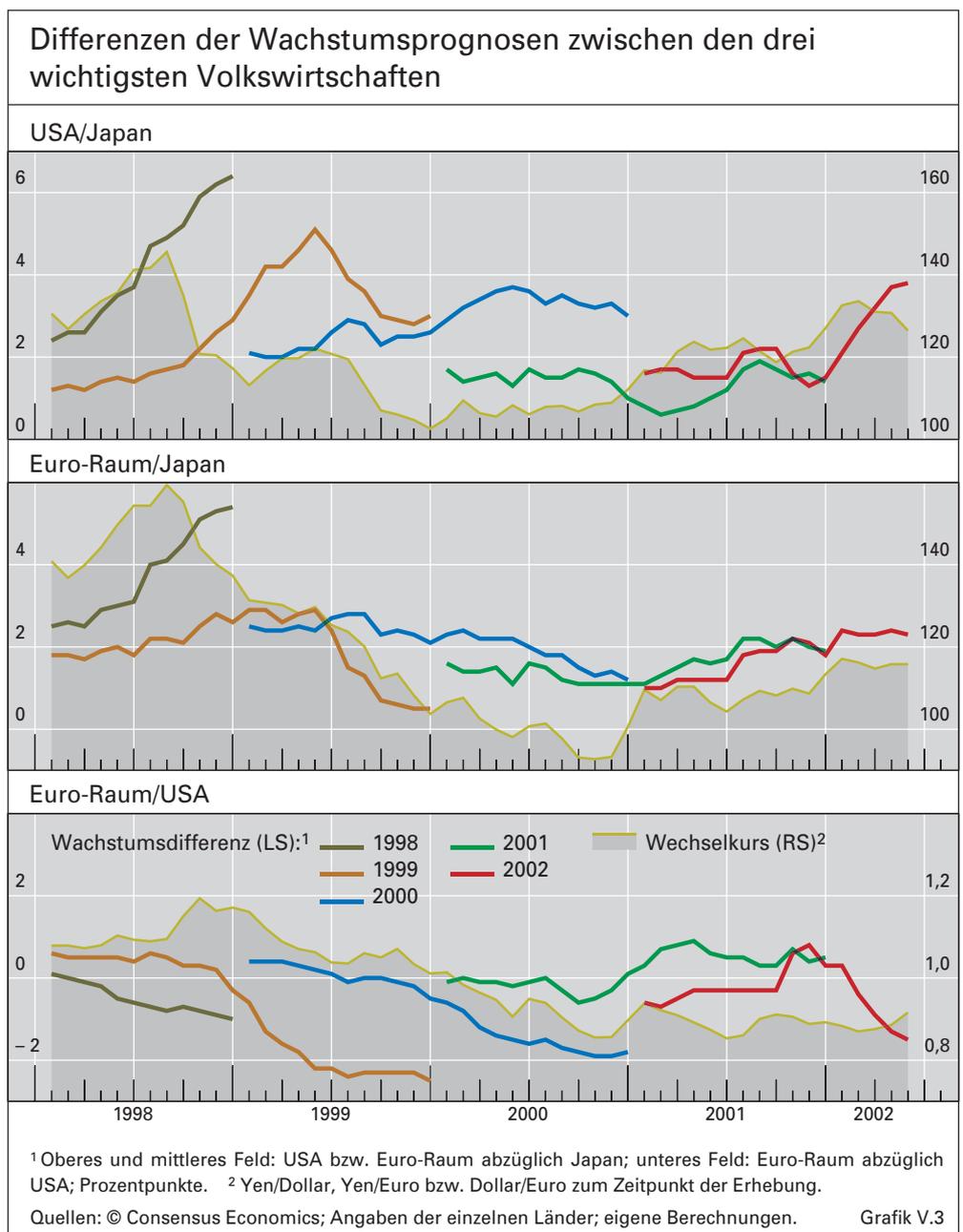
Erneute Reaktion des Yen auf zyklische Faktoren

Erstens scheint sich die Reaktion des Yen verändert zu haben, obwohl die Wirtschaftsentwicklung in Japan gedämpft blieb. Von Ende 1998 bis Ende 2000 hatte der Yen trotz der sich eintrübenden Konjunkturlage in Japan gegenüber dem Dollar entweder aufgewertet oder war stabil geblieben. Danach jedoch wurden die nach wie vor ungünstigen Wirtschaftsaussichten durch die Schwäche des Yen deutlicher reflektiert. Die Abwertung dürfte mit der energischen Lockerung der Geldpolitik durch die Bank of Japan im Verlauf des Jahres 2001 zusammengehangen haben (Kapitel IV). Sie stand auch im

Einklang mit der wachsenden Besorgnis über den Zustand des japanischen Finanzsystems und der offensichtlichen Enttäuschung der Marktteilnehmer über den langsamen Fortschritt bei den Strukturreformen (Kapitel VI). Der Eindruck der Marktteilnehmer, dass die japanischen Währungsbehörden ihre Einstellung gegenüber dem Außenwert des Yen änderten, dürfte den Wechselkurs vorübergehend ebenfalls beeinflusst haben, insbesondere gegen Ende des letzten Jahres.

Zweitens blieb die Beziehung zwischen den mittelfristigen Wachstumsaussichten und der allgemeinen Wechselkursentwicklung beim Dollar/Euro-Kurs auch dann bestehen, als sich die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Bedingungen veränderten. Im Gegensatz zu 1999 und 2000, als für die USA ein mittelfristig stärkeres Wachstum erwartet worden war als für den Euro-Raum,

Stabilität des Euro weist auf größere Ähnlichkeit hin



sahen die Marktteilnehmer 2001 die Entwicklung in diesen beiden Wirtschaftsräumen als ähnlicher an. Dementsprechend schwankte der Dollar/Euro-Wechselkurs innerhalb einer relativ engen Bandbreite.

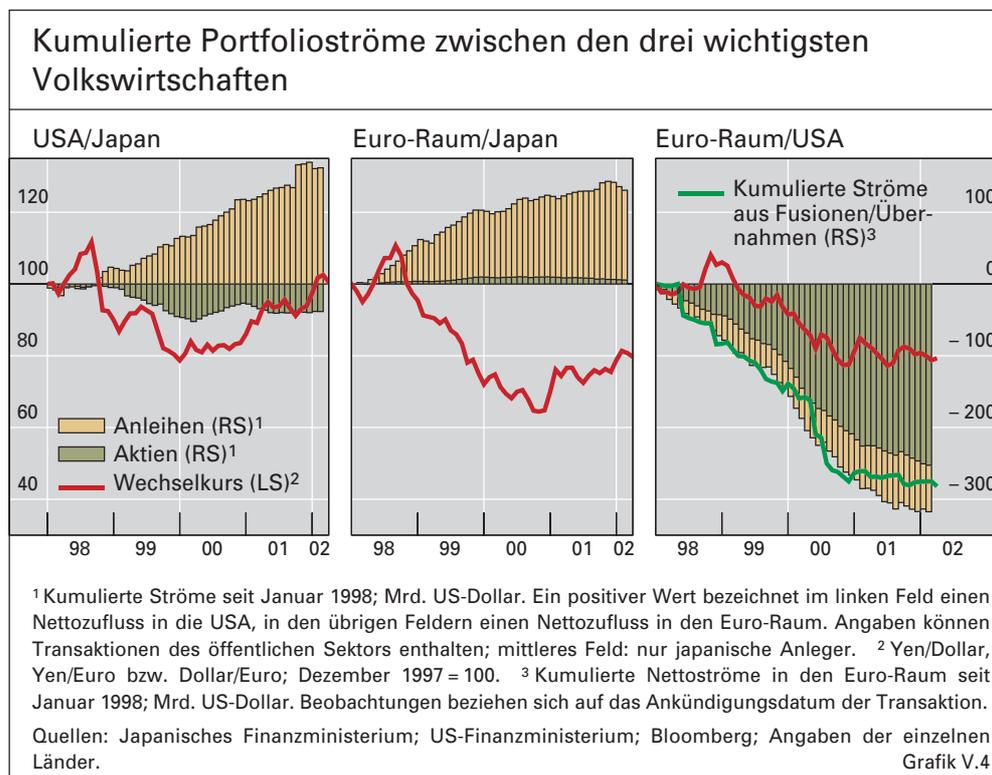
Die Beziehung zwischen den Wechselkursbewegungen und den mittelfristigen Wachstumsaussichten zeigt sich auch in der Entwicklung der 1- bis 2-Jahres-Wachstumsprognosen, der Portfolio- und Direktinvestitionsströme sowie der Zinsdifferenzen.

Die Abwertung des Yen gegenüber dem Dollar und dem Euro während des größten Teils des Jahres 2001 stand im Einklang mit der Revision der 1- bis 2-Jahres-Wachstumsprognosen durch die Marktteilnehmer, die eindeutig die USA und den Euro-Raum begünstigte (Grafik V.3). Die relative Stabilität des Dollar/Euro-Wechselkurses wurde offenbar dadurch gestützt, dass für die kommenden ein bis zwei Jahre mit einer Verringerung des Wachstumsgefälles zwischen den beiden Währungsräumen gerechnet wurde.

Die mittelfristigen Wachstumsaussichten schlugen sich auch in der Dynamik der ausländischen Portfolio- und Direktinvestitionen nieder. Die Direktinvestitionen waren größtenteils auf grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen zurückzuführen, die ebenfalls weiterhin mit den allgemeinen Wechselkurstendenzen in Beziehung standen. Die Portfolioanleger bevorzugten 2001 erneut die USA und den Euro-Raum gegenüber Japan und investierten vor allem in Anleihen (Grafik V.4). Gleichzeitig verlangsamten sich die Netto-Portfoliokapitalströme vom Euro-Raum in die USA im Laufe des Jahres deutlich. Diese Entwicklung stand im Einklang mit der Tatsache, dass sich der Euro nach dem zuvor beobachteten negativen Trend gegenüber dem Dollar stabilisierte.

Wechselkursbewegungen durch revidierte Wachstumsprognosen geprägt

Rolle der Portfoliokapitalströme ...

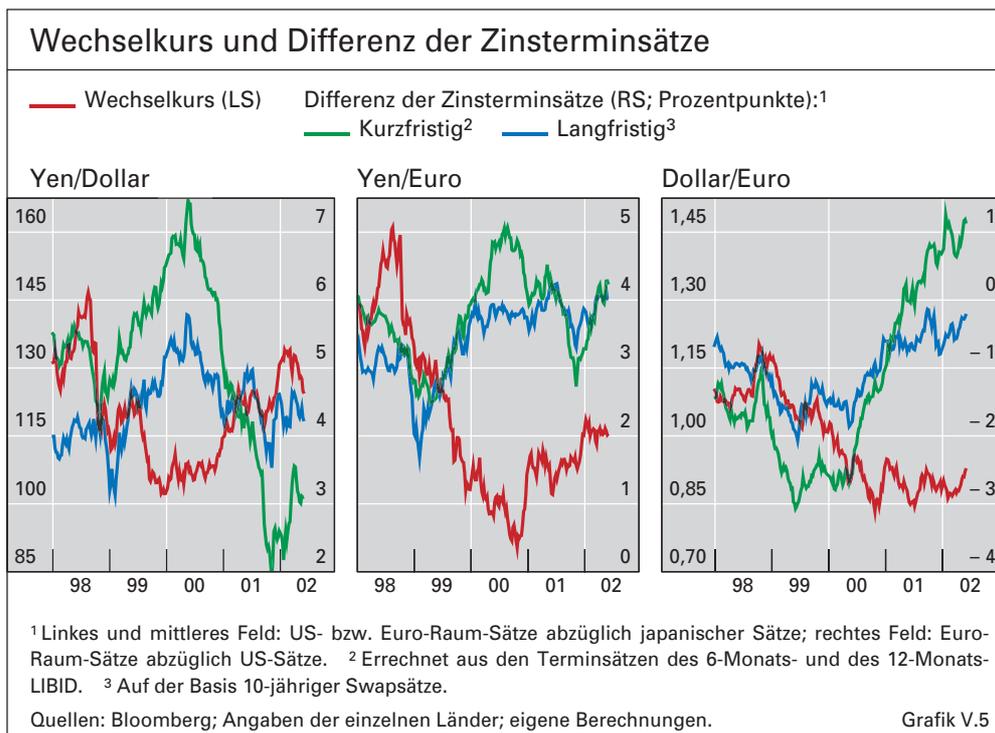


Auch die grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen, die 1999 und 2000 unter dem Strich die USA begünstigt hatten, waren 2001 und Anfang 2002 allmählich stärker ausgeglichen (Grafik V.4). Analysen der Auswirkungen von transatlantischen Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs ergaben, dass die Devisenhändler auf die Ankündigung von Fusionen und Übernahmen reagierten, wohl weil diese als Indikator für die relative Stärke des erwarteten Wirtschaftswachstums in den beiden beteiligten Volkswirtschaften gelten. Dass die Salden der transatlantischen Fusionen und Übernahmen im Laufe des Jahres 2001 ausgeglichener wurden, legt gleichzeitig eine andere Interpretation nahe. Hinter dem starken Kapitalzufluss in die USA in den vorangegangenen Jahren standen möglicherweise eine einmalige Anpassung des Kapitalstocks im Zusammenhang mit der europäischen Währungsunion sowie das Bestreben großer europäischer Konzerne, eine globale Präsenz aufzubauen.

... und der Kapitalströme aus Fusionen und Übernahmen

Wie schon 1999 und 2000, aber ganz anders als in den achtziger Jahren und dem größten Teil der neunziger Jahre, dürften geldpolitische Beschlüsse und Zinsdifferenzen die Wechselkurse hauptsächlich über ihre Wirkung auf die Wachstumserwartungen beeinflusst haben. Entsprechend dem oben erläuterten Eindruck, dass das Wirtschaftswachstum in den USA verglichen mit Japan und dem Euro-Raum robuster war, blieb der Dollar weiterhin stark, obwohl sich das Gefälle bei den kurzfristigen Zinsen, das den USA gegenüber Japan einen Vorteil verschaffte, erheblich verringerte und obwohl die US-Zinsen zum ersten Mal seit Mitte der neunziger Jahre unter die Sätze im Euro-Raum sanken (Grafik V.5). Ein ähnlicher Zusammenhang bestand zwischen den Zinsunterschieden im langfristigen Bereich und den Wechselkursen.

Zinsen und Wechselkurse weiterhin entkoppelt



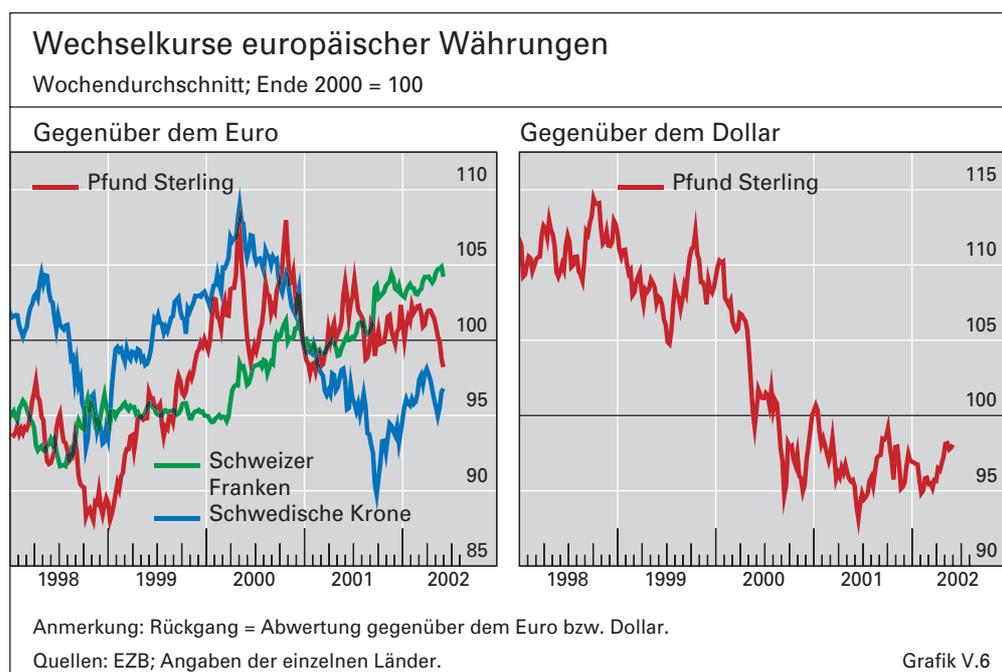
## Entwicklung an anderen Devisenmärkten

### Währungen in Europa

Stärke des Pfund Sterling und des Schweizer Frankens Anlass zu Besorgnis für die Geldpolitik

Im Berichtszeitraum stieg das Pfund Sterling gegenüber dem Euro tendenziell leicht an und schwankte gegenüber dem Dollar zwischen £ 0,67 und £ 0,71 (Grafik V.6). Die allgemeine Wechselkursentwicklung des Pfundes schien im Einklang mit den Unterschieden bei den Wachstumsprognosen sowie dem Produktivitätswachstum zwischen dem Vereinigten Königreich auf der einen und den USA sowie dem Euro-Raum auf der anderen Seite. Die Diskussion über einen Beitritt des Vereinigten Königreichs zur europäischen Währungsunion in naher Zukunft belastete das Pfund Sterling offenbar nicht. Die anhaltende Pfundstärke trug jedoch zu einem Ungleichgewicht zwischen den im internationalen Wettbewerb stehenden und den rein binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftszweigen bei, was für die britische Geldpolitik eine Herausforderung darstellte, als sich die externen Bedingungen im Laufe des Jahres 2001 verschlechterten (Kapitel IV).

Der Schweizer Franken notierte gegenüber dem Euro zumeist fester. Dies war ungewöhnlich, denn in den ersten 18 Monaten der europäischen Währungsunion hatte er sich gegenüber dem Euro innerhalb einer sehr engen Handelsspanne bewegt, und vor der europäischen Währungsunion hatte er immer dann zur Schwäche gegenüber der D-Mark geneigt, wenn die D-Mark gegenüber dem Dollar abwertete. Anfang 2002 schien der Franken jedoch zu seinem früheren Verhaltensmuster zurückzukehren. Zeitweise profitierte die Schweizer Währung offenbar auch von dem Zufluss von Mitteln auf der Suche nach einem sicheren Hafen. Ebenso wie im Vereinigten Königreich gab die Stärke der Währung den geldpolitischen Behörden Anlass zur Sorge (Kapitel IV).



Das Verhalten der schwedischen Krone veränderte sich im Berichtszeitraum markant. Dies war auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Bis September 2001 wertete die Krone gegenüber dem Euro und dem Dollar deutlich weiter ab. Die Schwäche der Krone könnte auf den gesunkenen NASDAQ-Index zurückzuführen sein, da die Devisenhändler ihren Blick insbesondere auf die Dominanz des Hochtechnologiesektors in Schweden und typischerweise auch auf die zunehmende Unsicherheit an den weltweiten Finanzmärkten richteten. Die umfangreichen Käufe ausländischer Vermögenswerte durch schwedische Anleger könnten ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Im Jahr 2000 waren nämlich die Vorschriften für Pensionsfonds geändert und die Einschränkungen hinsichtlich Fremdwährungspositionen gelockert worden. Indirekt zeigt sich dies in der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*) von 2001, an der 48 Zentralbanken und Währungsbehörden teilnahmen. Danach haben sich die Devisenmarktumsätze in Schweden im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern von April 1998 bis April 2001 deutlich erhöht. Die beschleunigte Abwertung der Krone veranlasste die Sveriges Riksbank im Juni 2001, zugunsten der Währung zu intervenieren. Im Oktober 2001 erholte sich die Krone vor dem Hintergrund des wiederkehrenden Vertrauens in die weltweiten Finanzmärkte und der sich verbessernden Konjunkturlage in Schweden. Bis April 2002 hatte sie gegenüber dem Euro wieder fast 10% an Wert gewonnen.

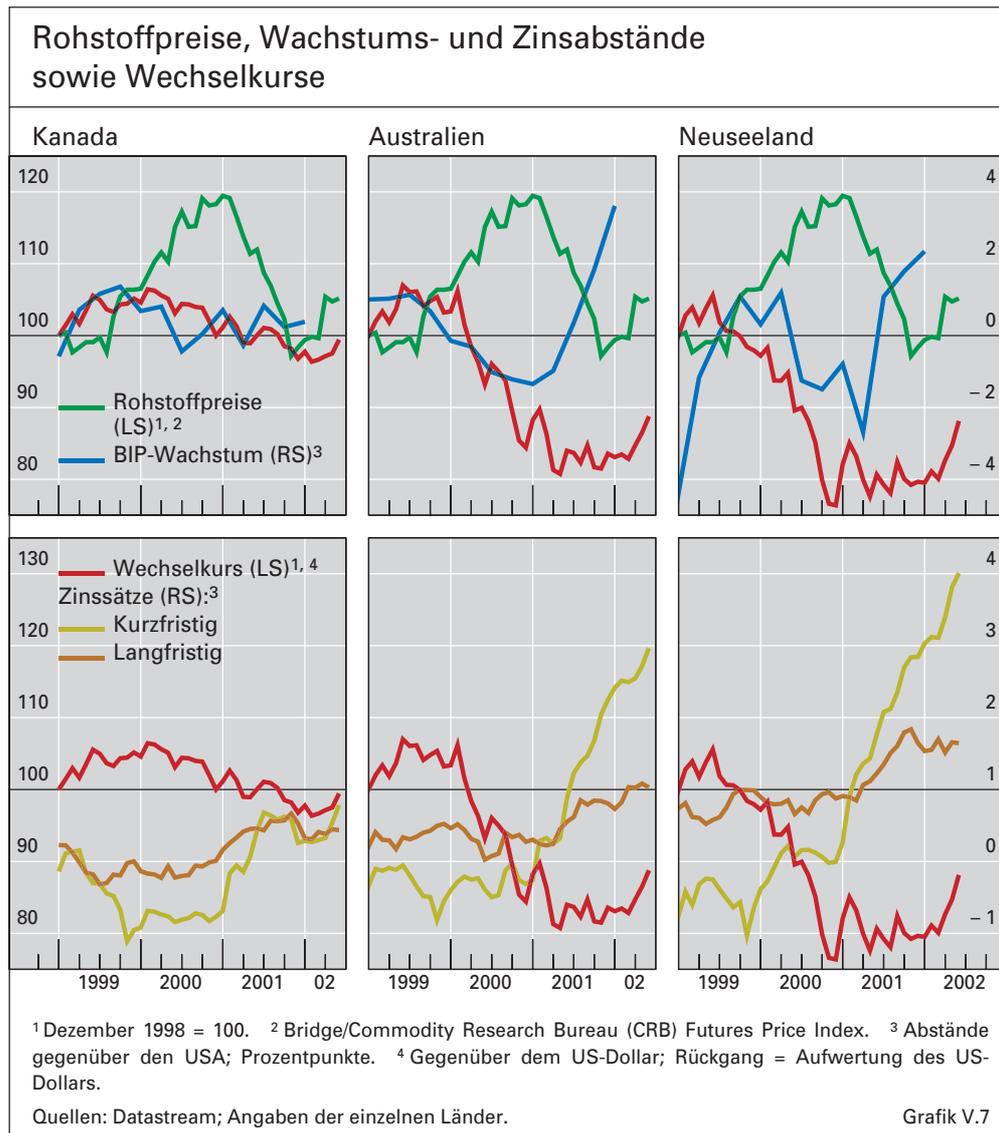
Mehrere Ursachen für Schwankungen der schwedischen Krone

#### *Währungen anderer Industrieländer*

Der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar beendeten ihren Abwärtstrend gegenüber dem US-Dollar angesichts einer sprunghaften Belebung der Binnenkonjunktur und günstigerer Zinsdifferenzen (Grafik V.7). Der kanadische Dollar dagegen schwächte sich nahezu während des gesamten Berichtszeitraums weiter ab und erreichte im Januar 2002 ein historisches Tief von etwa kan\$ 1,62 je US-Dollar. Die unterschiedliche Entwicklung im Vergleich zum australischen Dollar und zum Neuseeland-Dollar erklärt sich teilweise durch das gedämpftere Wirtschaftswachstum in Kanada. Die Abwertung gegenüber dem US-Dollar dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass kanadische Portfoliomanager ihre Vermögenswerte infolge einer Lockerung der Anlagebeschränkungen zunehmend international diversifizierten. Wie in Schweden dürfte diese Umschichtung zumindest teilweise den ungewöhnlichen Umsatzanstieg an den inländischen Devisenmärkten von 1998 bis 2001 erklären, der ebenfalls in der Zentralbankerhebung von 2001 erkennbar ist.

Unterschiedliche Trends

Von Anfang 2000 bis Ende 2001 war die traditionelle positive Korrelation zwischen dem australischen, dem kanadischen und dem Neuseeland-Dollar einerseits und den Rohstoffpreisen andererseits nicht gegeben, was möglicherweise damit zusammenhing, dass sich die Aufmerksamkeit der Devisenmärkte zunehmend auf das Wachstum der Binnenwirtschaft richtete. Im Jahr 2000 hatten die drei Währungen auf historische Tiefstände bzw. in deren Nähe abgewertet, obwohl die Rohstoffpreise beträchtlich gestiegen waren. Auch verloren der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar nicht weiter an



Wert, als die Rohstoffpreise in den ersten drei Quartalen 2001 aufgrund der globalen Nachfrageschwäche deutlich sanken; nur der kanadische Dollar setzte seinen Abwärtstrend fort.

#### *Währungen aufstrebender Volkswirtschaften*

Drei wesentliche  
Entwicklungen

Die drei wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften im Berichtszeitraum waren der Kurssturz des argentinischen Peso um die Jahreswende, das Ausbleiben nennenswerter Ansteckungseffekte der Argentinien-Krise auf andere Devisenmärkte und die erheblichen Kursbewegungen einiger anderer Währungen wie des brasilianischen Real, des chilenischen Peso, des südafrikanischen Rand und der türkischen Lira.

Die Argentinien-Krise, der ein länger anhaltender Druck auf den Peso und das inländische Finanzsystem vorausgegangen war, brach Ende Dezember 2001 massiv aus (Kapitel III). Inmitten einer schweren wirtschaftlichen und politischen Krise fand am 6. Januar 2002 das Konvertibilitätssystem in Argentinien nach einem Jahrzehnt ein Ende. Am 11. Februar wurde der



Wechselkurs des Peso freigegeben, und Ende Mai 2002 wurde die Währung mit rund 3,50 Pesos je US-Dollar gehandelt, also mehr als 70% tiefer als vor der Abwertung (Grafik V.8).

Die Ansteckungseffekte auf andere Devisenmärkte beschränkten sich auf kurze und in ihrem Ausmaß begrenzte Episoden. Nach der missglückten Auktion von Staatsanleihen in Argentinien im Juli 2001 gerieten der chilenische Peso, der Rand, der Real und die türkische Lira unter Verkaufsdruck. Der Real und der chilenische Peso, die fast das ganze Jahr 2001 über abgewertet hatten, erreichten historische Tiefststände, was die Zentralbanken mehrfach zu Interventionen veranlasste. Jedoch erholten sich beide Währungen gegen Jahresende wieder und notierten lediglich nach dem Zusammenbruch des argentinischen Peso für wenige Tage schwächer. Der mexikanische Peso zeigte Anfang 2001 ganz kurz Anzeichen von Schwäche, notierte aber sonst meist

Begrenzter Ansteckungseffekt der Argentinien-Krise ...

fest. Der Kursrückgang des Rand, der hauptsächlich auf inländische Faktoren sowie auf Bedenken ausländischer Anleger wegen der politischen Instabilität im benachbarten Simbabwe zurückzuführen war, beschleunigte sich, als sich die Situation in Argentinien im Juli verschlechterte. Allerdings erholte sich der Rand Ende 2001 von seinem historischen Tief genau zu der Zeit, als sich die Argentinien-Krise akut zuspitzte. In Asien war keine nennenswerte Ansteckung zu beobachten.

... aus verschiedenen Gründen

Dass die unmittelbaren Auswirkungen der argentinischen Abwertung auf andere aufstrebende Volkswirtschaften so begrenzt blieben, könnte mehrere Gründe haben. Erstens hatte es in den letzten Jahren in diesen Ländern einen allgemeinen Trend zu einer flexibleren Wechselkurspolitik gegeben (s. weiter unten). Die Wechselkurse konnten tendenziell freier schwanken, und es wurden neue geldpolitische Strategien zur Verankerung der Inflation eingeführt. Sicher hat dieser Trend dazu beigetragen, die Widerstandsfähigkeit der Devisenmärkte zu stärken. Zweitens war die Argentinien-Krise von den Marktteilnehmern schon lange erwartet worden. Drittens dürfte sich die geringere Risikotoleranz, die die Devisenmärkte seit 1998 geprägt hatte, in einem geringeren Volumen fremdfinanzierter spekulativer Positionen gegen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften niedergeschlagen haben. Das Eigenhandelsgeschäft der Banken scheint im Allgemeinen zurückgegangen zu sein, und große Marktteilnehmer mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation, wie beispielsweise Hedge-Fonds, haben sich offenbar nach den Turbulenzen von 1998 weitgehend von den Devisenmärkten zurückgezogen. Darauf deutet der beträchtliche Umsatzrückgang an den traditionellen Devisenmärkten zwischen April 1998 und April 2001 hin, der in der Zentralbankerhebung von 2001 ausgewiesen wird. Viertens schließlich scheinen die internationalen Anleger mittlerweile besser in der Lage zu sein, zwischen den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften zu differenzieren (Kapitel VI).

## Wechselkurssteuerung in aufstrebenden Volkswirtschaften

Mehr Flexibilität, doch Wechselkurs bleibt wichtig

Eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften sind in den letzten Jahren zu flexibleren Wechselkursen übergegangen. Entsprechend spielte der Wechselkurs als Richtschnur für die Geldpolitik tendenziell eine geringere Rolle. Gleichzeitig war ein Trend zu expliziteren Zielwerten für die Inflationsrate zu beobachten; immer mehr Länder wenden bereits eine umfassende Inflationszielstrategie an oder planen deren Einführung. Vor der Asien-Krise 1997/98 hatten nur drei aufstrebende Volkswirtschaften, auf die weniger als 1% des weltweiten BIP entfiel, eine Inflationszielstrategie verfolgt. Im Mai 2002 war die Zahl auf 12 gestiegen, mit einem Anteil von 8% am weltweiten BIP. Aber auch wenn der Wechselkurs seine Bedeutung als nominaler Anker bzw. als *expliziter* Zielwert für die Geldpolitik ganz oder teilweise verloren hat, so spielt er doch noch immer eine wichtige geldpolitische Rolle. Vor diesem Hintergrund soll im folgenden Abschnitt der Wandel der Methoden zur Wechselkurssteuerung im Lichte der Wechselkursentwicklungen der letzten Jahre analysiert werden.

### Wandel der Methoden zur Wechselkurssteuerung

Es gibt zwei Indikatoren, die auf eine allgemeine Tendenz zu größerer Wechselkursflexibilität in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit der Asien-Krise hindeuten. Erstens war die Volatilität der Wechselkurse gegenüber der wichtigsten Referenzwährung (meist dem US-Dollar) sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zur Volatilität der kurzfristigen inländischen Zinssätze tendenziell etwas höher (Tabelle V.2). Die gestiegene Volatilität der Wechselkurse des philippinischen Peso, des thailändischen Baht und des brasilianischen Real sind erwähnenswerte Beispiele. Zweitens ist die Volatilität der bilateralen Wechselkurse zum US-Dollar stärker gestiegen als die der nominalen effektiven Wechselkurse. Während also der Dollar in Asien und Lateinamerika sowie der Euro in Mitteleuropa nach wie vor eine wichtige Rolle

Wechselkurs- und Zinsvolatilität <sup>1</sup>								
	Wechselkursvolatilität				Zinsvolatilität <sup>2</sup>		Verhältnis <sup>3</sup>	
	Bilateral <sup>4</sup>		Effektiv <sup>5</sup>		1995/96	Juli 1999– April 2002	1995/96	Juli 1999– April 2002
	1995/96	Juli 1999– April 2002	1995/96	Juli 1999– April 2002				
Hongkong SVR	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonesien	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Korea	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Philippinen	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Singapur	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Taiwan, China	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Thailand	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Argentinien	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brasilien	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Chile	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
Mexiko	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Polen	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
Tschechische Republik	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Ungarn	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Südafrika	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
USA	–	–	4,5	4,3	5,8	19,3	–	–
Japan	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Euro-Raum	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Vereinigtes Königreich	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Kanada	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Schweden	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Schweiz	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Neuseeland	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

<sup>1</sup> Berechnet als Standardabweichung über die aufgeführten Zeiträume der auf Jahresrate hochgerechneten Veränderungen gegenüber der Vorwoche in Prozent. <sup>2</sup> Der 3-Monats-Sätze (Brasilien: der Tagesgeldsätze). <sup>3</sup> Zwischen der Volatilität der bilateralen Wechselkurse und der Zinsvolatilität. <sup>4</sup> Gegenüber dem US-Dollar (Polen, Tschechische Republik, Ungarn: gegenüber dem Euro). <sup>5</sup> Handelsgewichtet.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle V.2

spielen, scheint sich der Schwerpunkt der Währungspolitik von den bilateralen zu den effektiven Wechselkursen verschoben zu haben.

Doch obwohl die Wechselkurse volatiler geworden sind, spielen sie für die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor eine Schlüsselrolle. Dies zeigt sich schon daran, dass die Wechselkursvolatilität in den letzten Jahren dort sowohl absolut betrachtet als auch in Bezug auf die Volatilität der wichtigsten Währungspaare gering geblieben ist (Tabelle V.2).

#### *Warum Wechselkurse von Bedeutung sind*

Aufstrebende Volkswirtschaften vor allem aus vier Gründen anfällig

Es gibt mehrere Gründe, warum der Wechselkurs für die Geldpolitik von Bedeutung sein könnte, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Am unmittelbarsten schlägt er vielleicht über den Außenhandel und die Erwartungen auf die Preise durch, doch spielen auch andere Faktoren eine Rolle, wie z.B. seine Auswirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit, die Finanzstabilität und die Funktionstüchtigkeit der Devisenmärkte.

Einfluss von Wechselkurs-schwankungen auf Inflation

Wechselkurse können die Inflation über die Preise für gehandelte Fertigerzeugnisse und importierte Vorprodukte sowie über ihre Auswirkungen auf die Inflationserwartungen beeinflussen. Verglichen mit den Industrieländern scheint die Inflationsrate in aufstrebenden Volkswirtschaften umso anfälliger gegenüber den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen, je offener sie sind und je mehr sie in der Vergangenheit hohe Inflationsraten verzeichneten.

Selbst bei den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften kann die Anfälligkeit unterschiedlich groß sein. Es gibt einige Belege dafür, dass wechselkursbedingte Überwälzeffekte auf die Preise in Lateinamerika in der Vergangenheit zumeist stärker zum Tragen kamen als in Asien (Tabelle V.3). Zwar wird die Korrelation zwischen Inflation und Wechselkursbewegungen natürlich durch zahlreiche Faktoren – u.a. die sozialen, wirtschaftlichen und politischen Strukturen eines Landes – beeinflusst, doch verdient die Inflationsentwicklung in der Vergangenheit besondere Beachtung. In lateinamerikanischen Ländern, die früher hohe Inflationsraten aufwiesen und in denen die Inflationserwartungen heute eine wichtige Rolle spielen, haben Wechselkursbewegungen tendenziell stärkere Auswirkungen auf die Preise. In den Ländern Ostasiens dagegen war die Inflation traditionell eher niedrig und die Überwälzung auf die Preise vergleichsweise gering.

Wechselkursbedingte Preisüberwälzung geringer ...

In den letzten Jahren gab es jedoch sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Anzeichen für einen Rückgang der wechselkursbedingten Preisüberwälzung. Ein offensichtliches Beispiel ist der moderate Anstieg der Inflation in Brasilien nach der Abwertung des Real Anfang 1999. Mögliche Gründe sind u.a. gemäßigte Lohn- und Preiserwartungen aufgrund einer glaubwürdigen Stabilitätspolitik, verbesserte Wettbewerbsbedingungen im Inland infolge von Strukturreformen sowie die stärkere Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft. Diese Entwicklungen entsprechen der Beobachtung, dass in den letzten Jahren die Inflationsentwicklung der weiter zurückliegenden Vergangenheit an Bedeutung verloren hat. Allerdings sollte ein allgemeiner Rückgang der Überwälzeffekte kein Grund zur Selbstzufriedenheit sein, da Wechselkursbewegungen nach wie vor ein wichtiger Einflussfaktor für die Preise bleiben.

... aber nach wie vor Anlass zu Besorgnis

Offenheit, wechselkursbedingte Preisüberwälzung, Inflation und Zentralbank-Währungsreserven						
	Offenheit <sup>1</sup>	Wechselkursbedingte Preisüberwälzung <sup>2</sup>		Inflation <sup>3</sup>	Zentralbank-Währungsreserven <sup>4</sup>	
		1 Quartal	1 Jahr		In Prozent aller Aktiva	In Prozent der Geldbasis
Brasilien	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Chile	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
Mexiko	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Indonesien	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Korea	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Thailand	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Polen	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
Tschechische Republik	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Ungarn	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Israel	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Südafrika	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Australien	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Kanada	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Neuseeland	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Schweden	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5
Vereinigtes Königreich	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2

<sup>1</sup> Außenhandel in Prozent des BIP; Durchschnitt 1990–99. <sup>2</sup> 1979–2000. <sup>3</sup> Durchschnittliche Veränderung der Verbraucherpreise im Zeitraum 1990–99 gegenüber dem Vorjahr in Prozent. <sup>4</sup> Ende Dezember 2001 (Mexiko, Israel: Ende November 2001).  
Quellen: E.U. Choudhri und D.S. Hakura, „Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?“, *IMF Working Paper 01/194*, Dezember 2001; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.  
Tabelle V.3

Der Verfall des Rand und des Real im Jahr 2001 war von einem beträchtlichen Anstieg der Inflation begleitet, und in der Türkei und in Argentinien schoss die Inflationsrate nach dem Zusammenbruch der Landeswährung in die Höhe.

Ungünstige Wechselkursentwicklungen belasten möglicherweise auch die außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft, was sich wiederum auf die Leistungsbilanz und das Wachstum sowie längerfristig auch auf die Attraktivität des Standortes für Investitionen auswirken könnte. Dies ist in aufstrebenden Volkswirtschaften besonders relevant, da diese in der Regel verhältnismäßig offen sind. So weckte zum Beispiel die rasche Abwertung des Yen Ende 2000 und 2001 erhebliche Besorgnis über die Wettbewerbsfähigkeit Koreas, da das Land eine sehr ähnliche Exportstruktur aufweist wie Japan.

Die Erfahrung zeigt deutlich, dass längere Perioden realer Aufwertung bzw. Überbewertung auch die Finanzstabilität beeinträchtigen dürften, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften. Der Wechselkurs kann die Finanzstabilität auf unterschiedliche Weise beeinflussen. Erstens dürfte die reale Aufwertungstendenz der Landeswährung mit hohen Kapitalzuflüssen, einer starken Kreditausweitung sowie unhaltbaren Preissteigerungen bei Vermögenswerten einhergehen. Die daraus resultierende Überbeanspruchung

Veränderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ebenfalls problematisch ...

... wie auch Finanzinstabilität ...

des inländischen Finanzsystems kann die Volkswirtschaft äußerst anfällig gegenüber einer Verlangsamung bzw. Umkehr dieser Kapitalflüsse machen. Zweitens dürfte ein übermäßig rigides Wechselkursregime zu einer hartnäckigen Konjunkturschwäche, zur Erhöhung der Auslandsverschuldung und zu einer allgemeinen Fragilität im Finanzsektor beitragen, vor allem, wenn negative externe Einflüsse wie eine Verschlechterung der Terms of Trade gegeben sind. Drittens, und dies ist besonders wichtig, können in beiden Fällen Währungsinkongruenzen in den Bilanzen der Unternehmen und Banken die Anfälligkeit der Volkswirtschaft im Falle einer starken nominalen Wechselkursanpassung erheblich steigern und die Wahrscheinlichkeit einer Krise erhöhen. Sind die Fremdwährungspositionen des Bankensektors unausgewogen, liegen die Gefahren für die Solvenz der Banken auf der Hand. Genauso groß sind jedoch die Risiken, wenn Inkongruenzen in den Bilanzen der Bankkunden selbst zu finden sind. Solche Risiken können durch allgemeinere Mängel in der Finanzinfrastruktur, wie eine schwache Bankenaufsicht, ein mangelhaftes Risikomanagement sowie eine unzureichende Eigenkapitalbasis, noch verstärkt werden. Verschiedene dieser Elemente finden sich bei sämtlichen Finanzkrisen der letzten Jahre in aufstrebenden Volkswirtschaften von Ostasien bis Argentinien.

... sowie beeinträchtigte Funktionstüchtigkeit und Entwicklung der Devisenmärkte

In aufstrebenden Ländern mit kleinen Devisenmärkten kann eine hohe Volatilität des Wechselkurses zu unkontrollierten und illiquiden Marktverhältnissen führen, die durch Kurssprünge sowie breite Geld-Brief-Spannen gekennzeichnet sind. Illiquide Devisenmärkte können auch unter einseitigen

Liquidität des Devisenmarktes		
	Umsatz <sup>1</sup> /BIP	Geld-Brief-Spanne in Prozent des Mittelkurses
	2001 Q1	April 2001
Brasilien	2,0	0,045
Chile	8,2	0,034
Mexiko	3,8	0,052
Indonesien	1,0	0,407
Korea	4,7	0,125
Thailand	3,2	0,067
Polen	8,0	0,149
Tschechische Republik	6,7	0,058
Ungarn	0,9	0,060
Israel	1,7	0,094
Südafrika	17,1	0,069
Australien	19,1	0,048
Kanada	9,2	0,024
Neuseeland	14,4	0,085
Schweden	16,7	0,026
Vereinigtes Königreich	22,2	0,037

<sup>1</sup> Durchschnittlicher Tagesumsatz in Landeswährung gegenüber den anderen Währungen im April 2001, bereinigt um Doppelzählungen aufgrund von lokalem Zwischenhandel.  
 Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle V.4

Risikokonstellationen leiden. Aus der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer kann sich dann eine Dynamik entwickeln, die dazu neigt, Wechselkursentwicklungen zu weit zu treiben. Längerfristig kann Illiquidität die Entwicklung der Märkte hemmen.

Es gibt zwei indirekte Anzeichen dafür, dass die Devisenmärkte in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in der Regel weniger liquide waren als in den Industrieländern. Zum einen wuchsen die Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den neunziger Jahren zwar schnell, doch sind sie in den meisten Fällen nach wie vor relativ klein (Tabelle V.4). Eine bemerkenswerte Ausnahme ist Südafrika. Hier ist der Umsatz an den Devisenmärkten gemessen am BIP mit den Umsätzen in den Industrieländern vergleichbar. Zum anderen sind die Geld-Brief-Spannen in den aufstrebenden Volkswirtschaften weniger homogen und im Allgemeinen größer als in den Industrieländern. Dies deutet auf eine höhere Anfälligkeit gegenüber einem plötzlichen Liquiditätsabzug hin.

### Geldpolitische Reaktionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Bei der Formulierung von Maßnahmen gegen unerwünschte Wechselkursentwicklungen können die verschiedenen geldpolitischen Ziele miteinander in Konflikt geraten. Besonders offenkundig wird das Potenzial für solche Zielkonflikte bei der Inflationszielstrategie. Denn hier wird eine der Zielgrößen, nämlich die Inflationsrate, genau definiert und das Instrument der Geldpolitik ausdrücklich auf die Zielerreichung ausgerichtet. Im Allgemeinen hat die Geldpolitik ein ganzes Spektrum von Instrumenten zur Verfügung. Neben der Geldpolitik im engeren Sinn sind auch Devisenmarktinterventionen eine Möglichkeit, Wechselkursproblemen zu begegnen. Unter besonderen Umständen wurden auch Kapitalverkehrskontrollen als sinnvoll erachtet, doch deren Einsatz ist mit Nachteilen verbunden und hat seine Grenzen.

Geldpolitische Zielkonflikte wegen Wechselkursbedenken möglich

In den letzten zwei Jahren zeigt die Erfahrung mehrerer Länder, in denen eine Inflationszielstrategie bereits in vollem Umfang eingesetzt bzw. angestrebt wird, wie durch die flexible Anwendung geldpolitischer Instrumente den Auswirkungen von Wechselkursbewegungen begegnet werden kann, ohne dass gleichzeitig auf die Verfolgung des gesetzten Inflationsziels verzichtet werden muss. Allerdings kann die Trennlinie zwischen einer Reaktion auf Wechselkursentwicklungen im Rahmen der Inflationszielstrategie und einer Einflussnahme auf den Wechselkurs als eigenständiges Ziel bisweilen sehr schmal sein. Es ist die Aufgabe der Geldpolitik, der Öffentlichkeit gegebenenfalls den Unterschied zwischen den beiden Arten von Maßnahmen zu erläutern und die getroffenen geldpolitischen Entscheidungen zu begründen.

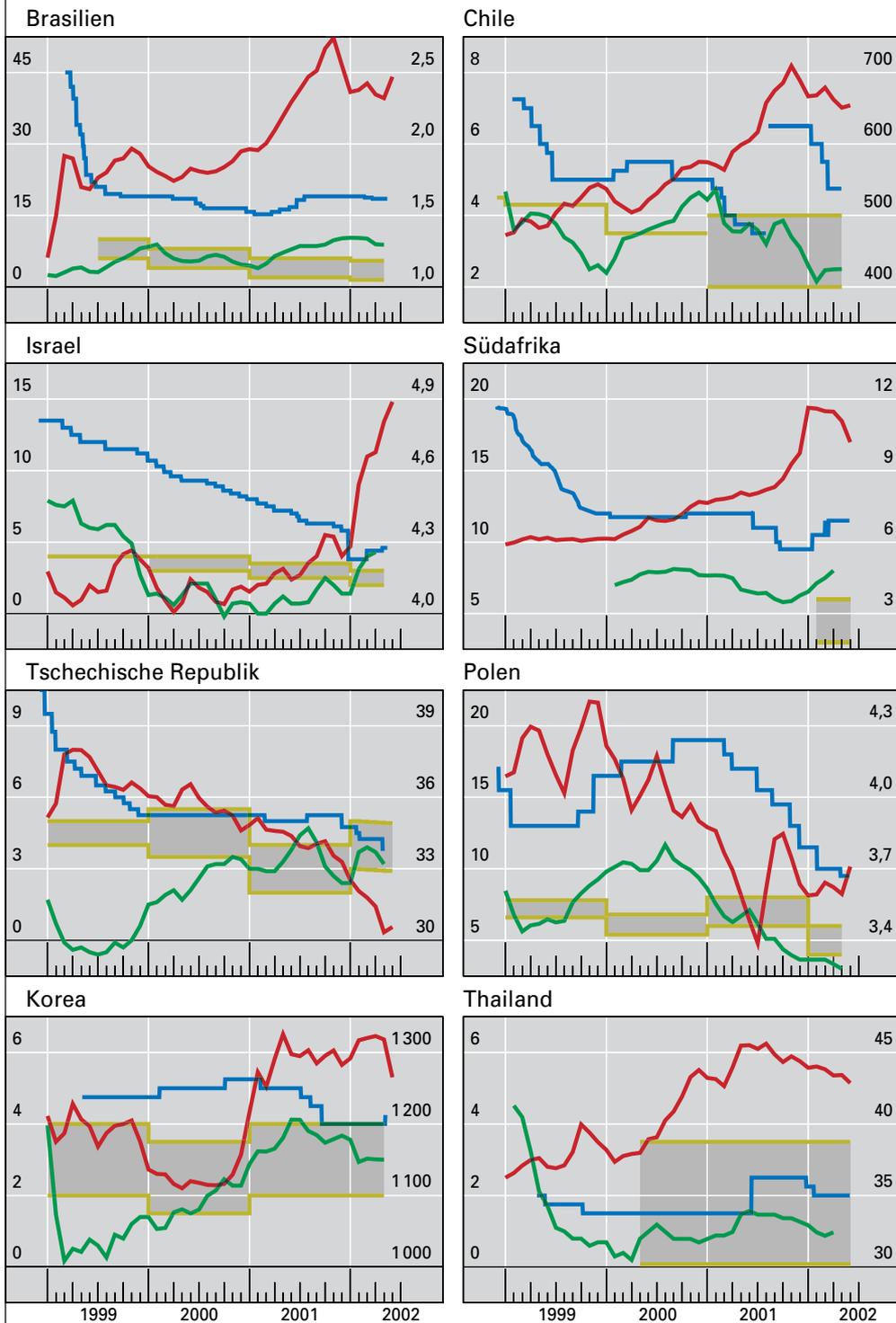
#### *Geldpolitik*

Wenn infolge von Wechselkursbewegungen Bedenken wegen der Inflationsentwicklung aufkommen, wird darauf üblicherweise in erster Linie mit einer Änderung des geldpolitischen Kurses reagiert. Als beispielsweise die Inflation in Brasilien ungefähr im März 2001 den Zielkorridor zu überschreiten begann, was auf der Wechselkursseite mit einer beschleunigten Abwertung und einer

Geldpolitische Reaktionen auf wechselkursbedingte Inflations Sorgen ...

## Inflationsziel, Notenbankzins und Wechselkurs

— Inflation (LS)<sup>1</sup>      — Notenbankzinssatz (LS)<sup>2</sup>  
— Inflationsziel (LS)      — Wechselkurs (RS)<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Südafrika: VPI-X (VPI ohne Hypothekenzinskosten); Tschechische Republik: unbereinigte Inflation (vor 2002: Nettoinflation); Korea: bereinigter VPI (vor 2000: unbereinigt); Thailand: bereinigter VPI; übrige Länder: unbereinigter VPI. <sup>2</sup> Brasilien: Selic-Satz; Chile: Nominalziel für Tagesgeld (vor August 2001: realer Tagesgeldsatz); Israel: Basissatz; Südafrika: Repo-Satz; Tschechische Republik: 2-Wochen-Repo-Satz; Polen: 28-Tages-Repo-Satz; Korea: Ziel für Tagesgeld; Thailand: 14-Tages-Ziel für Repo-Satz. <sup>3</sup> Einheit Landeswährung je US-Dollar; Tschechische Republik und Polen: gegenüber Euro; Monatsdurchschnitt.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik V.9

steigenden Volatilität einherging, zog die Zentralbank die zuvor gelockerten geldpolitischen Zügel wieder an (Grafik V.9). Sie erhöhte energisch die Zinsen und behielt diesen straffen Kurs bis Anfang 2002 bei. Geldpolitische Reaktionen auf inflationäre Tendenzen in einer Schwächephase der Währung waren auch in Südafrika Ende 2000 und Anfang 2002, in Israel Anfang 2002 und in Indonesien im Jahr 2000 zu beobachten. In Polen fiel der allgemeine Aufwertungstrend des Zloty mit einem Rückgang der Inflation auf Werte unterhalb des Zielkorridors zusammen, woraufhin die Zentralbank während des größten Teils des Jahres 2001 die Geldpolitik lockerte.

Auch wenn Wechselkursänderungen das Inflationsziel nicht unmittelbar bedrohten, wurde in einigen Fällen ein Kurswechsel in der Geldpolitik vorgenommen, bei dem anscheinend andere Wechselkursüberlegungen ins Spiel kamen. So setzte z.B. die tschechische Nationalbank Anfang 2001 angesichts des rückläufigen Wachstums, der weiterhin starken Krone und des erheblichen Außenhandelsdefizits die Lockerung ihrer Geldpolitik fort, obwohl die Inflationsrate bereits wieder gestiegen und in den Zielkorridor zurückgekehrt war. In Thailand, wo sich der Baht in der zweiten Hälfte 2001 wieder gefestigt hatte, begann die Zentralbank wegen der Sorge über eine schleppende Exportnachfrage und ein schwaches Wirtschaftswachstum gegen Ende des Jahres die Zinsen zu senken. Anfang 2002 wurde die Geldpolitik weiter gelockert, u.a. um im Interesse der thailändischen Exporte eine Anpassung des Wechselkurses zu erleichtern. In diesen Fällen informierten die betreffenden Zentralbanken die Öffentlichkeit z.B. in den offiziellen Erklärungen anlässlich der jeweiligen geldpolitischen Maßnahmen, in veröffentlichten Sitzungsprotokollen oder in einem Inflationsbericht darüber, dass ihre Schritte andere Gründe als die Inflationsbekämpfung hatten.

Die operationellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik beeinflussen im Falle ungünstiger Wechselkursentwicklungen den Handlungsspielraum der Zentralbank. Wird als wichtigster Notenbankzinssatz ein längerfristiger Geldmarktsatz verwendet (wie in Polen, Thailand und der Tschechischen Republik), hat die Zentralbank vergleichsweise mehr Freiheit, als Reaktion auf einen kurzfristigen spekulativen Wechselkursdruck den Tagesgeldsatz schwanken zu lassen. Ist aber der Tagesgeldsatz selbst der wichtigste Notenbankzins (wie in Brasilien, Chile und Korea), dürfte es schwierig sein, den Marktzins auf Dauer vom Zielsatz abweichen zu lassen, ohne den Eindruck zu erwecken, vom erklärten geldpolitischen Kurs abgekommen zu sein.

#### *Interventionen an den Devisenmärkten*

Offizielle Interventionen können zur Verstärkung des geldpolitischen Kurses eingesetzt werden oder als alternatives Instrument dienen, wenn eine unmittelbare Änderung der geldpolitischen Parameter für nicht gerechtfertigt gehalten wird. Interventionen zielen direkt auf Bedenken hinsichtlich des Wechselkursniveaus ab und können somit aufzeigen, wo die Verantwortlichen die Ursache der Probleme sehen. Länder mit Inflationszielstrategie, darunter aufstrebende Volkswirtschaften, aber auch einige Industrieländer wie Australien und Schweden, machten in den letzten Jahren aktiven Gebrauch von Verbalinterventionen wie auch von sterilisierten Interventionen. Diese

... und manchmal auch andere, nicht inflationsbedingte Bedenken

Wahl des Notenbankzinssatzes kann Handlungsspielraum beeinflussen

Reaktion mit anderen geldpolitischen Maßnahmen wie ...

Interventionen sollten die Inflationszielstrategie ergänzen bzw. spezifischen Problemen begegnen. Es gibt zwar auch noch die Möglichkeit nicht sterilisierter Interventionen, doch bedeutet dies effektiv eine veränderte Geldpolitik, die über die Devisenmärkte implementiert wird, sodass sich der Handlungsspielraum der betreffenden Zentralbank auf diese Weise gar nicht vergrößert.

... Verbal-  
interventionen ...

Über Verbalinterventionen können geldpolitische Einschätzungen und Absichten kommuniziert werden. So hat z.B. die tschechische Zentralbank angesichts der anhaltenden Stärke der Krone in den letzten Jahren öffentlich ihre Bereitschaft bekundet, Interventionen in Erwägung zu ziehen. Auch die Vorankündigung von Interventionen in Brasilien und Chile 2001 kann als eine Art Verbalintervention aufgefasst werden.

... und sterilisierten  
Interventionen ...

Offizielle oder offenkundige sterilisierte Interventionen können ebenfalls Aufschluss über die Einstellung der Verantwortlichen zur gegenwärtigen und künftigen Ausrichtung der Geldpolitik geben. So wurde der Aufwertung der Krone im Jahr 2000 in der Tschechischen Republik mit offenen Devisenmarktinterventionen statt mit Zinssenkungen begegnet, da die Inflationsrate als mehr oder weniger angemessen eingeschätzt wurde. Ähnliche Maßnahmen erfolgten 2001 in Chile als Reaktion auf den raschen Verfall des Peso. In beiden Fällen unterstrichen die Interventionen offenbar sowohl die Tatsache, dass die aktuelle Geldpolitik als angemessen erachtet wurde, als auch die Besorgnis angesichts der Wechselkursentwicklung. Im Gegensatz dazu sollte mit den mehrfachen Dollarverkäufen in Brasilien 2001 eine übermäßige geldpolitische Straffung umgangen werden, denn angesichts der Wachstumsabschwächung und eines drohenden Anstiegs der Schuldendienstlast erschienen weitere Zinserhöhungen nicht wünschenswert. Der Zeitpunkt der offiziellen Dollarankäufe in Thailand Ende 2001 schien die nachfolgenden Zinssenkungen anzukündigen.

Es gibt möglicherweise Gründe zu der Annahme, dass einige der Kanäle, über die sterilisierte Interventionen ihre Wirkung entfalten könnten, bei den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften effektiver sind als bei den umsatzstarken größeren Währungen. Interventionen dürften den Wechselkurs direkt beeinflussen, denn sie verändern das relative Angebot von Vermögenswerten in Landes- und Fremdwährung. Dieser *Portfolioeffekt* könnte in aufstrebenden Volkswirtschaften vergleichsweise bedeutender sein, insbesondere in Ostasien, wo die Devisenreserven der Zentralbanken gegenüber den Umsätzen an den inländischen Devisenmärkten und zur inländischen Geldmenge hoch sind (Tabelle V.3). Außerdem kann die Zentralbank durch ihre Aktivitäten als Marktmacher dazu beitragen, die Eigendynamik des Marktes zu dämpfen und wieder ein Gefühl für eine ausgeglichene Risikokonstellation zu schaffen. Dieser *Liquiditätseffekt* dürfte in aufstrebenden Volkswirtschaften mit geringen Handelsumsätzen besonders ausgeprägt sein. Die Bemühungen der brasilianischen und der chilenischen Zentralbank im Jahr 2001, auf Dollar lautende Anleihen und Devisenreserven auf den Markt zu bringen, um Marktstörungen zu verhindern, können ebenfalls unter diesem Gesichtspunkt betrachtet werden.

... aber Interventio-  
nen an den Termin-  
märkten seltener

Das Marktsegment, in dem die offiziellen Interventionen getätigt werden, scheint sich in den letzten Jahren geändert zu haben. In der Vergangenheit

hatten sich einige Zentralbanken bei ihren Interventionen der Terminmärkte und außerbilanzieller Geschäfte bedient. Auch wenn Termingeschäfte den Vorteil bieten, dass der Umfang der Interventionen nicht von vornherein durch Bilanzerwägungen begrenzt wird, scheinen sie nicht mehr so gängig zu sein. Dies ist zum Teil auf die erheblichen Verluste bei den Terminpositionen während der Währungskrisen der neunziger Jahre zurückzuführen sowie darauf, dass in jüngerer Zeit größeres Gewicht auf Rechenschaftspflicht und Transparenz gelegt wird. Die derzeitigen Bemühungen in Südafrika, alle Terminpositionen glattzustellen, sind dafür ein gutes Beispiel.

Trotz der Vorteile von Interventionen als alternativem Instrument der Geldpolitik sollten diese stets sorgfältig gegen ihre möglichen Grenzen und Nachteile abgewogen werden. Interventionen dürften nicht immer ein wirksames Mittel sein, um den Wechselkurs zu beeinflussen. Ein möglicher Nachteil ist zudem, dass eine übertriebene Unterdrückung der Volatilität den Aufbau privater Marktmacherkapazitäten hemmen könnte. Eine Analogie hierzu ist der inländische Interbankmarkt, wo eine geringere Marktpräsenz der Zentralbanken zur Glättung der Zinsvolatilität als positiv für die Entwicklung des Marktes angesehen wird. Ein anderer potenzieller Nachteil ist das Risiko, dass die Intervention, die ja als Signal für die Ziele und Prioritäten der Geldpolitik gesehen wird, am Markt nicht richtig interpretiert wird. Dies könnte wiederum die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen beeinträchtigen. Bemühungen, der Öffentlichkeit die Haltung und Strategie der Geldpolitik in Bezug auf Interventionen nahe zu bringen, könnten sich hier als hilfreich erweisen. So veröffentlichte die schwedische Zentralbank Anfang 2002 angesichts ihrer Erfahrungen mit den Interventionen im Jahr 2001 eine offizielle Stellungnahme zu ihrer Vorgehensweise in Zusammenhang mit Devisenmarktinterventionen.

Vor- und Nachteile abwägen

### *Kapitalverkehrskontrollen*

Obwohl in der Diskussion von Wechselkursregimen oder geldpolitischen Strategien oft davon ausgegangen wird, dass Kapitalverkehrskontrollen keine Rolle mehr spielen, betrachten eine Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften die Einführung oder Verschärfung von Kapitalverkehrskontrollen in der Praxis noch immer als gangbaren währungspolitischen Weg. Die jüngsten Erfahrungen haben gezeigt, dass Kapitalverkehrskontrollen, wenn sie richtig konzipiert und angewandt werden, in einigen Fällen die Umsetzung anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen flankieren oder die Wirtschaft vor den destabilisierenden Auswirkungen von Kapitalströmen bewahren können.

Kapitalverkehrskontrollen weiterhin ein währungspolitisches Instrument in bestimmten Fällen ...

Ein Beispiel dafür ist die unverzinsliche Mindestreserve auf Kapitalzuflüsse in den neunziger Jahren in Chile. Indem sie die Auswirkungen einer straffen Geldpolitik auf den Wechselkurs verringerte, half diese Mindestreservepflicht, die einander widersprechenden binnen- und außenwirtschaftlichen Ziele in der Volkswirtschaft in Einklang zu bringen. Sie wirkte der Wechselkursvolatilität entgegen, indem sie den kurzfristigen Zufluss von Kapital hemmte und längerfristige Investitionen begünstigte. Es wird davon ausgegangen, dass diese Maßnahme dazu beigetragen hat, dass Chile zu flexiblen Wechselkursen und zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs übergehen konnte.

In Malaysia wurde die Beschränkung der Kapitalabflüsse 1998 gleichzeitig mit einem System fester Wechselkurse eingeführt. Aber auch in Ländern mit flexiblen Wechselkursen wurde in Zeiten ungünstiger Wechselkursentwicklungen auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgegriffen. So nahmen Indonesien und Thailand vor dem Hintergrund eines Abwertungsdrucks im Jahr 2000 nicht nur Interventionen und – im Falle Indonesiens – Zinserhöhungen vor, sondern versuchten außerdem, Leerverkäufe zu verhindern, indem sie den Zugang zu ihrer Währung im Ausland einschränkten. Mit der Wiedererstarkung des Baht lockerte Thailand Anfang 2002 einige der Beschränkungen wieder.

Kapitalverkehrskontrollen wurden als letztes Mittel auch dann eingeführt, wenn der Einsatz geldpolitischer Maßnahmen wie auch offizieller Interventionen aus irgendeinem Grund eingeschränkt war. Zum Beispiel wurden in Südafrika angesichts der sich beschleunigenden Rand-Abwertung Ende 2001 die Devisenkontrollen strenger durchgesetzt. Damals erschien der Inflationsdruck noch nicht so stark, als dass er eine Straffung der Geldpolitik gerechtfertigt hätte, während Interventionen an den Devisenmärkten angesichts des geringen Bestands an Devisenreserven und des selbst auferlegten Abbaus der Terminverpflichtungen ebenfalls nicht infrage kamen.

... allerdings mit  
Einschränkungen

Ebenso wie offizielle Interventionen sind auch Kapitalverkehrskontrollen mit Nachteilen verbunden und stoßen an Grenzen. Ihre effektive Umsetzung bringt meist hohe administrative Kosten mit sich. Die Beschränkungen differenzieren möglicherweise nicht zwischen wünschenswerten Kapitalanlagen und weniger vorteilhaften Kapitalzuflüssen. Außerdem dürfte die negative Einstellung der Anleger gegenüber Kapitalverkehrskontrollen den Zugang der Volkswirtschaft zu den internationalen Kapitalmärkten zusätzlich einschränken. Eingriffe, wie sie die Kapitalverkehrskontrollen darstellen, können die Entwicklung der Finanzmärkte stören und sind keinesfalls ein geeigneter Ersatz für Reformfortschritte auf makro- und mikroökonomischer Ebene.

Wechselkurs weiter  
ein Thema ...

Die meisten der hier betrachteten aufstrebenden Volkswirtschaften befinden sich noch in einem vergleichsweise frühen Stadium der Anpassung an flexiblere Wechselkurse. Angesichts struktureller Besonderheiten und – in einigen Fällen – der Notwendigkeit, sich von den Krisen der jüngsten Vergangenheit zu erholen, scheinen diese Volkswirtschaften gegenüber den Auswirkungen von Wechselkursveränderungen auf die Inflationsrate, das Wirtschaftswachstum und den Finanzsektor anfälliger zu sein als die Industrieländer. Zumindest auf kurze Sicht werden Wechselkursveränderungen die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften wahrscheinlich auch weiterhin stärker beeinflussen. Eine effektive Informationspolitik hinsichtlich der Rolle des Wechselkurses im Rahmen der geldpolitischen Absichten wird für die Glaubwürdigkeit dieser Geldpolitik ganz entscheidend sein. Längerfristig dürften jedoch die Bemühungen um den Abbau einiger grundlegender Schwächen, wie z.B. der unterentwickelten Devisenmärkte, die Bedeutung der Wechselkursschwankungen in den Hintergrund treten lassen.

... doch geringere  
Besorgnis im Falle  
eines Abbaus  
grundlegender  
Schwächen

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Mehrfach hart auf die Probe gestellt, erwiesen sich die Finanzmärkte im Berichtszeitraum als bemerkenswert widerstandsfähig. Sie mussten eine abrupte weltweite Konjunkturabschwächung, die Terroranschläge vom 11. September 2001 in den USA und Enthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Konkurs verkraften. Trotz dieser Ereignisse blieben die Verhältnisse an den Märkten geordnet, und die auftretenden Störungen waren nur vorübergehender Natur. Die Aktienkurse passten sich langsam dem Konjunkturabschwung an. Die Kurseinbrüche nach den Anschlägen vom September wurden rasch wieder wettgemacht, und im neuen Vertrauen auf eine kräftige Erholung legten die Aktienmärkte gegen Ende des Jahres 2001 weltweit wieder zu. Noch mehr Widerstandsfähigkeit zeigten die Märkte für Unternehmensanleihen. Die Renditenabstände – auch bei den Titeln von Unternehmen aus aufstrebenden Volkswirtschaften – verringerten sich im Verlauf des Jahres, ein Trend, der durch die Ereignisse des 11. September nur kurz unterbrochen wurde. Bezeichnenderweise konnten Unternehmen weiterhin Anleihen absetzen, selbst Schuldner, denen keine Platzierung von Commercial Paper gelang.

Doch obwohl sich die Märkte als krisenfest erwiesen, gab es potenzielle Schwachstellen. Ungeachtet der Korrektur, die Anfang 2000 eingesetzt hatte, war die Bewertung der Aktien gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis nach wie vor hoch. In den ersten Monaten von 2002 weckten die Rechnungslegungsprobleme bei Enron und die damit verbundenen Entwicklungen bei den Anlegern Zweifel an der Verlässlichkeit der Informationen, auf die sich die Finanzmärkte stützen. Die Auswirkungen des Enron-Konkurses erfassten auch den US-Commercial-Paper-Markt, der nur noch Schuldnern der höchsten Bonitätsstufe offen stand. Die Ereignisse in Argentinien hatten im Jahr 2001 und zu Beginn des Jahres 2002 nur begrenzte Auswirkungen auf andere aufstrebende Volkswirtschaften, doch für viele Staaten mit niedrigem Rating blieben die Bedingungen für Auslandsfinanzierungen prekär. An den Märkten für außerbörsliche Derivate schließlich führte die Dominanz einiger weniger Händler zu Konzentrationsrisiken.

### Leistungsfähigkeit der Märkte

Unter den Ereignissen, die die Belastbarkeit der Märkte im Berichtszeitraum auf eine harte Probe stellten, ragen zwei heraus: die Terroranschläge in den USA am 11. September 2001 und der Konkurs von Enron im Dezember. Unmittelbar nach den Terroranschlägen funktionierten die Märkte

Märkte in  
schwierigen Zeiten  
widerstandsfähig

bemerkenswert gut. Trotz der Verwüstungen im südlichen Manhattan, wo viele Finanzinstitute ihren Sitz haben und die Marktinfrastruktur sowie Kommunikationssysteme untergebracht sind, dauerte die Unterbrechung beim Handel und bei der Kapitalbeschaffung nur kurz, und die Märkte kehrten relativ schnell zur Normalität zurück. Der Konkurs von Enron war zwar weniger dramatisch als die Ereignisse des 11. September, hat aber möglicherweise das Vertrauen der Märkte nachhaltiger erschüttert, weil er die Qualität der Marktinformationen über einzelne Unternehmen infrage stellte.

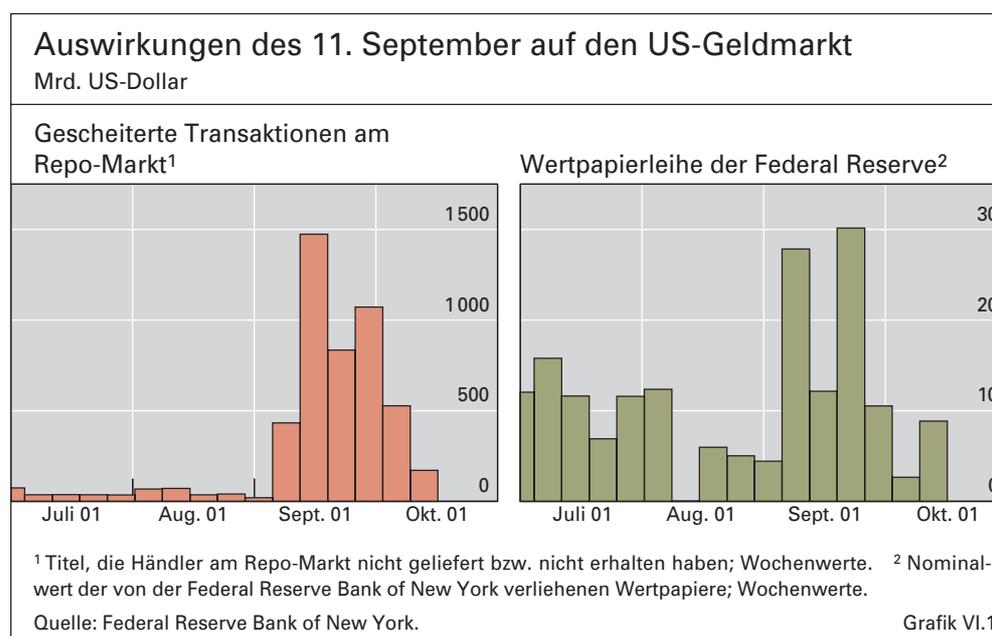
### Störungen nach dem 11. September

Die Terroranschläge vom 11. September und die daraus resultierenden Verluste an Menschenleben und Schäden an der Infrastruktur in New York führten zu beträchtlichen Unterbrechungen und Verzögerungen an den US-Finanzmärkten. Die Börse von New York blieb vier Handelstage lang geschlossen, die längste Schließung seit den dreißiger Jahren. Infolge der Verluste bei mehreren Inter-Dealer-Brokern, der Schäden an den Kommunikationsverbindungen und der Zerstörung der Hauptbetriebsstelle einer bedeutenden Clearing-Bank waren der Kassa- und der Repo-Markt für US-Staatsanleihen besonders schwer betroffen. Diese Probleme hatten zusammengenommen zur Folge, dass Repo-Geschäfte im Umfang von mehreren Milliarden Dollar für einige Tage nach den Anschlägen nicht abgewickelt werden konnten. Damit stieg die Zahl der „gescheiterten“ Transaktionen an den Kassa- und Repo-Märkten für Schatztitel so hoch wie nie zuvor (Grafik VI.1), was wiederum die Nachfrage nach bestimmten Schatzpapieren, insbesondere den zuletzt begebenen Schatzanweisungen, in die Höhe trieb.

Die Geldpolitik und die Marktteilnehmer reagierten rasch. Als die US-Aktienmärkte am 17. September wieder öffneten, schoss die Federal Reserve reichlich Liquidität in das Bankensystem ein und senkte den Tagesgeld-Zielsatz. Ferner ergriff sie Maßnahmen zur Behebung der Probleme am

Beträchtliche Unterbrechungen und Verzögerungen durch Terroranschläge ...

... aber rasche Reaktion der Entscheidungsträger und der Marktteilnehmer

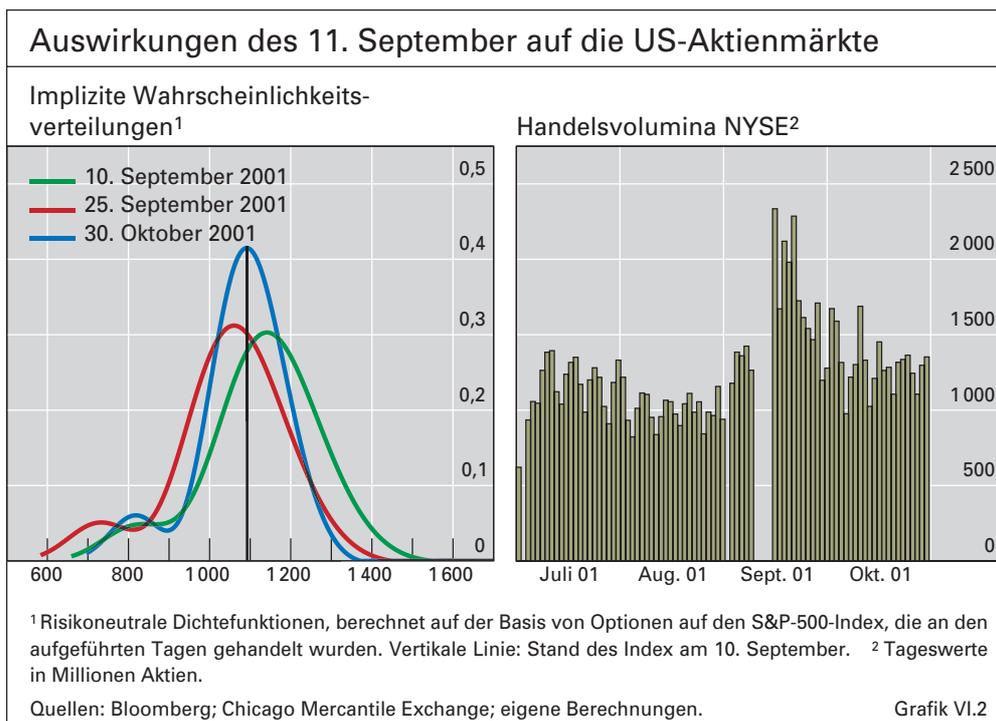


Repo-Markt, indem sie u.a. die Beschränkungen ihrer Wertpapierleih-fazilität lockerte. Ende September hatte die Federal Reserve Wertpapiere im Betrag von \$70 Mrd. verliehen; als Sicherheit akzeptierte sie weniger gefragte Papiere. Andere Zentralbanken senkten ihre Notenbankzinssätze, und einige schlossen Swapgeschäfte mit der Federal Reserve ab, um Befürchtungen einer Dollarknappheit bei ausländischen Finanzinstituten entgegenzutreten. Die Marktteilnehmer verlängerten die Abwicklungszeiten und arbeiteten darüber hinaus auf mehreren Wegen zusammen, um die Verteilung der Liquidität zu erleichtern.

Bei allen diesen Bemühungen erwiesen sich die vor zwei Jahren im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Computerproblem erstellten Notfallpläne als äußerst nützlich. In diesen Plänen war allerdings unterblieben, die Kommunikation zwischen den Backup-Systemen zu testen. Einige Marktteilnehmer waren davon ausgegangen, dass zwar ihre eigenen Systeme ausfallen könnten, nicht aber die ihrer Gegenparteien. Zum Teil war an den eigenen Zweitstandorten nicht einmal bekannt, wie die Ausweicheinrichtungen der Gegenparteien zu erreichen waren. Darüber hinaus liefen die Telefonverbindungen vieler Marktteilnehmer zu ihren Ausweicheinrichtungen über dieselbe Schaltzentrale wie die Hauptleitungen: die im World Trade Center. Durch den Ausfall der Kommunikationsverbindungen wurden Handel und Clearing mehrere Tage lang lahm gelegt. Das Ausmaß des Schadens wurde jedoch durch Initiativen der Marktteilnehmer – u.a. gemeinsames Nutzen von Ressourcen – und einen fieberhaften Einsatz der Versorgungsunternehmen begrenzt.

Verbindungen zwischen Backup-Einrichtungen nicht getestet

Die Anschläge bestärkten Befürchtungen einer deutlichen Abwärtskorrektur der Aktienkurse. Schon vor dem 11. September war die Verteilung der in den Preisen von Aktienindexoptionen implizierten kurzfristigen Aktienrenditen asymmetrisch gewesen und hatte auf die Wahrscheinlichkeit eines



Kurseinbruchs hingedeutet (Grafik VI.2). Diese Erwartung stieg unmittelbar nach dem 11. September deutlich und hielt bis Anfang Oktober an. Nach dem Einsetzen der Kurserholung verdichtete sich die Wahrscheinlichkeitsverteilung, was für einen insgesamt geringeren Grad an Unsicherheit sprach; die Optionspreise wiesen jedoch immer noch eine gewisse Verzerrung in Richtung eines erheblichen Kursrückgangs auf.

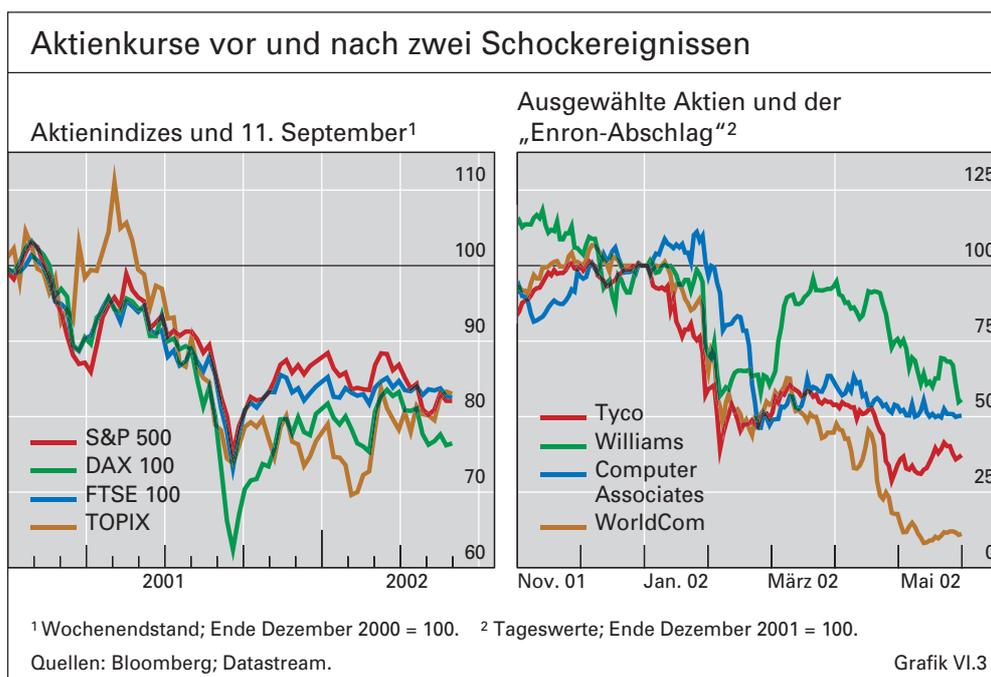
Der Verkaufsdruck, der sich in den Tagen, an denen die US-Börsen geschlossen waren, aufgebaut hatte, entlud sich bei der Wiedereröffnung in einem Rekordhandelsvolumen (Grafik VI.2), das die Kapazität der Börsen jedoch nicht überforderte. Auch die meisten anderen Märkte arbeiteten eine Woche nach den Anschlägen wieder mehr oder weniger normal. Die Intraday-Volatilität des Tagesgeldsatzes der Federal Reserve blieb zwar bis in den Oktober hinein außerordentlich hoch, doch der effektive Satz stieg kaum über den Zielwert. Als Letzter kehrte der Repo-Markt zum Normalbetrieb zurück; bis Oktober blieb die Zahl der gescheiterten Transaktionen hoch. In den Wochen unmittelbar nach den Anschlägen stieg sie sogar noch an, weil bei den aktuellen Schatzanleihen, die als Sicherheit dienen, ein Engpass herrschte. Am 4. Oktober begann sich die Lage zu bessern, als das US-Finanzministerium in einem außerplanmäßigen Tenderverfahren zusätzliche Tranchen der aktuellen 10-jährigen Schatzanleihe an den Markt brachte. Mitte Oktober waren die gescheiterten Transaktionen am Repo-Markt auf ein gemäßigtes Niveau gesunken.

Repo-Markt kehrt als Letzter zur Normalität zurück

#### Enron und die Folgen

Enron Corporation, eines der größten Energiehandelsunternehmen, meldete im Dezember 2001 Konkurs an. Im Gegensatz zum 11. September waren die unmittelbaren Auswirkungen des Enron-Kollapses auf die Stabilität und Liquidität der Märkte, an denen das Unternehmen tätig gewesen war, den

Enron-Kollaps kein unmittelbarer Auslöser von Störungen an Energiemärkten



meisten Meldungen zufolge unbedeutend. Der Handel wechselte zügig von Enron zu dessen Konkurrenten. Viele Firmen meldeten Verluste aus ihren Enron-Engagements. Allerdings waren diese Verluste zu verkraften, was vor allem der Verbesserung der Handhabung des Gegenparteirisikos in den letzten Jahren und dem Ausbau der Märkte für Kreditderivate zu verdanken war; die Zahlungsfähigkeit anderer Firmen war nicht gefährdet. Der erfolgreiche Einsatz von Credit-Linked Notes und anderen Kreditderivaten zur Absicherung des Enron-Risikos sowie die problemlose Abwicklung der meisten dieser Kontrakte verstärkten sogar das Interesse der Marktteilnehmer an derartigen Instrumenten.

Beim Zusammenbruch von Enron fällt auf, dass die verschiedenen an der Führung und Überwachung des Unternehmens beteiligten Ebenen anscheinend alle zur gleichen Zeit versagt haben. Das oberste Verwaltungsorgan des Unternehmens, die Wirtschaftsprüfer, die Aktienanalysten, die Rating-Agenturen, die Gläubiger und die Anleger – alle versäumten es, kritisch zu untersuchen, wie die Geschäftsleitung von Enron das scheinbar hervorragende Ertragswachstum erzielte. Insbesondere wurden die zahlreichen außerbilanziellen Transaktionen, die zur Verschleierung der wachsenden operativen Verluste beitrugen, kaum hinterfragt.

Dass verschiedene Führungs- und Überwachungsmechanismen gleichzeitig versagt haben, weist auf einen gemeinsamen Einflussfaktor hin, nämlich die Tendenz, dass sich Interessenkonflikte im Informationsprozess verstärken, wenn eine einzelne Firma oder ein ganzer Markt überdurchschnittlich gute Ergebnisse ausweist. Die heutigen Märkte haben ein System wechselseitiger Kontrollen aufgebaut, um die Integrität des Informationsprozesses sicherzustellen (Schlussteil dieses Kapitels). Im Falle Enron hat dieses System versagt. Bezeichnenderweise war die Reaktion der Aktienmärkte auf den Konkurs Anfang Dezember nicht annähernd so heftig wie die Reaktion Ende Januar, als bekannt wurde, dass die Wirtschaftsprüfer von Enron Unterlagen vernichtet hatten, oder Anfang Februar, als ein Bericht enthüllte, wie Enron nicht konsolidierte Tochtergesellschaften und Zweckgesellschaften eingesetzt hatte, um Gewinne aufzublähen und Verluste zu verschleiern. Als Folge hiervon wurde ein Abschlag für Rechnungslegungsrisiken in die Aktienkurse eingerechnet, und der Markt bestrafte insbesondere die Notierungen großer Firmen mit relativ undurchsichtigen Finanzausweisen (Grafik VI.3, rechts).

Versagen  
verschiedener  
Kontrollebenen

Skandal löst  
Marktreaktion aus

## Aktienmärkte

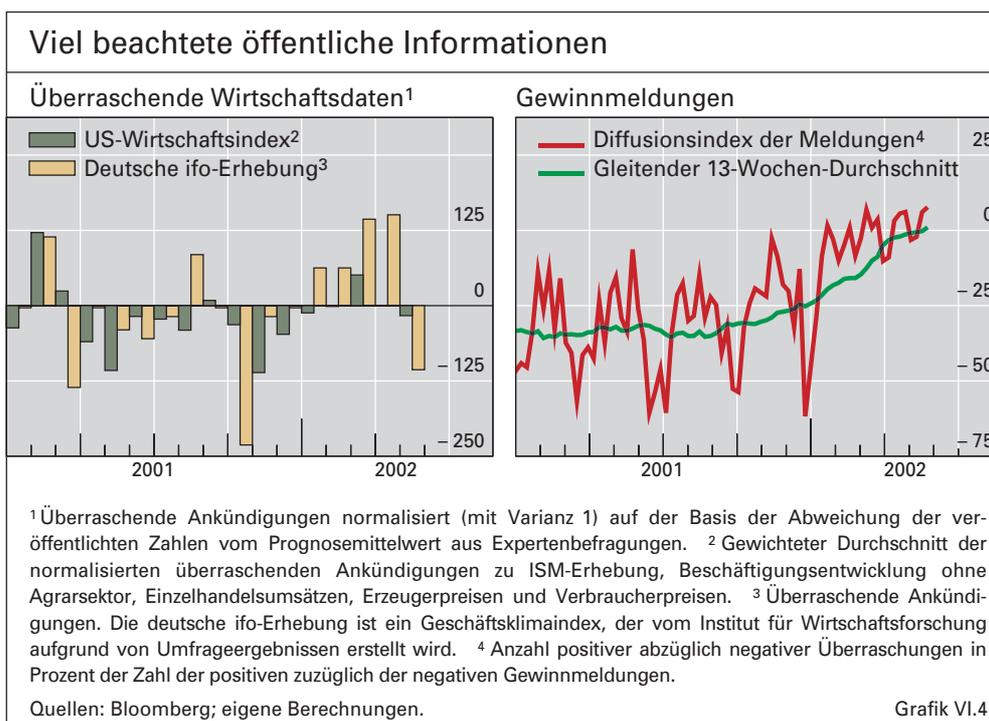
Fast das ganze Jahr 2001 hindurch zeigten die Aktienanleger unbeirrbares Optimismus. Zunächst nahmen sie die Anzeichen eines weltweiten Abschwungs nicht sonderlich ernst, und danach rechneten sie fest mit einer kräftigen Erholung. Zwar stiegen und fielen die Kursnotierungen im Einklang mit den wechselnden Einschätzungen über die Tiefe und Dauer des Abschwungs und seine Folgen für die Unternehmensgewinne (Grafik VI.3, links), doch herrschte alles in allem noch große Zuversicht, die insbesondere durch den Glauben an die Wirksamkeit der Geldpolitik genährt wurde. Nicht die

gesamtwirtschaftlichen Gegebenheiten waren es, die schließlich diese Zuversicht untergruben, sondern Rechnungslegungsfragen. In den ersten Monaten des Jahres 2002 vergrößerte sich die Unsicherheit bei den Aktienbewertungen mit der wachsenden Skepsis hinsichtlich der Verlässlichkeit der Finanzausweise von Unternehmen, die nach dem Enron-Kollaps aufkam. Dennoch erreichten die Kurse gemessen an den Gewinnen Anfang 2002 Rekordhöhen. Da die Gewinne wegen einmaliger Abschreibungen stark abnahmen und gleichzeitig die Aktienrisikoprämien wegen Unsicherheiten über die Finanzausweise von Unternehmen stiegen, deuteten die hohen Notierungen auf einen im Kern beharrlichen Optimismus in Bezug auf das zukünftige Gewinnwachstum hin.

### Anpassung an die Konjunktur

Der Aktienmarkt stellte sich nur langsam auf den weltweiten Konjunkturabschwung ein. Nach einjähriger Korrektur erholte sich der Markt im April 2001, gestützt vor allem auf die Annahme, dass eine Lockerung der Geldpolitik eine Rezession verhindern werde. Im Sommer überzeugten die Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und eine Reihe von enttäuschenden Gewinnmeldungen von Unternehmen endlich die Anleger, dass der Abschwung tatsächlich eingesetzt hatte und auch die Unternehmen nicht verschonen würde (Grafik VI.4). Der Technologiebereich war erneut besonders betroffen, zum einen wegen der zuvor noch stärker als in anderen Branchen übersteigerten Bewertungen (71. Jahresbericht), zum anderen wegen überraschend hoher Abschreibungen. Anfangs wurde darauf gebaut, dass Europa im Vergleich zu Nordamerika weniger in Mitleidenschaft gezogen würde, doch diese Hoffnung zerschlug sich angesichts enttäuschender Wirtschaftsdaten,

Abschwung erst im Sommer wirklich beachtet



insbesondere der Erhebungen des deutschen ifo-Instituts in den Sommermonaten. Die europäischen Aktienmärkte korrelierten daher während des gesamten Berichtszeitraums weiterhin eng mit den US-Märkten.

Zwei Wochen nach den Terroranschlägen des 11. September in den USA sanken die Marktindizes auf einen Tiefstand. Zunächst verstärkten die Ereignisse die Befürchtung eines längeren weltweiten Abschwungs und führten zu einer allgemeinen Flucht in sichere Anlagewerte. Doch eine Woche nach Wiedereröffnung der Märkte in New York setzte eine Kurserholung ein. Die weltweit koordinierte Lockerung der Geldpolitik und positive politische Entwicklungen ermutigten die Anleger. Die Anschläge riefen somit lediglich eine vorübergehende – wenngleich extreme – Unsicherheit hervor, die nach der Wiedereröffnung der Märkte größtenteils bald verflog.

Die Marktstimmung änderte sich offenbar erneut im Oktober, als sich der Markt, der nach dem Schock zunächst seine Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt hatte, zu einer Kursrallye aufschwang, die bis zum Jahresende anhielt. Die Märkte begannen mit einer kräftigen Konjunkturerholung zu rechnen, auch wenn die viel beachteten Veröffentlichungen neuer gesamtwirtschaftlicher Daten vorwiegend mit negativen Überraschungen aufwarteten. Die Anleger schienen durch die rasche Lockerung der Geldpolitik beruhigt wie auch durch die Tatsache, dass die meisten Wirtschaftsindikatoren nicht weiter nachgaben, und durch die Nachricht, dass das BIP der USA im vierten Quartal leicht gestiegen war. Die militärischen Erfolge der Anti-Taliban-Koalition in Afghanistan dämpften die Befürchtungen, dass der Konflikt dort lange anhalten und destabilisierende Konsequenzen haben würde. Gewinnmeldungen der Unternehmen verteilten sich im ersten Quartal 2002, im Gegensatz zum Großteil des Jahres 2001, gleichmäßiger auf positive und negative Überraschungen gegenüber den Prognosen der Analysten.

Paradoxerweise geriet der Aktienmarkt ausgerechnet in dem Moment ins Stocken, als wieder positive Daten zu den Aussichten der Weltwirtschaft gemeldet wurden. Im Januar und Februar 2002 weckten Enthüllungen über Unregelmäßigkeiten in den publizierten Finanzausweisen mehrerer namhafter Unternehmen allgemein Skepsis hinsichtlich der Integrität der von Unternehmen offen gelegten Informationen. Dadurch wurde das Vertrauen der Marktteilnehmer erschüttert, und die Kurserholung kam zum Stillstand. Die von Enron praktizierte Rechnungslegung war vielleicht der ungeheuerlichste Fall, doch stand das Unternehmen mit seinen Versuchen, die ausgewiesenen Gewinne zu schönen, nicht allein. Der Konkurs von Global Crossing im Dezember warf z.B. ein Schlaglicht auf die Praxis, mittels Tauschgeschäften über Telekommunikationskapazitäten die ausgewiesenen Erträge künstlich aufzublähen. Die Investoren reagierten mit Aktienverkäufen auf breiter Front, was Ende Januar und Anfang Februar zu einem Rückgang der meisten wichtigen Indizes beitrug.

In Japan standen die Bewertungen maßgeblich unter dem Einfluss des schwachen inländischen Finanzsektors und der augenscheinlich ausbleibenden Fortschritte der Reformbemühungen. Der Rückgang der wichtigsten japanischen Aktienindizes von Mai bis September hatte zwar Parallelen an anderen internationalen Märkten, war aber viel ausgeprägter. Die *Tankan-*

Kurstief Ende  
September

Erholung der  
Märkte trotz  
schlechter Nach-  
richten aus der  
Wirtschaft ...

... aber Anfang 2002  
erschüttern Enron-  
Enthüllungen die  
Anleger

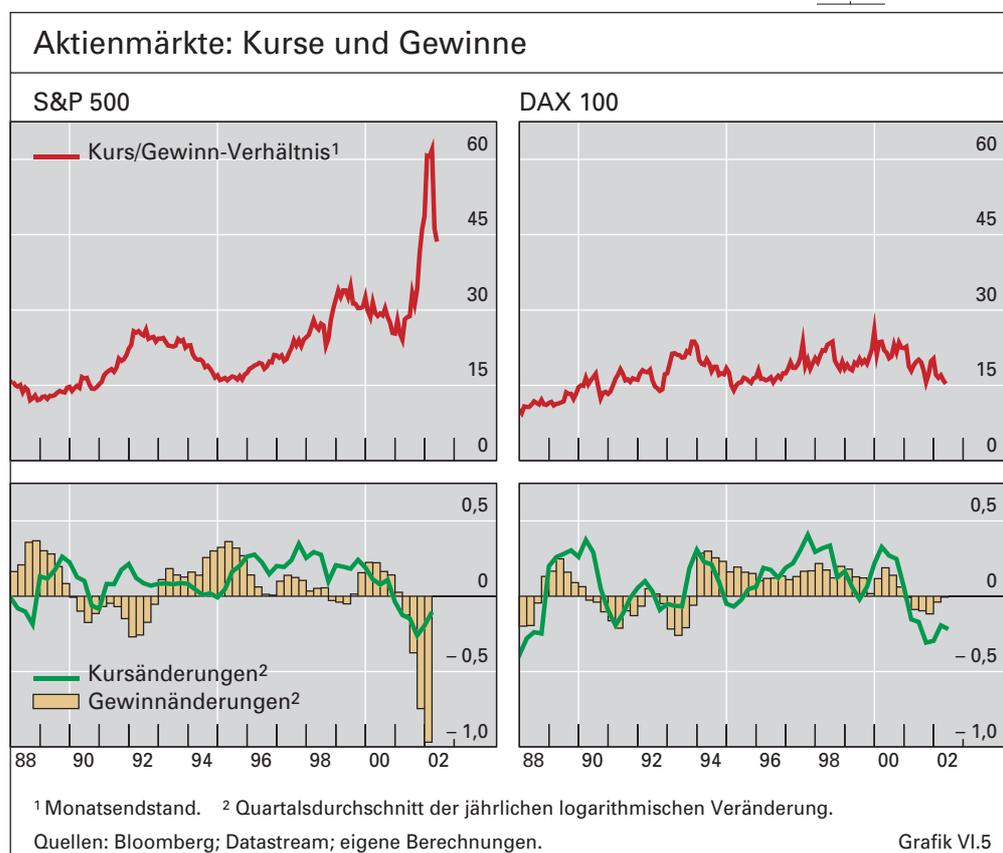
Japanische  
Aktien von der  
allgemeinen  
Erholung ausge-  
schlossen

Erhebung vom Juli zeigte das Bild einer überraschend schwachen Wirtschaft, und anschließende Meldungen über sich verschlechternde weltwirtschaftliche Aussichten lösten offenbar in Tokio eine noch trübere Stimmung aus als an den anderen großen Märkten. Nach Ende September war an den japanischen Aktienmärkten von der weltweiten Erholung nichts zu spüren, und Anfang Februar 2002 fiel der Nikkei-Index auf den tiefsten Stand seit 18 Jahren. Ironischerweise mag es dann der Konkurs eines großen Bauunternehmens Ende Februar gewesen sein, der den Kursanstieg im März auslöste. Die Anleger hatten eine Rettung des Unternehmens erwartet und sahen in dem Konkurs nun vielleicht ein Signal dafür, dass bald ernsthafte Bemühungen zur Sanierung des Unternehmens- und Finanzsektors folgen würden.

### *Beharrlicher Optimismus und hohe Volatilität*

Anhaltend hohe  
Bewertungen

Trotz der seit April 2000 eingetretenen außerordentlich starken Korrekturen erhielten die Aktienkurse nach wie vor Auftrieb durch Erwartungen hoher Steigerungen bei den Unternehmensgewinnen. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis von US-Titeln blieb 2001 im langjährigen Vergleich sehr hoch, da die Gewinne stärker zurückgingen als die Kurse (Grafik VI.5). In Europa waren die Kurs/Gewinn-Verhältnisse niedriger, weil die Aktienkurse deutlicher sanken als in den USA und der Gewinnrückgang kleiner war. Die hohen Kennzahlen bei den US-Werten waren zum Teil dem niedrigen realen Zinsniveau zuzuschreiben, aber auch der Erwartung steigender Gewinne, da die Aktienkurse dazu neigen, gegen Ende einer Rezession eine Gewinnerholung zu

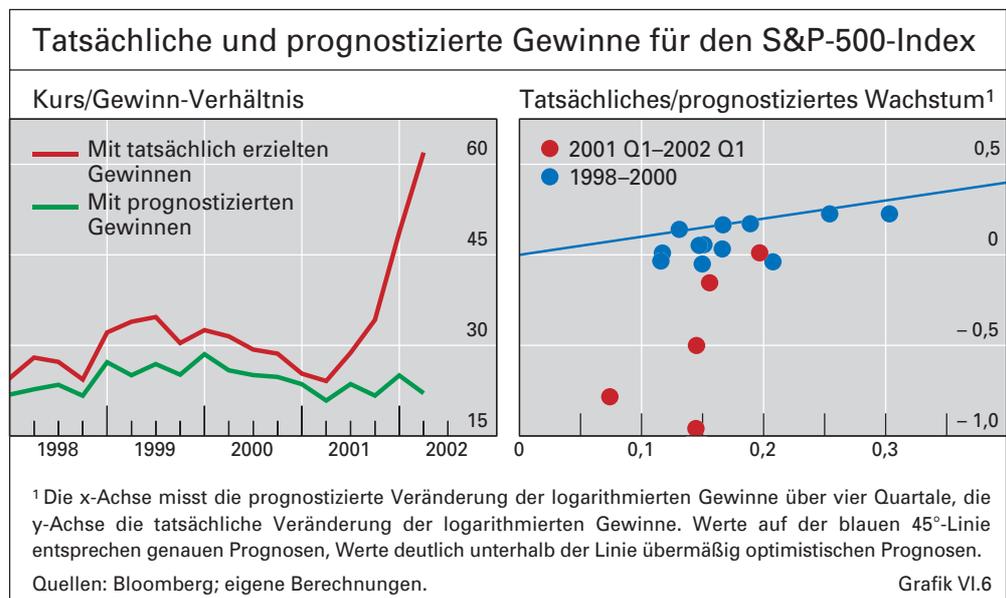


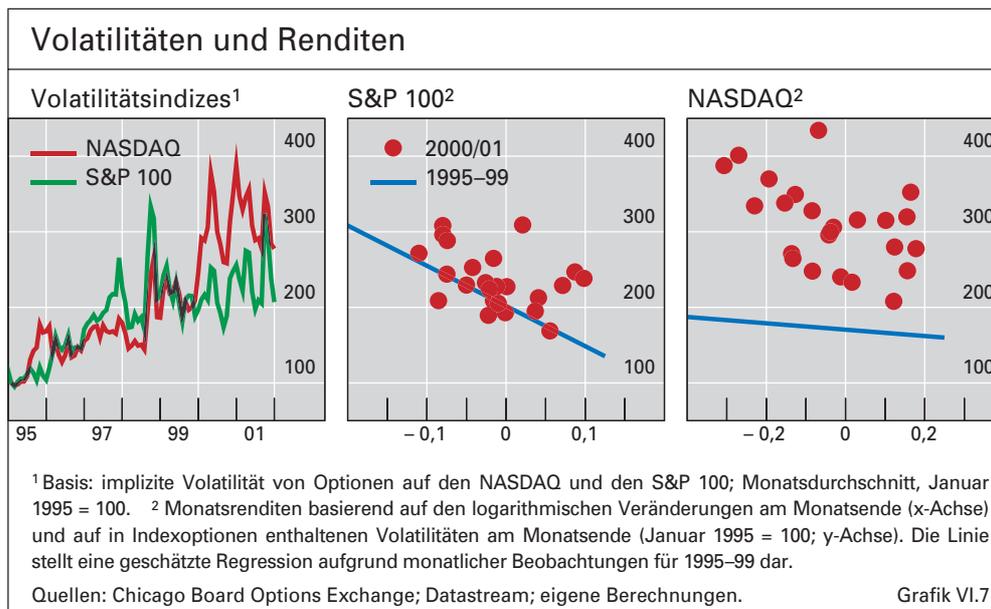
antizipieren. So waren z.B. die Kurs/Gewinn-Verhältnisse in den USA in den Jahren 1991/92 und in Deutschland im Jahr 1993 ebenfalls gestiegen. Die Kennzahlen in den USA erreichten 2001 und 2002 jedoch Rekordhöhen. Ende 2001 wurde der S&P-500-Index zum 49fachen der Gewinne gehandelt, mehr als das Dreifache des Durchschnitts von 14 in den Jahren 1970–95. Ende März 2002 betrug das Verhältnis 62.

Im hohen Kurs/Gewinn-Verhältnis der US-Aktien spiegelten sich auch eine Reihe beispielloser einmaliger Abschreibungen auf Aktiva wider, die einen Einbruch der bilanztechnisch ausgewiesenen Nettogewinne zur Folge hatten. Im Verlauf von 2001 legten schließlich selbst Unternehmen mit mehr oder weniger soliden Bilanzen und guten Gewinnaussichten offen, dass ein erheblicher Teil ihrer früheren Investitionen, insbesondere die zahlreichen durch den Tausch von Stammaktien finanzierten Übernahmen, sich als kostspielige Fehlschläge erwiesen hatten. Infolgedessen konzentrierten sich einige Anleger nun auf zukunftsorientierte Messgrößen wie Cashflow oder Betriebsergebnis pro Aktie anstatt auf Bilanzkennzahlen, in denen Abschreibungen einbezogen sind. Das Abstützen auf diese Messgrößen für den Gewinn implizierte, dass derartig schlechte Investitionsentscheidungen in Zukunft für weniger wahrscheinlich gehalten wurden. Kurs/Gewinn-Verhältnisse, die auf den Gewinnprognosen beruhten – in die die Erwartung einer kräftigen Gewinnerholung einfluss –, entwickelten sich moderater als diejenigen, die sich auf die bereits ausgewiesenen Gewinne stützten (Grafik VI.6). Doch auch diese Kennzahlen waren im langfristigen Vergleich hoch, und zwar vor dem Hintergrund sowohl des realen Zinsniveaus als auch der Risikoprämie, die durch die Enron-Informationsprobleme entstanden sein dürfte. Überdies sind die tatsächlichen Gewinnsteigerungen in den letzten Jahren zumeist hinter den Prognosen zurückgeblieben. Nach einem haussierenden Markt, an dem die Gewinne anscheinend oft so frisiert worden waren, dass sie geringfügig über den Prognosen lagen, ließen sich solche „kreativen“ Gewinnausweise 2001 und Anfang 2002 offenbar nicht mehr halten.

Starker Gewinnrückgang wegen einmaliger Abschreibungen ...

... aber anhaltend hohe Bewertungen aus anderen Gründen





Wahrgenommene Risiken steigen selbst bei anziehenden Märkten

Die Unsicherheit bezüglich der Bewertungen, gepaart mit der Tendenz der Marktteilnehmer, sogar auf unbedeutende gute oder schlechte Nachrichten heftig zu reagieren, erhöhte an den Aktienmärkten die täglichen Volatilitäten. Im April 2001 beispielsweise ließ die Nachricht, dass die Dell Computer Corporation ihre erheblich reduzierte Gewinnschätzung einhalten würde, an einem einzigen Tag den NASDAQ Composite um 9% und den MSCI World Index um 3% nach oben schnellen. Die in den Preisen börsengehandelter Aktienindexoptionen implizite Volatilität spiegelte diesen Trend wider (Grafik VI.7). Die zunehmende Volatilität war nicht allein den fallenden Aktienkursen zuzuschreiben. Während in früheren Jahren die implizite Volatilität im Allgemeinen stieg, wenn die Kurse sanken, erreichte sie 2000 und 2001 Niveaus, die weit über dem bisher üblichen Verhältnis zwischen Volatilität und Kursentwicklung lagen. Dies war insbesondere für den technologieelastigen NASDAQ-Index der Fall.

### Märkte für festverzinsliche Instrumente

Ebenso wie an den Aktienmärkten pendelte die Stimmung an den Anleihemärkten im Laufe des Jahres 2001 und in den ersten Monaten des Jahres 2002 zwischen Optimismus und Pessimismus. Angesichts einer mehr oder weniger niedrigen Inflation entwickelten sich die Swaprenditen entsprechend den Erwartungen hinsichtlich der Dauer und des Ausmaßes des weltweiten Abschwungs sowie des Zeitpunktes der vermuteten Rückkehr zu einer strafferen Geldpolitik. Die Bonitätsaufschläge, die in Erwartung einer kurzen und milden Konjunkturabschwächung im ersten Halbjahr 2001 zunächst stabil geblieben waren, weiteten sich im dritten Quartal aus, als sich Bedenken über einen länger anhaltenden Abschwung mehrten. Dennoch hatten die meisten Unternehmen und Staaten kaum Probleme, langfristige Schuldtitel am Kapitalmarkt zu platzieren. Der stabile Anleihemarkt war insbesondere gegen Ende 2001 und Anfang 2002 ein wichtiger Finanzierungskanal, als die Turbulenzen

am Markt für Commercial Paper und die erhöhte Risikoscheu der Geschäftsbanken dazu führten, dass die Finanzmittel an den Märkten für kurzfristiges Fremdkapital knapper wurden.

*Reaktion der Renditenstrukturkurven auf Geldpolitik*

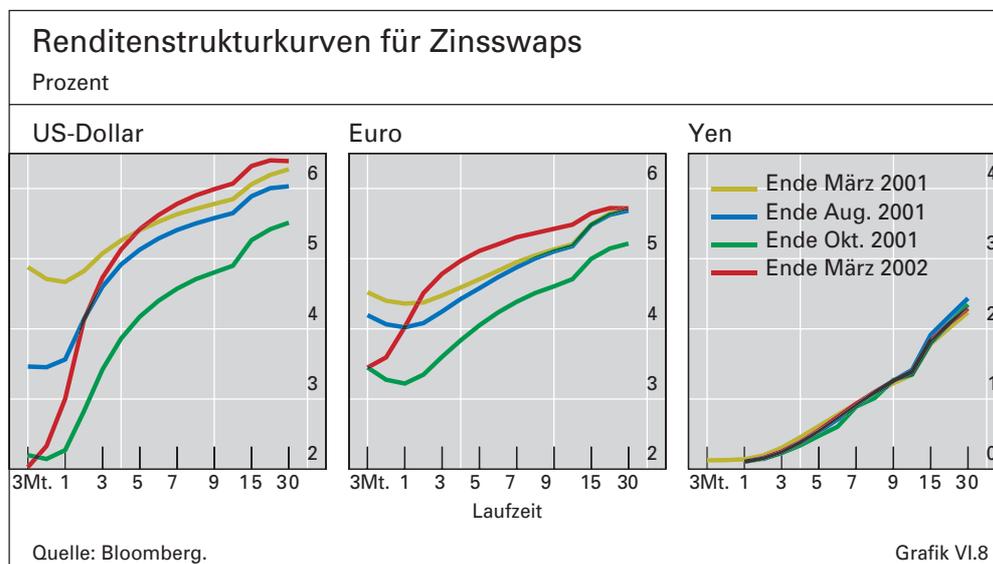
Während des Berichtszeitraums veränderten sich die Renditenstrukturkurven entsprechend den Erwartungen, wie die Geldpolitik auf Wirtschaftsnachrichten reagieren würde. Die Dollar- und die Euro-Renditenstrukturkurve verschoben sich nach unten, als die Nachrichten schlechter wurden. Als sich dann die Konjunkturaussichten aufhellten, wurden sie deutlich steiler (Grafik VI.8). Im ersten Halbjahr 2001, als noch mit einer relativ kurzen und milden Konjunkturabschwächung gerechnet wurde, blieben die langfristigen Dollar- und Euro-Swapsätze stabil. Von Juli bis Oktober bildeten sich die langfristigen Renditen allmählich zurück, da die Anleger auf die immer schlechteren Meldungen aus der Wirtschaft reagierten und – unmittelbar nach dem 11. September – zudem eine Flucht in sichere und hochwertige Anlageformen einsetzte. Die Umkehr dieser Fluchtbewegung und die aufkommende Erwartung, die Konjunkturschwäche werde bald zu Ende sein, ließen die langfristigen Renditen im November und in der ersten Dezemberhälfte kräftig ansteigen. Diese Erwartung spiegelte das Vertrauen in die Wirksamkeit einer neuerlichen Lockerung der US-Geldpolitik wider. Infolgedessen war die US-Dollar-Renditenstrukturkurve Anfang 2002 so steil wie zuletzt Anfang 1994, wobei aber das absolute Niveau der langfristigen Zinssätze weiterhin in der Nähe seines Rekordtiefs lag. Im Euro-Raum, wo die Lockerung der Geldpolitik moderater ausfiel, war auch die Versteilung der Renditenstrukturkurve weniger ausgeprägt als in den USA.

Renditenstrukturkurven verschieben sich nach unten und werden dann steiler ...

... als Anleger auf Wirksamkeit einer geldpolitischen Lockerung setzen

Im Gegensatz zu den anderen wichtigen Währungen blieb die Renditenstrukturkurve des Yen über weite Strecken des Jahres 2001 und Anfang 2002 praktisch unverändert. Die kurzfristigen Zinssätze lagen stabil nahe bei null, da die Anleger angesichts der anhaltenden Wachstumsschwäche in naher Zukunft keine wesentliche Veränderung in der Ausrichtung der japanischen Geldpolitik

Unveränderte Yen-Renditenstrukturkurve

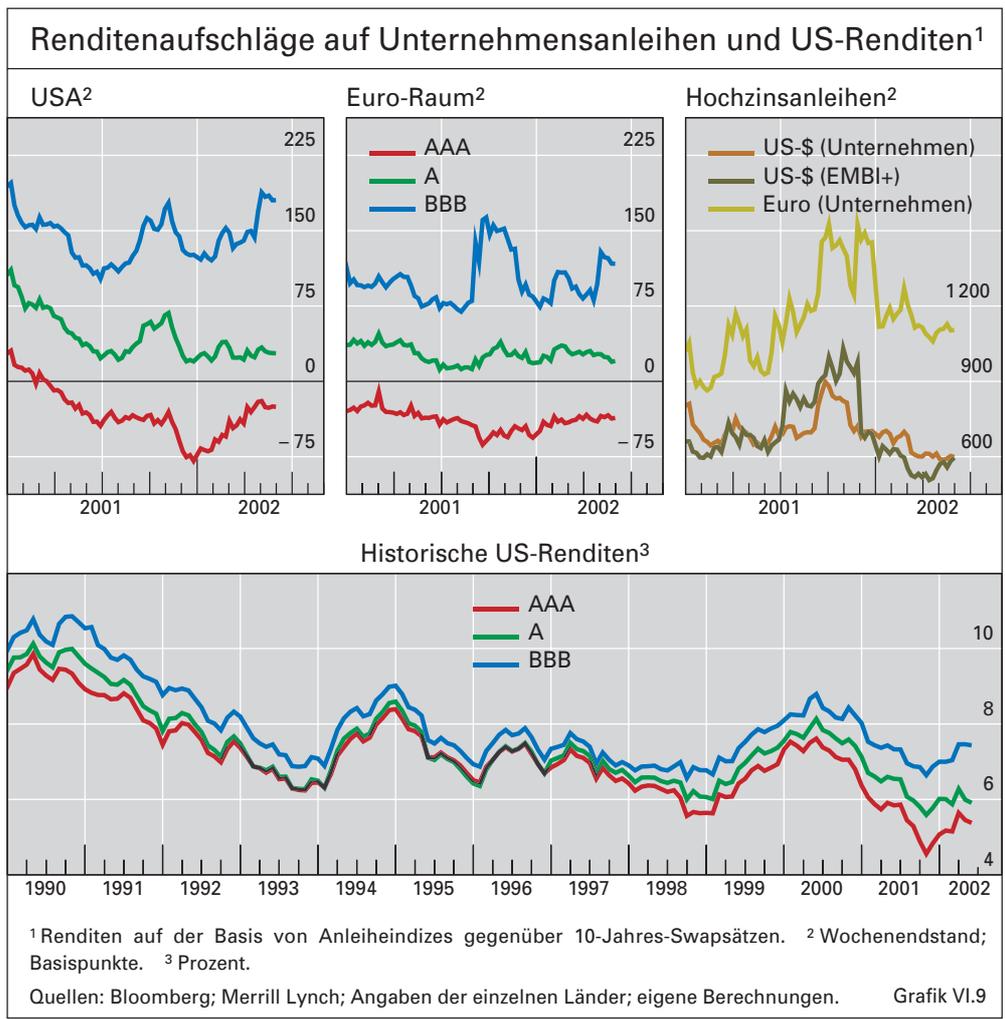


erwarteten. Ähnliche Überlegungen hielten auch die längerfristigen Zinssätze tief. Gleichzeitig waren die Renditen am langen Ende aufgrund des stetigen Anwachsens der öffentlichen Verschuldung zeitweise einem Aufwärtsdruck ausgesetzt. Die sich verschlechternde Finanzlage des Staates und das langsame Tempo der Strukturreformen trugen zu vermehrter Zurückhaltung der Anleger gegenüber japanischen Vermögenswerten bei, was auch in Herabstufungen der inländischen Staatsschuldtitel Japans durch die großen Rating-Agenturen zum Ausdruck kam.

*Stabiler Markt für Unternehmensanleihen*

Niedrigere Renditenspreads für Unternehmensanleihen ...

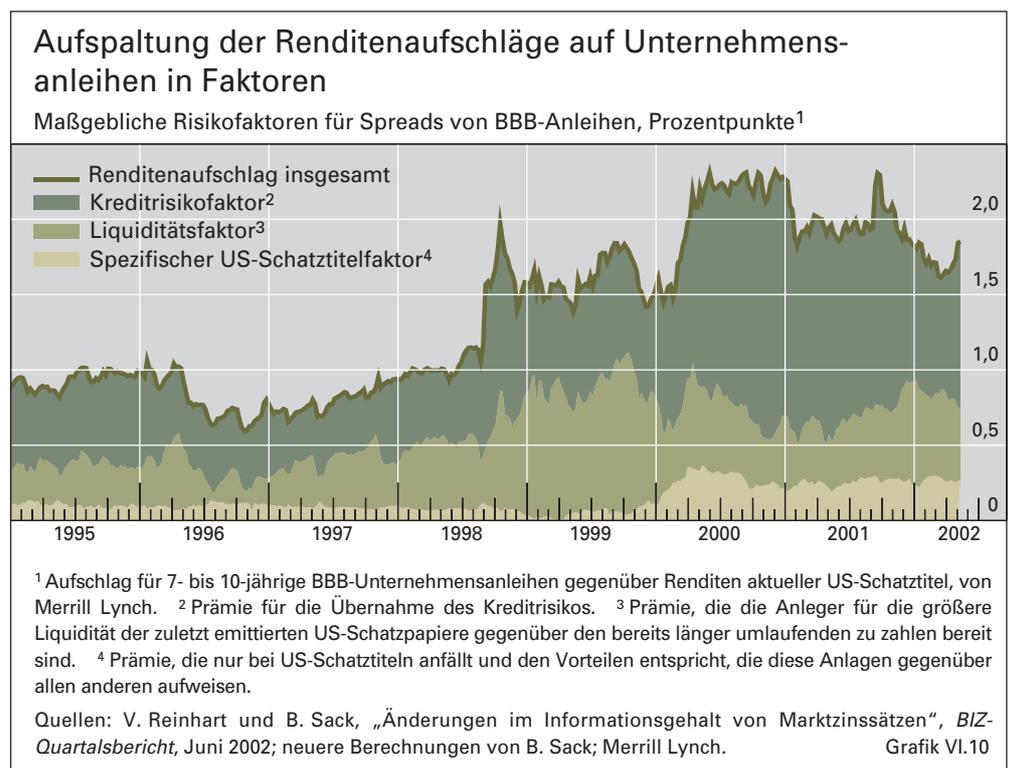
Ein Lichtblick unter den weltweiten Finanzmärkten war während dieser Zeit der bemerkenswert stabile Markt für Unternehmensanleihen. Die Renditenaufschläge bildeten sich im Allgemeinen zurück, als die Referenzrenditen anstiegen, da sich für die Anleger die Möglichkeit einer raschen Konjunkturerholung mit der Aussicht auf eine Verbesserung der Kreditqualität bei den Unternehmen verband (Grafik VI.9, oben). Im ersten Halbjahr 2001 sanken die Renditenaufschläge, da die Anleger über den Konjunkturabschwung und die höheren Ausfallquoten hinwegblickten und davon ausgingen, dass diese Faktoren in den Anleiherenditen bereits berücksichtigt seien. Als im dritten

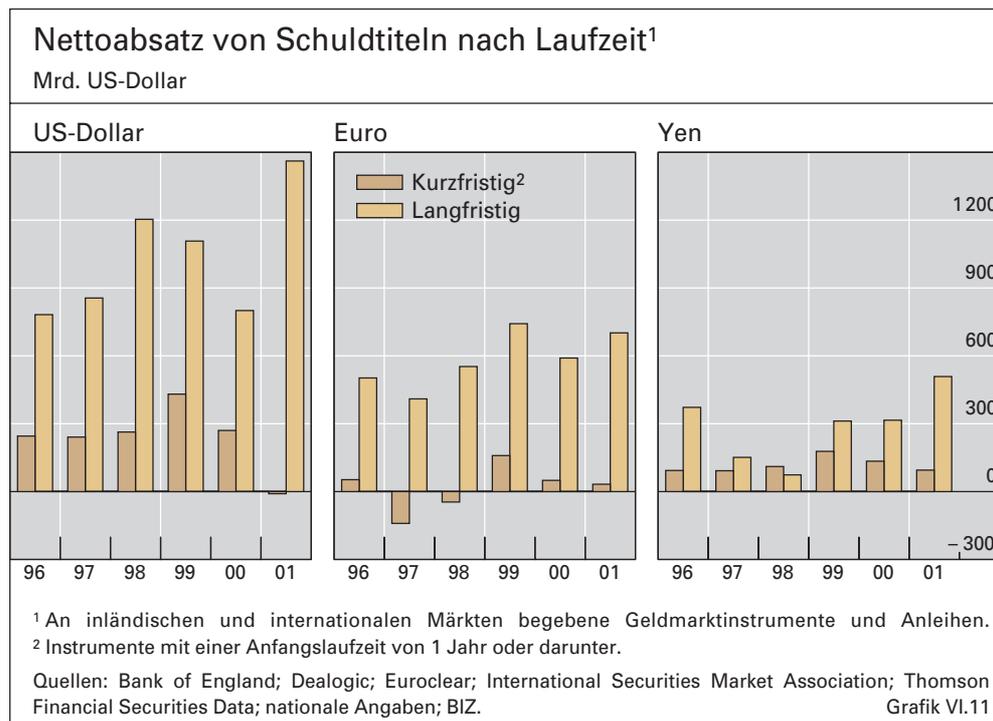


Quartal die Konjunkturabschwächung deutlicher ausfiel als erwartet und die Zahlungsausfälle weiter zunahmen, vergrößerten sich die Renditenabstände für praktisch alle Kreditrisikoklassen, wurden dann aber im November, als eine optimistischere Stimmung zurückkehrte, wieder enger. Infolgedessen fielen die Fremdfinanzierungskosten der Unternehmen insgesamt im September 2001 nominal auf ein historisch niedriges Niveau und stiegen danach nur geringfügig an (Grafik VI.9, unten). Allerdings zeigte die sich ausweitende Renditendifferenz zwischen Instrumenten mit BBB- und A-Rating, dass in einigen Bereichen die Skepsis die Oberhand behielt. Bedenken hinsichtlich der Solidität der Unternehmensbilanzen und der Zuverlässigkeit der Finanzausweise trugen dazu bei, dass sich die Renditenaufschläge in den ersten Monaten des Jahres 2002 wieder erhöhten.

... aber weiterhin einige Skepsis

Die hohe Volatilität der Renditenspreads für Unternehmensanleihen in den Jahren 2001 und 2002 scheint zumindest teilweise auf einen Anstieg der Liquiditätsprämie zurückzuführen zu sein, der einen allmählichen Rückgang des Marktpreises für das eigentliche Kreditrisiko verschleierte. Dies wird ersichtlich, wenn man den Renditenabstand für US-Dollar-Anleihen von Unternehmen mit BBB-Rating gegenüber US-Schatzanleihen in drei Komponenten zerlegt: Kreditrisiko, Liquidität und die spezifische Prämie, die Anleger für aktuelle Schatzpapiere zahlen (Grafik VI.10). Der Aufschlag für das Kreditrisiko sank an den Märkten, abgesehen von einem kurzen Ausschlag nach oben im September, allmählich von fast 150 Basispunkten Anfang 2001 auf etwa 80 Basispunkte im ersten Quartal 2002. Mit dieser mehr oder weniger stetigen Verbesserung kehrte sich der kräftige Anstieg der Kreditrisikoprämien, der das Platzen der Technologie-Blase im Jahr 2000 begleitet hatte, wieder um. In den nach konventioneller Methode gemessenen Bonitätsaufschlägen wurde





der Rückgang des Kreditrisikoaufschlags jedoch nicht sichtbar, da ihm ein stetiger Anstieg der Prämie gegenüberstand, die die Anleger für das Halten weniger liquider Wertpapiere fordern.

Trotz der Konjunkturabschwächung und der zeitweiligen Ausweitung der Renditenspreads war die Finanzierung über die langfristigen Anleihemärkte über weite Strecken des Jahres 2001 lebhaft (Grafik VI.11). Dies galt insbesondere für den US-Dollar-Markt, an dem die Emissionstätigkeit der Unternehmen den Nettoabsatz von langfristigen Schuldtiteln auf einen Höchststand trieb. Der Markt für Euro-Unternehmensanleihen festigte sich dank hoher Emissionsvolumina von Telekommunikations- und Automobilunternehmen weiter. In Japan stützte die beträchtliche Mittelaufnahme des Staates das Wachstum des Anleihemarktes.

#### *Umschichtung von kurzfristiger in langfristige Verschuldung*

Die Emission langfristiger Schuldtitel spiegelte teilweise eine Abkehr der Schuldner von der kurzfristigen Verschuldung wider. Der Wirtschaftsabschwung und der infolgedessen sinkende Bedarf der Unternehmen an Betriebskapital erklären zum Teil den geringeren Absatz kurzfristiger Schuldtitel, und die im historischen Vergleich niedrigen langfristigen Renditen veranlassten die Emittenten, länger laufende Schuldtitel zu begeben. Gleichzeitig war mehreren größeren US-Unternehmen der Zugang zum Markt für Commercial Paper (CP) infolge von Bonitätsherabstufungen verwehrt, während sie am Markt für Unternehmensanleihen ohne weiteres noch Mittel aufnehmen konnten. Im Euro-Raum tilgten Unternehmen kurzfristige Überbrückungskredite, die sie in den Jahren 2000 und 2001 aufgenommen hatten, um Fusionen und Übernahmen sowie den Erwerb von UMTS-Mobilfunklizenzen zu finanzieren.

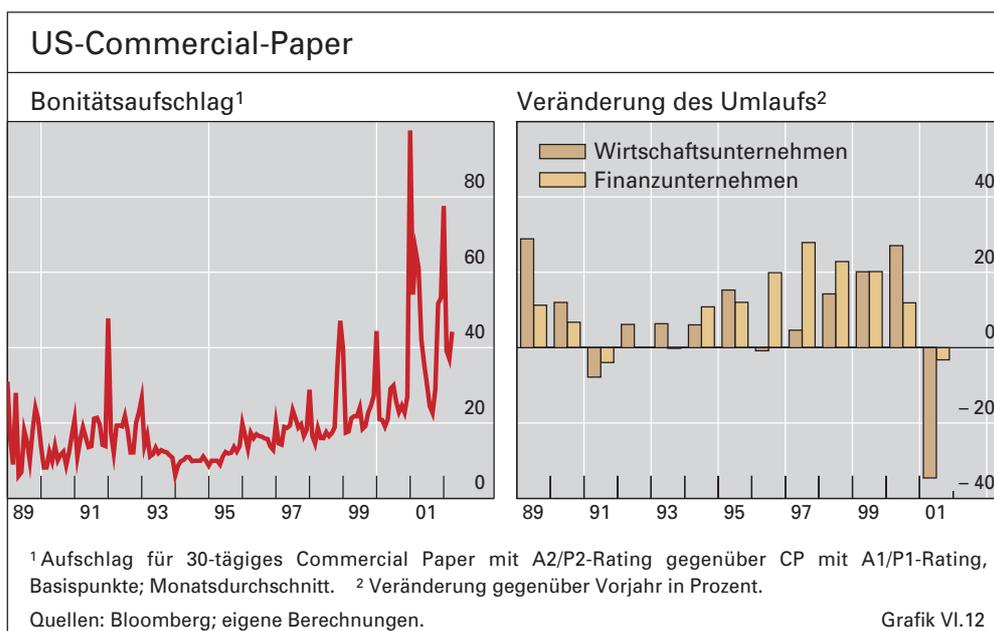
Lebhafte langfristige Finanzierung über Anleihemärkte

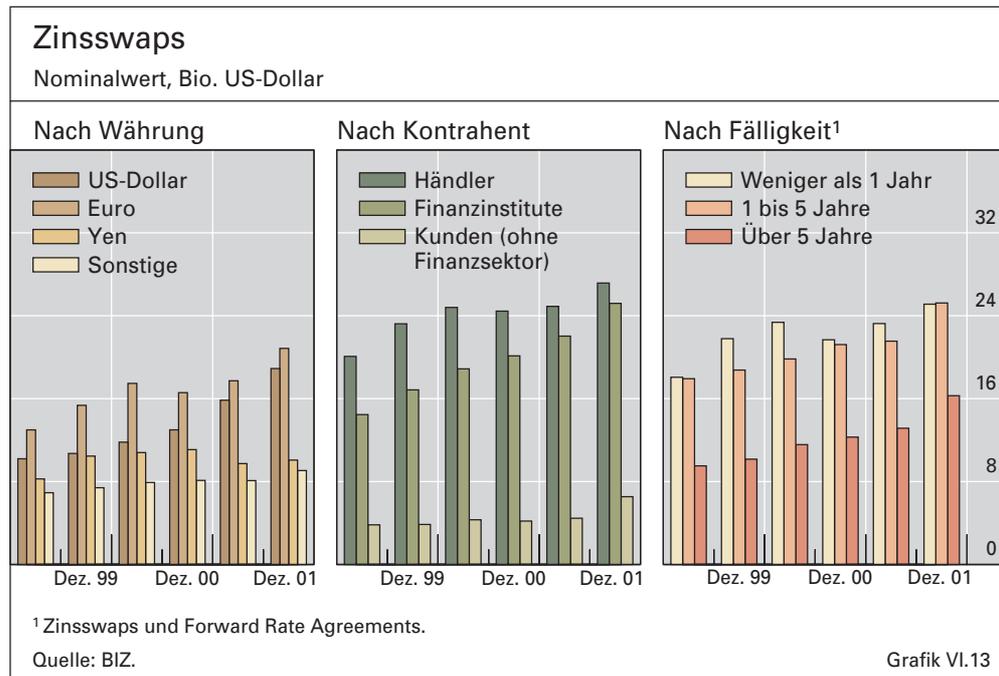
In den USA zwangen die schwierigen Finanzierungsbedingungen am CP-Markt viele Schuldner, ihre Abhängigkeit von diesem Finanzierungskanal zu verringern. Die Zahlungsunfähigkeit von kalifornischen Versorgungsunternehmen im Januar 2001 kam für viele Anleger am CP-Markt überraschend und veranlasste sie, den Kreditrisiken mehr Beachtung zu schenken. Dies wiederum verschärfte die Reaktion der Anleger auf die steigende Anzahl von Bonitätsherabstufungen im Laufe des Jahres 2001. An einem Markt, an dem die mit Abstand größte Käufergruppe – die Geldmarktfonds – höchstens 5% ihrer Portfolios in Titeln geringerer Bonität halten darf, dämpften Bonitätsherabstufungen und Zahlungsausfälle die ohnehin schwache Nachfrage zusätzlich. Die erhöhte Risikoscheu trug dazu bei, dass die Spreads am US-Dollar-CP-Markt außergewöhnlich hoch und volatil waren (Grafik VI.12). Zusätzlich verdeutlicht das Ausmaß des Rückgangs des CP-Absatzes, wie ungewöhnlich die gegenwärtigen Schwierigkeiten dieses Marktes sind. Während in der letzten US-Rezession 1991 der Umlauf von CP von Wirtschaftsunternehmen um 8% zurückgegangen war, fiel er im Jahr 2001 um 35%. Die Schuldner wandten sich zudem vermehrt dem Markt für forderungsunterlegtes CP zu, wo das Kreditrisiko wegen der Verwendung von Forderungen als Sicherheit eine geringere Rolle spielt.

Schrumpfender CP-Markt wegen Bonitätsbedenken ...

Die Probleme des CP-Marktes verschärfen sich noch, als Großbanken immer weniger bereit waren, ihre Auffangliquiditätsfazilitäten für CP-Programme zu verlängern. In der Vergangenheit hatten die Banken diese Kreditlinien im Allgemeinen zu geringen Zinsaufschlägen bereitgestellt, da sie hofften, sich damit Emissions- oder Beratungsmandate und andere einträglichere Geschäfte zu sichern. Die Risiken einer derartigen Strategie wurden nur allzu deutlich, als mehrere namhafte Schuldner den Zugang zum CP-Markt verloren und ihre Kreditlinien zu Zinskonditionen in Anspruch nahmen, die weit unter den Marktsätzen lagen. In der Folge kündigte der wichtigste Anbieter solcher Kreditlinien seinen Rückzug aus diesem Geschäft an.

... und wegen Aufhebung von Backup-Bankfazilitäten





Ironischerweise waren die Standby-Fazilitäten in den siebziger Jahren geschaffen worden, um die Liquiditätsprobleme am CP-Markt, der zu Blockierungen neigte, zu beheben. Bis zum Jahr 2001 waren solche Auffangfazilitäten praktisch eine Voraussetzung für den CP-Absatz geworden. Ihre Aufhebung verstärkte daher den Liquiditätsengpass am Markt noch.

Einige Emittenten tauschen festen gegen variablen Zins

Einige Emittenten langfristiger Schuldtitel verschafften sich durch den Abschluss von Zinsswaps weiterhin eine kurzfristige Verzinsung und stützten hierdurch das anhaltende Wachstum des mittel- und langfristigen Segments dieses Marktes (Grafik VI.13). Die zusätzliche Nachfrage nach festverzinslichen Finanzierungen trug im ersten Quartal 2002 zu einer Verengung der Spreads von US-Dollar- und Euro-Swaps gegenüber Staatsanleihen bei. Der Marktanteil von Wirtschaftsunternehmen als Kontrahenten blieb allerdings vergleichsweise niedrig.

### Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

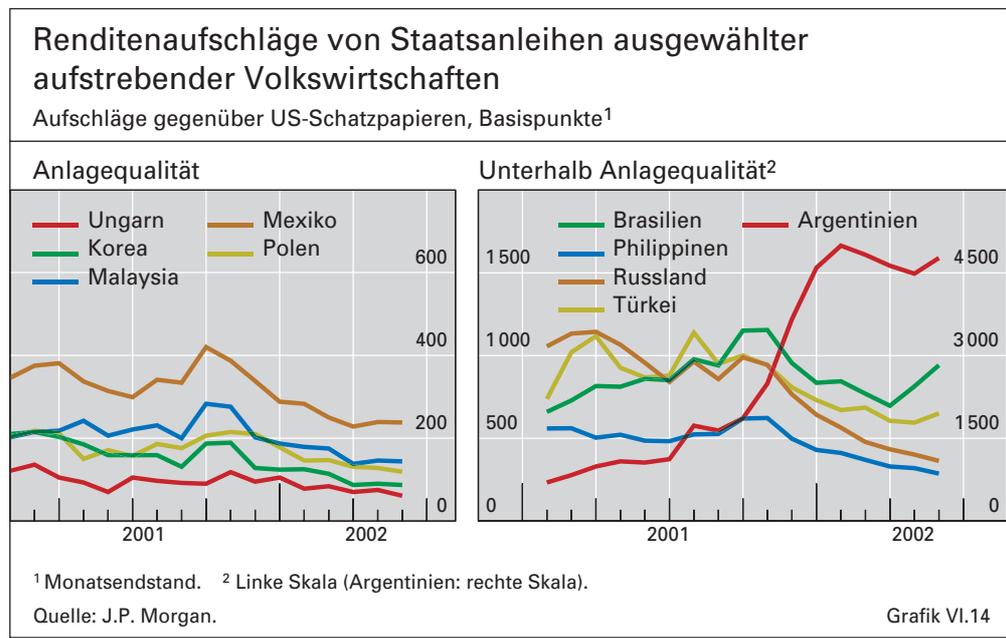
Die Widerstandsfähigkeit, die die großen Finanzmärkte während des Berichtszeitraums auszeichnete, war auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften festzustellen. Trotz des weltweiten Abschwungs und der Turbulenzen in Argentinien und der Türkei herrschten für die meisten Schuldner günstige Bedingungen für Auslandsfinanzierungen; die Renditenaufschläge waren weiterhin stabil oder wurden sogar kleiner. Dennoch blieben die Finanzierungsströme in aufstrebende Volkswirtschaften im Wesentlichen unverändert: Im Jahr 2001 erreichte der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel von Emittenten aus den aufstrebenden Volkswirtschaften \$ 45 Mrd., was ungefähr dem durchschnittlichen Absatz der Jahre 1998–2000 entspricht, während die Tilgungen die Neukreditvergabe ausländischer Banken weiterhin überstiegen. Die Auslandskredite sanken daher um \$ 14 Mrd. Die Fremdkapitalströme waren

sowohl wegen des Rückzugs der Anleger aus den krisengeplagten Volkswirtschaften als auch wegen der schwachen Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen in Asien und den Öl exportierenden Ländern rückläufig. Schuldner mit höherer Bonitätseinstufung, die am internationalen Anleihemarkt Mittel aufnehmen wollten, wurden bereitwillig bedient. Für Schuldner geringerer Bonität war der Zugang zu Auslandsfinanzierungen dagegen schwieriger.

*Begrenzte Ansteckung trotz schwerer Krisen*

Die Banken und die Anleger an den Anleihemärkten kürzten ihre Kreditvergabe an krisengeplagte Länder stark. Noch im Jahr 2000 waren türkische Schuldner, vor allem Banken, die größten Kreditnehmer aus den aufstrebenden Volkswirtschaften am Konsortialkreditmarkt gewesen, und der argentinische Staat war der größte Emittent am internationalen Anleihemarkt. Im Jahr 2001 schränkte sich der Marktzugang für beide Länder ein. Bis gegen Ende des Jahres waren die Renditenaufschläge auf türkische Schuldtitel sowohl hoch als auch volatil. Die Spreads auf argentinische Schuldtitel weiteten sich mehrmals stark aus, am stärksten im Juli nach einem Staatspapier-Tender, der wenig Anklang fand, sowie im November, als die Regierung die Umstrukturierung von Schuldtiteln in Inlandsbesitz ankündigte (Grafik VI.14). Gegen Ende des Jahres 2001 hatte die Türkei nach einer Umgestaltung ihres IWF-Beistandsabkommens wieder besseren Zugang zu den Märkten; Argentinien dagegen blieb von Finanzierungen sowohl des privaten wie auch des öffentlichen Sektors abgeschnitten. Die international tätigen Banken verringerten im Jahr 2001 ihre Auslandsforderungen an die Türkei um 24% und an Argentinien um 12%. Ein noch aufschlussreicherer Zeichen für die Bedrängnis Argentiniens war die massive Rückführung von Auslandsaktiva durch inländische Banken, die so ihren Bedarf an Liquidität in US-Dollar deckten. Von Ende 2000 bis Ende 2001 fielen die Einlagen argentinischer Banken bei Banken im Ausland von \$ 23 Mrd. auf \$ 6 Mrd.

Kredite für Türkei und Argentinien deutlich gekürzt



Auch für eine Reihe anderer Länder waren die Finanzierungsbedingungen während des Berichtszeitraums schwierig. Besonders anfällig waren Länder mit relativ hohen Schuldendienstverpflichtungen oder anderen binnenwirtschaftlichen Problemen. Die Ereignisse in Argentinien erhöhten den wirtschaftlichen und finanziellen Druck auf Uruguay und brachten das Land um den begehrten Anlagequalitätsstatus. Die Renditenaufschläge für Schuldtitel Venezuelas weiteten sich aus, als die Anleger das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik des Landes verloren. Als im Februar 2002 der Wechselkurs des Bolívar freigegeben wurde, verengten sie sich wieder.

Begrenzte Ansteckung im Juli und im September ...

Ansteckungseffekte waren von kurzer Dauer und meist von begrenztem Umfang. Nach dem erfolglosen Tender in Argentinien wurden im Juli überraschend viele aufstrebende Volkswirtschaften, u.a. Brasilien und Südafrika, von Abgabedruck erfasst. Zudem führte die weltweite Flucht in hochwertige Anlageformen unmittelbar nach dem 11. September für viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem Anstieg der Renditenaufschläge. In beiden Fällen war die Neueinschätzung des Risikos aber nicht von Dauer, und die vorherigen Trends setzten sich rasch wieder durch, wobei die Anleger sorgfältig zwischen den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften differenzierten. Beispielsweise hatten sich die Spreads auf brasilianische Anleihen bis Mitte Oktober von den argentinischen Spreads abgekoppelt. Dass sie sich im zweiten Quartal 2002 wieder ausweiteten, war hauptsächlich innenpolitischen Unsicherheiten zuzuschreiben.

... wird danach zum Vorteil für andere aufstrebende Volkswirtschaften

Von der Zahlungsunfähigkeit Argentiniens am Ende des Jahres wurden andere aufstrebende Volkswirtschaften kaum unmittelbar in Mitleidenschaft gezogen. Wie in Kapitel V erläutert, wurde die Ansteckung auch dadurch begrenzt, dass sich die Krise nur langsam anbahnte, Anleger mit hohem Fremdfinanzierungsanteil sich aus aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgezogen hatten und in vielen Ländern frei schwankende Wechselkurse eingeführt worden waren. Ferner sind die Verbindungen zwischen den einzelnen Finanzmärkten heutzutage nicht mehr so ausgeprägt, da es weniger „marktübergreifende“ Anleger gibt, d.h. Anleger, deren Portfolio zwar hauptsächlich aus Wertpapieren mit Anlagequalität besteht, aber auch einen kleinen Anteil von Schuldinstrumenten niedrigerer Bonität enthalten darf. Während solche Anleger dazu neigen, sich in Phasen hoher Volatilität aus der gesamten Anlageklasse zurückzuziehen, richten „spezialisierte“ Anleger, die ausschließlich Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften halten, ihr Augenmerk auf die relative Kreditwürdigkeit der Länder. Der Wechsel der „spezialisierten“ Anleger von argentinischen Aktiva zu Titeln anderer aufstrebender Volkswirtschaften erklärt zum Teil, warum sich die Renditenaufschläge auf brasilianische und mexikanische Schuldtitel verringerten, während die argentinischen Spreads hochschnellten.

#### *Anleger in Anleihen rascher wieder am Markt als Schuldner*

Freundlichere Aufnahme für Schuldner mit günstigen Fundamental-daten ...

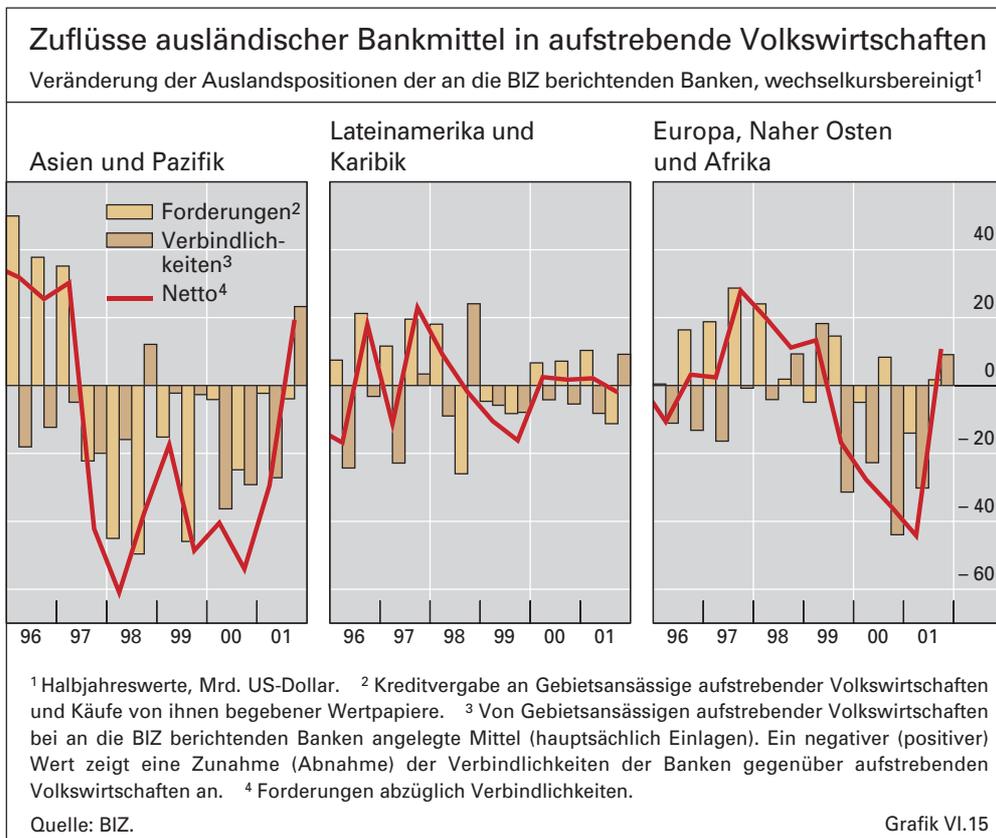
Im Gegensatz zu der Situation in Krisenländern nahmen die Anleger Schuldtitel von Emittenten mit hoher oder sich verbessernder Bonität fast während des ganzen Berichtszeitraums freundlich auf. Die Renditenaufschläge für Emittenten mit Anlagequalität, wie etwa Korea, Malaysia und Mexiko, blieben im Jahr 2001 und zu Beginn des Jahres 2002 stabil bzw. verengten sich sogar

(Grafik VI.14). Im internationalen Bankgeschäft löste Mexiko 2001 die Türkei als größten Bankkreditnehmer unter den aufstrebenden Volkswirtschaften ab. Einige Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung, deren Fundamentaldaten sich aber verbesserten, z.B. die Philippinen und Russland, erhielten wieder leichteren Zugang zu den internationalen Schuldtitelmärkten. Die ausstehenden Auslandsforderungen der Banken an russische Kreditnehmer stiegen im zweiten Halbjahr 2001 um 7%, nachdem sie in den drei Jahren nach dem Schuldenmoratorium vom August 1998 um 40% zurückgegangen waren. Des Weiteren legten mehrere Länder, u.a. die Dominikanische Republik, Ägypten und Peru, erstmals seit Jahrzehnten oder sogar erstmals überhaupt Staatsanleihen am internationalen Markt auf.

Polen, Ungarn und andere EU-Beitrittskandidaten profitierten weiterhin von beträchtlichen Mittelzuflüssen an die inländischen Anleihemärkte. Anscheinend erwarten die Anleger, dass sich die Anleiherenditen in diesen Ländern denen im Euro-Raum annähern werden, ähnlich wie sich die Renditen im gesamten Euro-Raum in der Phase vor der Währungsunion den Renditen in Deutschland angenähert hatten.

Trotz der stabilen oder besser werdenden Bedingungen für Auslandsfinanzierungen hatten viele aufstrebende Volkswirtschaften nur begrenzten Bedarf an Auslandsmitteln. Insbesondere die ostasiatischen und die Öl exportierenden Länder erzielten weiterhin hohe Leistungsbilanzüberschüsse. Die Leistungsbilanzsituation dieser Länder dürfte sich im Jahr 2002 verschlechtern, was wahrscheinlich ihren Bedarf an Auslandsmitteln auf kurze Sicht steigen lassen wird (Kapitel III). Anzeichen einer Verschlechterung

... aber gedämpfte Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen



wurden bereits im zweiten Halbjahr 2001 sichtbar. Während die aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem die asiatischen Volkswirtschaften und die OPEC-Länder, ihre Bankeinlagen im Ausland von Mitte 1999 bis Mitte 2001 noch um \$ 249 Mrd. erhöht hatten, zogen sie im zweiten Halbjahr 2001 \$ 42 Mrd. ab (Grafik VI.15).

Die Nachfrage nach Auslandsmitteln wurde zunächst auch durch erweiterte Möglichkeiten zur Mittelaufnahme im Inland gebremst. In Mexiko verlängerte sich die Peso-Renditenstrukturkurve an einem zunehmend liquiden Anleihemarkt auf zehn Jahre, und ein Teil der US-Dollar-Staatsschuld wurde daher am Inlandsmarkt refinanziert. In Asien wurden Schuldtitel in Landeswährung aufgrund niedriger inländischer Zinssätze und flexibler Wechselkurse attraktiver als Schuldtitel in Fremdwährung. Gegen Ende 2001 allerdings begann sich nach dem kräftigen Rückgang der kurzfristigen US-Dollar-Zinssätze die Lage zu verändern, und die Forderungen ausländischer Banken an Südostasien erhöhten sich erstmals seit Ausbruch der Finanzkrise in Asien Mitte 1997. Angelockt durch zweistellige Renditen an den inländischen Aktienmärkten, erhöhten sich zudem die Portfoliozuflüsse (Kapitel III).

## Mögliche Schwachstellen der Finanzmärkte

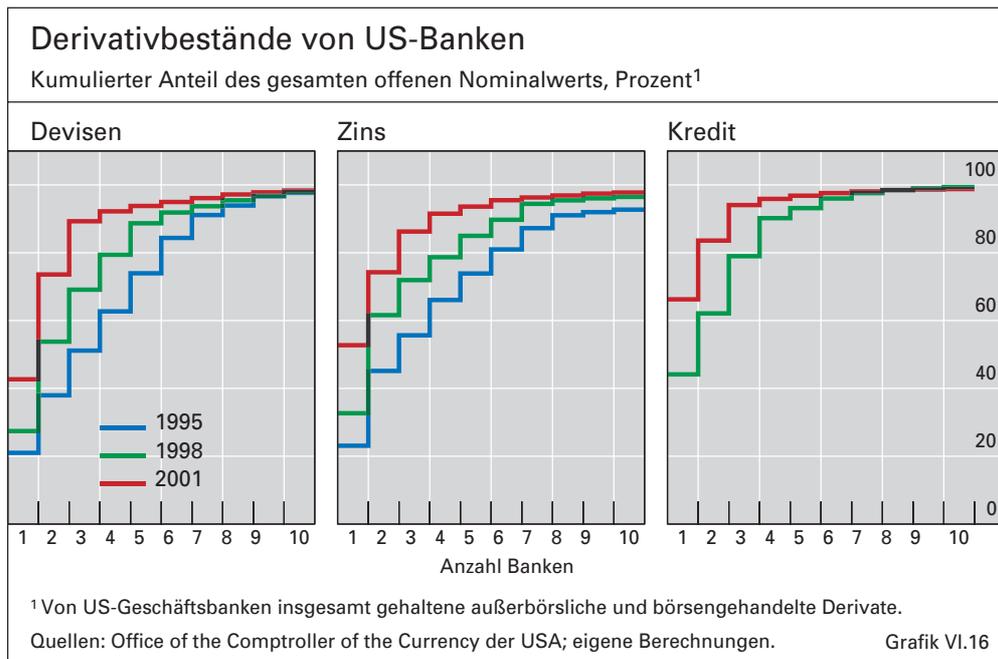
Trotz Widerstandsfähigkeit der Märkte bleiben Schwachstellen

Auch wenn die Finanzmärkte eine Reihe von Prüfungen im Berichtszeitraum unbeschadet überstanden, als viele erwartet hatten, bleiben doch Schwächen bestehen. Einige dieser Schwachstellen sind konjunktureller Natur. Wie bereits erörtert, sind die Aktienbewertungen nach wie vor außergewöhnlich hoch, und der Kapitalmarktzugang von Schuldnern geringerer Bonität – darunter einige aufstrebende Volkswirtschaften – bleibt ungewiss. Andere Schwachstellen haben dagegen eher strukturellen Charakter. Mit dem hohen Konzentrationsgrad in einigen Marktsegmenten wächst das Systemrisiko. Zudem schrecken fundamentale Schwächen im Prozess der Informationsaufbereitung die Anleger, die sich auf die Qualität der Daten verlassen, ab und verzerren potenziell die Marktpreise, was wiederum zu einer Fehlallokation von Kapital führt.

### *Konzentrationsrisiken*

Wegen hoher Konzentration an außerbörslichen Märkten ...

Infolge der zahlreichen Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungssektor während der vergangenen zehn Jahre hat sich die Konzentration an den Finanzmärkten tendenziell erhöht. Geografisch sind die Märkte bereits seit langem konzentriert. Gemäß der letzten 3-jährlichen Zentralbankerhebung entfallen 47% des weltweiten Handels an den Devisenmärkten und 49% des außerbörslichen Derivatengeschäfts auf London und New York. In neuerer Zeit ist auch der Konzentrationsgrad bei den Finanzinstituten in einigen Marktsegmenten, besonders an den außerbörslichen Märkten, gestiegen. An den Devisenmärkten wurden im Jahr 2001 drei Viertel aller Fremdwährungsgeschäfte in London und New York von lediglich 30 Händlern getätigt, verglichen mit 40 Händlern 1995. Zudem hielten im Jahr 2001 drei Banken 89% des nominalen Umlaufs von Devisenderivaten, die in den Büchern von US-Banken standen; 1995 waren es erst 51% gewesen (Grafik VI.16). Am



US-Markt für Zinsderivate hielten die drei größten Banken Ende 2001 86% des gesamten ausstehenden Nominalwerts, verglichen mit 56% im Jahr 1995. Am US-Markt für Kreditderivate stieg der Anteil der drei führenden Banken von 79% im Jahr 1998 auf 94% 2001.

Neben vielen Vorteilen birgt eine Konsolidierung auch Risiken. Zu den wichtigsten Vorteilen zählt, dass größere Banken oft stärker diversifizierte Portfolios aufweisen und somit weniger anfällig gegenüber unternehmens-, sektor- bzw. regionsspezifischen Schocks sind. Dies mag zum Teil erklären, warum das US-Bankensystem trotz der vielen Zahlungsausfälle während des Jahres 2001 so stabil geblieben ist. Soweit eine Konsolidierung zu einer höheren Konzentration führt, kann sie allerdings auch nachteilige Auswirkungen auf das Funktionieren der Finanzmärkte haben. Bedenken bestehen z.B. hinsichtlich der Liquidität. So ist der Anstieg der Liquiditätsprämie, den Grafik VI.10 zeigt, zum Teil der Konsolidierung im Finanzsektor zuzuschreiben. Denn oftmals führen Fusionen zu einem Abzug von Risikokapital, das zuvor für das Marktmachergeschäft zur Verfügung stand. Überdies kann die Konsolidierung die Handelskosten erhöhen, da sie die Diversifizierung des Adressenausfallrisikos erschwert. So wird es z.B. für Händler zunehmend schwierig, für Kundenaufträge Gegenpositionen am Händlermarkt einzugehen, da die Anzahl der aktiven Marktmacher abnimmt. Dadurch wird auch die Liquidität, die die Händler ihren Kunden anbieten können, beeinträchtigt.

Ein weiterer Anlass zur Sorge im Zusammenhang mit der Konzentration ist die Anfälligkeit der Märkte gegenüber händlerspezifischen Risiken. An Märkten mit einer starken Geschäftskonzentration können Entwicklungen bei einem einzigen Händler marktweite Auswirkungen haben. Der Zusammenbruch von Drexel Burnham Lambert im Jahr 1990 und das nachfolgende Schrumpfen des US-Marktes für Hochzinsanleihen, auf dem Drexel der führende Händler gewesen war, verdeutlichen diese Dynamik. Die Anfälligkeit der

... können Probleme eines einzelnen Händlers marktweite Auswirkungen haben

Märkte gegenüber diesen Risiken wird noch dadurch verstärkt, dass sich die Bonität der größten Marktmacher im Laufe der Jahre nicht verbessert hat. 1994 hatte der führende Händler am weltweiten Markt für Zinsswaps ein AAA-Rating. Bis Anfang 2002 war sein Rating um drei Bonitätsgrade zurückgestuft worden, sodass es am unteren Rand der Klasse AA lag; der Händler war aber immer noch Marktführer. Ironischerweise ist es den Tochtergesellschaften mit AAA-Rating, die von den Wertpapierhäusern in den frühen neunziger Jahren gegründet worden waren, nicht gelungen, einen nennenswerten Anteil am Derivatgeschäft zu erobern.

Die Märkte haben unterschiedliche Wege gefunden, um die Konzentrationsrisiken zu mindern. Schuldner an den höchstentwickelten Märkten haben Zugang zu einer breiten Palette von Finanzierungsoptionen, von Risikokapital bis zu forderungsunterlegtem Commercial Paper, und irgendein Markt steht ihnen meist offen, auch wenn der Zugang zu anderen versperrt ist. In traditionell von Banken bzw. Händlern dominierten Marktsegmenten werden zunehmend neue Teilnehmer aktiv, z.B. Versicherungen und Investmentfonds. Zudem werden vermehrt Absicherungen und tägliche Abwicklung eingesetzt, um die Ausfallrisiken an außerbörslichen Märkten zu begrenzen. Interessanterweise wuchsen im Jahr 2001 die Märkte für börsengehandelte Derivate stärker als die außerbörslichen Märkte, während die Entwicklung fast das ganze letzte Jahrzehnt noch genau umgekehrt verlaufen war.

#### *Problem der Informationsqualität*

Zuverlässige  
Informationen  
Lebenselixier der  
Märkte

Anfällig sind die Märkte auch dadurch geworden, dass die Anleger weniger Vertrauen in die Qualität der Informationen haben, die sie über ein Unternehmen erhalten. Zuverlässige Informationen über die Lage und die Aussichten der einzelnen Unternehmen gelten als das Lebenselixier der Märkte. Indem die Märkte diese Informationen in die Preisbildung von Vermögenswerten einfließen lassen, senden sie Signale aus, die die Kapitalallokation in der Weltwirtschaft lenken. Zwar stellen die Unternehmen selbst die Basisdaten zur Verfügung, doch stützen sich die modernen Märkte auf ein System wechselseitiger Kontrollen – unter Einbeziehung von unabhängigen Wirtschaftsprüfern, Aktienanalysten und anderen Akteuren –, um die Informationsqualität sicherzustellen und zu verbessern. Der Fall Enron ist lediglich eine besonders drastische Offenbarung eines Zeitgeistes, der zu einer allmählichen Schwächung der Mechanismen für die Bereitstellung der erforderlichen Informationen geführt hat.

Informationskosten  
nicht ohne weiteres  
auf Anleger  
überwältigbar

Selbst unter günstigen Bedingungen birgt die Bereitstellung von hochwertigen Informationen ein fundamentales Dilemma. Die Aufbereitung der Daten ist nämlich kostspielig, aber es ist schwierig, diese Kosten auf die Anleger zu überwälzen, da zahlungsunwillige Anleger von den Gewinnen nicht ausgeschlossen werden können. Deswegen haben die modernen Finanzsysteme Lösungen entwickelt, die die Kosten auf indirekten Wegen weitergeben. Insbesondere unabhängige Wirtschaftsprüfer attestieren zwar die Zuverlässigkeit der Finanzausweise von Unternehmen, doch ist es das Unternehmen selbst, das für die Wirtschaftsprüfung bezahlt. Gleichermäßen werden die Ertragsdaten eines Unternehmens zwar durch Aktienanalysten

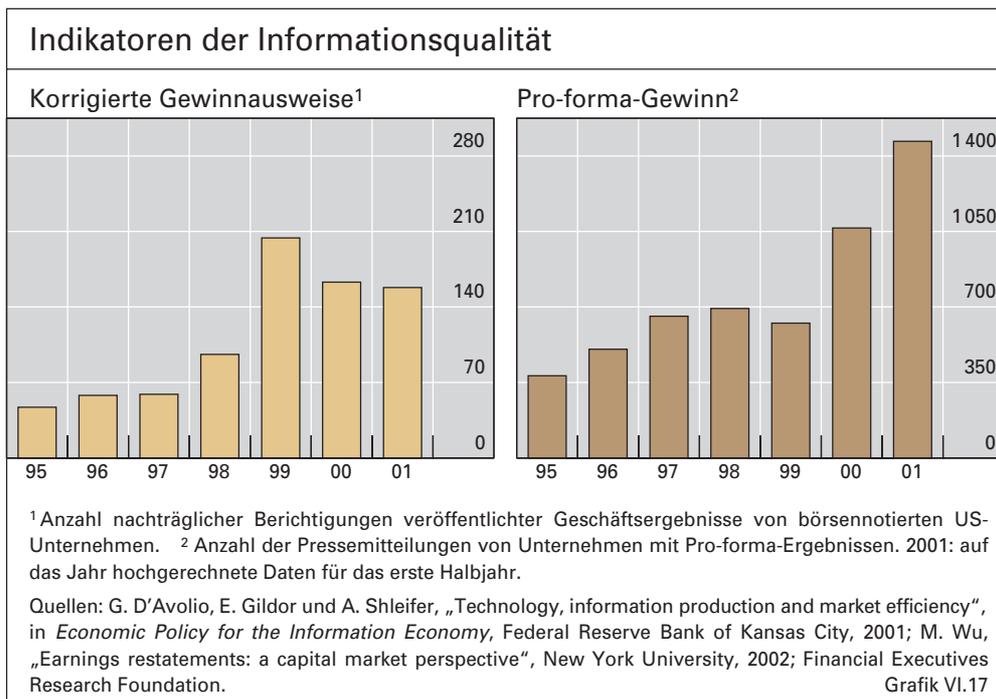
interpretiert, doch hat das Wertpapierhaus, das die Analyse finanziert, oftmals noch andere Geschäftsbeziehungen zum Unternehmen. Obwohl Interessenkonflikte unter diesen Umständen nur schwer zu vermeiden sind, scheinen diese Praktiken in der Vergangenheit dennoch einigermaßen gut funktioniert zu haben. Wirtschaftsprüfer und Aktienanalysten maßen ihrem Ansehen offensichtlich ausreichende Bedeutung bei, um ihre Aufgabe bei der Bereitstellung hochwertiger Informationen ernst zu nehmen.

Der von den Technologiewerten angeführte Börsenboom Ende der neunziger Jahre verzerrte die Anreize, zuverlässige Informationen bereitzustellen. Neu am Aktienmarkt notierte Technologieunternehmen folgten einem Unternehmensmodell, das hohe Ausgaben für Forschung und Entwicklung vorsah, niedrige laufende Betriebsgewinne generierte und im Wesentlichen durch Emission von Aktien flüssige Mittel beschaffte, die Gehälter der Unternehmensleitung und der Mitarbeiter bezahlte und die Übernahme anderer Unternehmen finanzierte. Für einige Unternehmen war ein hoher Aktienkurs derart überlebenswichtig, dass der Anreiz, Informationen entsprechend „zurechtzubiegen“, oftmals größer war als die Sorge um die künftige Reputation. Für viele andere Unternehmen waren die Aktienkurse von ähnlich kritischer Bedeutung, da sie einen Teil der Gehälter in Aktienoptionen entrichteten, was die Geschäftsleitung veranlasste, ein zu starkes Gewicht auf die kurzfristige Stützung der Aktienkurse zu legen.

Dementsprechend hatten die Unternehmen einen Anreiz, Finanzausweise vorzulegen, die zu gesteigerten Erwartungen bezüglich des Gewinnwachstums führten. Insbesondere US-Unternehmen konnten Rechnungslegungsvorschriften ausnutzen, die es ihnen gestatteten, vertraglich vereinbarte zukünftige Umsätze als laufende Einnahmen zu verbuchen, als Gehaltsbestandteil abgegebene Aktienoptionen lediglich für Steuerzwecke als Aufwand zu werten

Hohe Aktienkurse von so großer Bedeutung ...

... dass Anreiz für Bilanzkosmetik entstand ...



und bei ihren Pensionsverbindlichkeiten von optimistischen Annahmen auszugehen. Viele Unternehmen dehnten die Rechnungslegungsvorschriften bis an die Grenze des Erlaubten, und immer häufiger wurde die Grenze auch überschritten. Infolgedessen mussten immer mehr US-Unternehmen ihre Ertragsausweise korrigieren (Grafik VI.17), und die Anleger erlitten dabei schwere Verluste. Wenn auch mit einer besonders „kreativen“ Rechnungslegung nicht das gewünschte Ergebnis vorgewiesen werden konnte, erstellten die Unternehmen immer öfter Pro-forma-Ausweise, d.h. ergänzende Finanzausweise, die schlechte Nachrichten ausklammerten und die Unternehmensentwicklung im bestmöglichen Licht darstellten. Während die Anzahl der revidierten Gewinnausweise ihren Höchststand bereits 1999 erreichte, nahm die Erstellung von Pro-forma-Ausweisen bis 2001 weiter zu.

... sowie für  
Mitwirkung von  
Wirtschafts-  
prüfern und  
Aktienanalysten

Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Aktienanalysten fanden sich zunehmend in der gleichen Interessenlage wie die Unternehmen, die ihre Ertragsausweise schönten. Im Falle der Wirtschaftsprüfer sorgten Beratungsverträge und die Vergabe anderer Dienstleistungsaufträge, die sich lukrativer als die Wirtschaftsprüfung gestalteten, für die notwendigen Anreize. Einige Hinweise sprechen dafür, dass die Unternehmen umso kreativer in ihren Rechnungslegungsmethoden wurden, je mehr sie einem Wirtschaftsprüfer für Dienstleistungen zahlten, die außerhalb der Prüfungstätigkeit lagen. Für die Aktienanalysten lag der Anreiz darin, dass sie finanziell von den Emissionsgeschäften profitierten, zu deren Erfolg sie selbst beitrugen. Analysten in großen Wertpapierhäusern befassten sich oft ausschließlich mit Aktien, die Emissionsmandate abzuwerfen versprochen. Für diese Aktien wurden dann ausnahmslos Kaufempfehlungen abgegeben. Während des Booms am Aktienmarkt erhöhten die Analysten mit ihrer schier unheimlichen Fähigkeit, die ausgewiesenen Gewinne genau vorherzusagen, offenbar ihre Glaubwürdigkeit bei den Anlegern. Und kaum jemand hegte den Verdacht, dass diese scheinbaren Vorahnungen auf kreativ gestaltete Ertragsausweise der Unternehmen selbst zurückzuführen sein könnten.

Maßnahmen zur  
Wiederherstellung  
hochwertiger  
Informationen ...

Der Fall Enron verlieh den Bemühungen zur Wiederherstellung der Qualität von Marktinformationen den größten Impuls. Diese Bemühungen umfassen sowohl Selbstregulierungsmechanismen des Marktes als auch neue Initiativen der Aufsichtsinstanzen. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft von Enron verlor ihre wichtigsten Kunden und kämpft derzeit mit einer Strafklage des US-Justizministeriums. Allgemeiner gilt, dass Unternehmen stärker darauf bedacht sind, ihre Wirtschaftsprüfer nicht für Beratungsaufträge in Anspruch zu nehmen. Einige große Wirtschaftsprüfungsgesellschaften haben zudem angekündigt, grundsätzlich nicht mehr ein und demselben Kunden sowohl Prüfungs- als auch Beratungsdienstleistungen anzubieten. Verschiedene Länder erwägen den Erlass von Vorschriften über einen regelmäßigen Wechsel des Wirtschaftsprüfers und eine Trennung von Prüfungs- und Beratungsmandaten. Das Ansehen der bei großen Wertpapierhäusern beschäftigten Aktienanalysten hat schwer gelitten, und institutionelle Anleger setzen jetzt mehr Mittel für eigene Analysen ein. Der New Yorker Generalstaatsanwalt hat ferner ein großes Wertpapierhaus dazu gezwungen, die Analystenvergütungen nicht mehr an sein Emissionsgeschäft zu knüpfen.

Andere Wertpapierhäuser haben eigene entsprechende Maßnahmen angekündigt.

Es bleibt abzuwarten, ob die bisherigen Anstrengungen ausreichen werden, um das Vertrauen der Anleger vollständig zurückzugewinnen und die Verzerrungen, die der nächste Boom am Aktienmarkt zweifellos mit sich bringen wird, zu verkraften. Die meisten dieser Maßnahmen sind darauf ausgelegt, die Interessenkonflikte bei den bestehenden Mechanismen der Kostenverteilung für Informationen zu mindern. Die Anleger sind jedoch offenbar durch die jüngsten Enthüllungen so beunruhigt, dass sie die Messlatte für die erwartete Informationsqualität höher gelegt haben. Diese Haltung der Marktteilnehmer ist eine wertvolle Chance, weitere Ansätze zur Verstärkung der Anreize für die Bereitstellung hochwertiger Informationen zu entwickeln und dann auch umzusetzen.

... aber Anleger  
haben Messlatte  
höher gelegt

## VII. Die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft

### Schwerpunkte

Der Konjunkturabschwung in der Weltwirtschaft im Jahr 2001 trug dazu bei, dass auch die Rentabilität vieler Finanzinstitute zurückging, da die Zahl notleidender Kredite stieg und die Erträge aus dem Kapitalmarktgeschäft sanken. Derzeit gibt es jedoch kaum Anzeichen für Schief lagen im Finanzsektor, die so ausgeprägt sein könnten, dass sie dem Konjunkturaufschwung wirklich im Wege stehen würden. Dass der Finanzsektor trotz der Übersteigerungen Ende der neunziger Jahre im Allgemeinen Widerstandsfähigkeit bewies, lässt sich weitgehend mit dem verhältnismäßig milden Abschwung erklären. Doch spielten auch andere Faktoren eine Rolle, z.B. dass es Ende der neunziger Jahre keinen Höhenflug der Preise gewerblicher Immobilien gab, dass die Finanzierung des Technologiebooms weitgehend über die Kapitalmärkte erfolgte und dass neue Finanzinstrumente eine breite Streuung des Kreditrisikos ermöglichen.

Zwar hat sich das Finanzsystem bislang als relativ robust erwiesen, doch erfahrungsgemäß können schwerwiegende Komplikationen im Finanzsektor recht unvermittelt entstehen. Der anhaltende Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte vor dem Hintergrund deutlich höherer Preise für Wohneigentum vergrößert das Potenzial kostspieliger Anpassungen, insbesondere wenn das Wirtschaftswachstum enttäuschend ausfiele oder die Zinssätze stark ansteigen sollten. Allgemeiner betrachtet, dürfte eine Phase langsamen Wachstums weitere Bonitätsprobleme zutage treten lassen und könnte die Risikobereitschaft an den Kapitalmärkten dämpfen.

Im Gegensatz zu der soliden Ertragslage der meisten Bankensysteme sind die Banken in Japan unter der Last weiter zunehmender Problemkredite und verlustreicher Kapitalbeteiligungen immer noch unrentabel. Trotz gewisser Anzeichen einer Besserung beeinträchtigt die Schwäche des Bankensystems nach wie vor die Gesamtwirtschaft und umgekehrt. Glaubhafte Maßnahmen zur Verbesserung der Bilanzsituation der Finanzinstitute wie auch der Unternehmen sind notwendige Voraussetzungen für weitere Fortschritte. Die Wirtschaftspolitik muss zudem akkommodierend bleiben.

Die ausgeprägte wechselseitige Beziehung zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsystem stellt sowohl die Banken als auch die Finanzaufsicht vor eine Reihe von Herausforderungen. Zunächst gilt es, den Zusammenhang zwischen dem Kreditrisiko bei einzelnen Banken und im System als Ganzes auf der einen Seite sowie dem Zustand der Wirtschaft und der Gesamtentwicklung im Finanzsektor auf der anderen Seite zu messen. Eine weitere Herausforderung besteht darin, dafür zu sorgen, dass risikobezogene Eigenkapitalvorschriften die Konjunkturzyklen nicht dadurch verstärken, dass

sie in Expansionsphasen eine unangemessene Verringerung des Eigenkapitals zulassen und in Rezessionen eine ungerechtfertigte Erhöhung verlangen. Eine dritte Herausforderung ist die Formulierung von Rechnungslegungsvorschriften, die zu einer angemessenen Bewertung von Krediten in der Bilanz führen, unter Berücksichtigung realistischer Wertansätze für Sicherheiten sowie der Auswirkung der Wirtschaftslage auf die Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer.

## Die Ertragslage der Finanzinstitute und die Gesamtwirtschaft

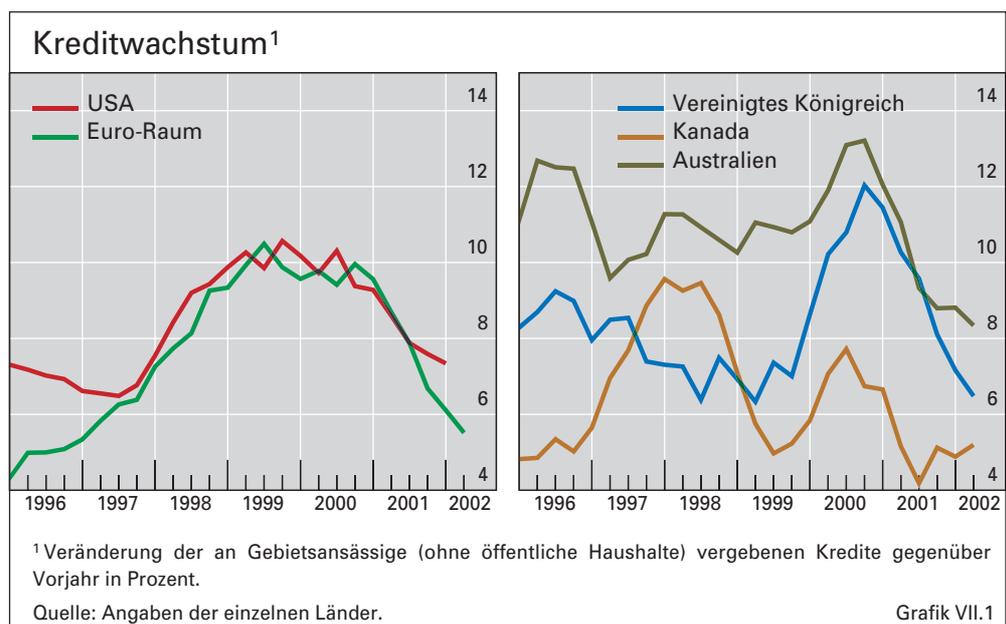
Die Ertragslage des Finanzsektors und die Verfassung der Wirtschaft sind eng miteinander verzahnt. In der Regel tragen im Konjunkturaufschwung höhere Preise von Vermögenswerten, ein geringer Bestand an Problemkrediten und größere Umsätze an den Kapitalmärkten gemeinsam zur Verbesserung der ausgewiesenen Rentabilität der Finanzinstitute bei. Während des Abschwungs verschlechtert sich die Rentabilität dann meist, da die Preise von Vermögenswerten sinken, Kreditausfälle zunehmen und die Aktivität an den Kapitalmärkten nachlässt.

Die Kausalität besteht jedoch auch in umgekehrter Richtung. Oft wird ein Konjunkturaufschwung durch eine gestiegene Rentabilität der Finanzinstitute sowie deren größere Risikobereitschaft und deren offensiveres Verhalten im Wettbewerb um neue Geschäfte unterstützt. Diese Wachstumskräfte werden von dem Optimismus getragen, der in einer starken Wirtschaft stets aufkeimt. Im Konjunkturabschwung kann der Prozess umgekehrt ablaufen. Wenn die Rentabilität abnimmt und das Vertrauen schwindet, sind die Finanzinstitute möglicherweise weniger risikofreudig und verlangen eine höhere Gegenleistung für die Risiken, die sie zu übernehmen bereit sind. Dies kann deutliche Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, insbesondere dann, wenn sich die Bilanzen der Finanzinstitute in der Abschwungphase erheblich verschlechtern.

Viele dieser allgemeinen Wechselbeziehungen zwischen Gesamtwirtschaft und Finanzsektor waren im derzeitigen globalen Konjunkturzyklus besonders

Konjunkturzyklus beeinflusst Rentabilität der Finanzinstitute ...

... und Rentabilität der Finanzinstitute beeinflusst Konjunkturzyklus



Rentabilität großer Banken 2000 und 2001									
	Anzahl Banken	Gewinn vor Steuern		Wertberichtigungen		Nettozinsspanne		Betriebskosten	
		2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
		in Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt							
USA	9	1,60	1,22	0,52	0,71	2,91	2,94	3,92	3,62
Japan	15	0,12	-0,89	0,83	1,58	1,11	1,18	0,88	0,87
Deutschland	4	0,55	0,14	0,18	0,24	0,82	0,90	1,74	1,62
Frankreich	4	0,85	0,74	0,17	0,22	0,95	0,94	1,95	1,87
Vereinigtes Königreich	4	1,65	1,33	0,29	0,31	2,36	2,09	2,68	2,32
Kanada	6	1,26	0,92	0,29	0,41	1,89	1,95	2,76	2,84
Spanien	4	1,33	1,20	0,35	0,44	2,65	2,86	2,63	2,60
Australien	4	1,60	1,39	0,20	0,27	2,12	2,12	2,09	2,06
Schweden	4	1,10	0,82	0,07	0,07	1,42	1,40	1,67	1,47
Schweiz	2	0,96	0,42	0,04	0,10	0,73	0,68	2,90	3,02

Quelle: Fitch. Tabelle VII.1

offenkundig. In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre herrschte in vielen Teilen des Finanzsektors ein Gefühl des Überschwangs. Die Bedingungen im Emissionsgeschäft wurden gelockert, und die Zinsaufschläge bei Krediten verringerten sich. Zudem beschleunigte sich in vielen Ländern das Kreditwachstum, und eine Reihe von Bankensystemen erzielten die höchste Eigenkapitalrendite seit Jahrzehnten. Als sich dann in den wichtigsten Ländern eine Konjunkturschwäche abzeichnete, wurden die Kreditvergabebedingungen verschärft, die Aufschläge stiegen, das Kreditwachstum verlangsamte sich, und die Rentabilität vieler Finanzinstitute sank (Grafik VII.1 und Tabelle VII.1).

Der Überschwang im Finanzbereich Ende der neunziger Jahre trug zweifellos zum robusten Wirtschaftswachstum bei, insbesondere im Technologie- und Telekommunikationssektor. Gleichzeitig war er mitverantwortlich für den Aufbau von Risiken in bestimmten Bereichen des Finanzsystems. Dennoch gibt es im Finanzsektor – anders als Anfang der neunziger Jahre – bislang kaum Anzeichen für Anspannungen, die stark genug scheinen, um die Konjunktur nennenswert zu bremsen.

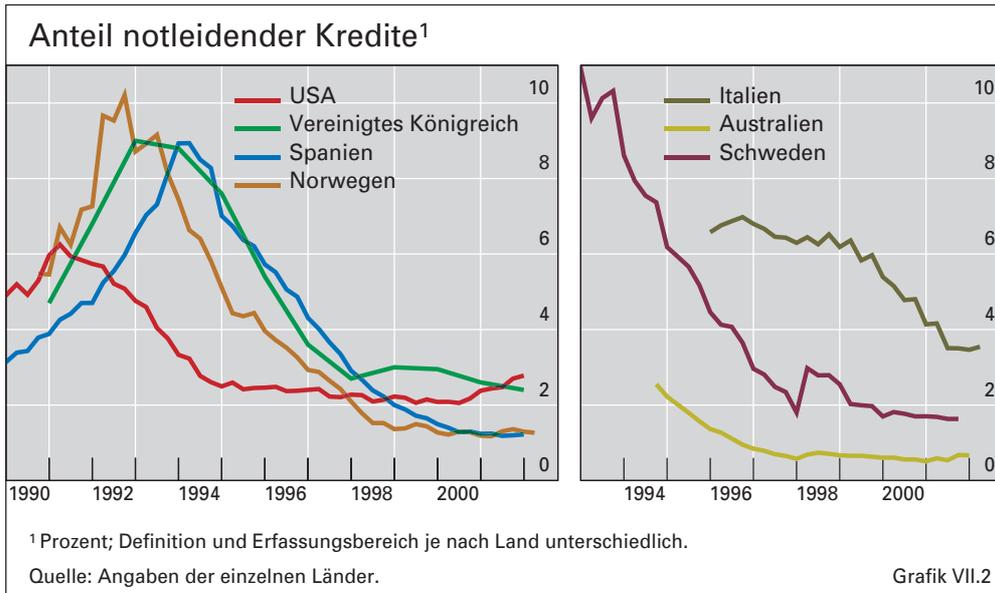
#### *Aktuelle Trends*

Risikovorsorge für Kreditverluste gestiegen ...

Für einen Großteil des Bankensektors waren im Laufe des letzten Jahres die gestiegenen Ausfallrisiken in den Kreditbeständen ein vorherrschendes Thema. Wegen der Konjunkturabschwächung in den wichtigsten Volkswirtschaften stieg bei vielen Banken der Aufwand für die Risikovorsorge erheblich, insbesondere in Bezug auf die Unternehmenskredite. Auch gab es teilweise Anzeichen für einen beträchtlichen Anstieg der Ausfallrisiken im Kreditgeschäft mit nicht erstklassigen Privatkunden. Für viele Banken war der Gesamtaufwand für die Risikovorsorge im Jahr 2001 über 50% höher als 2000.

... aber deutlich weniger Problemkredite als Anfang der neunziger Jahre

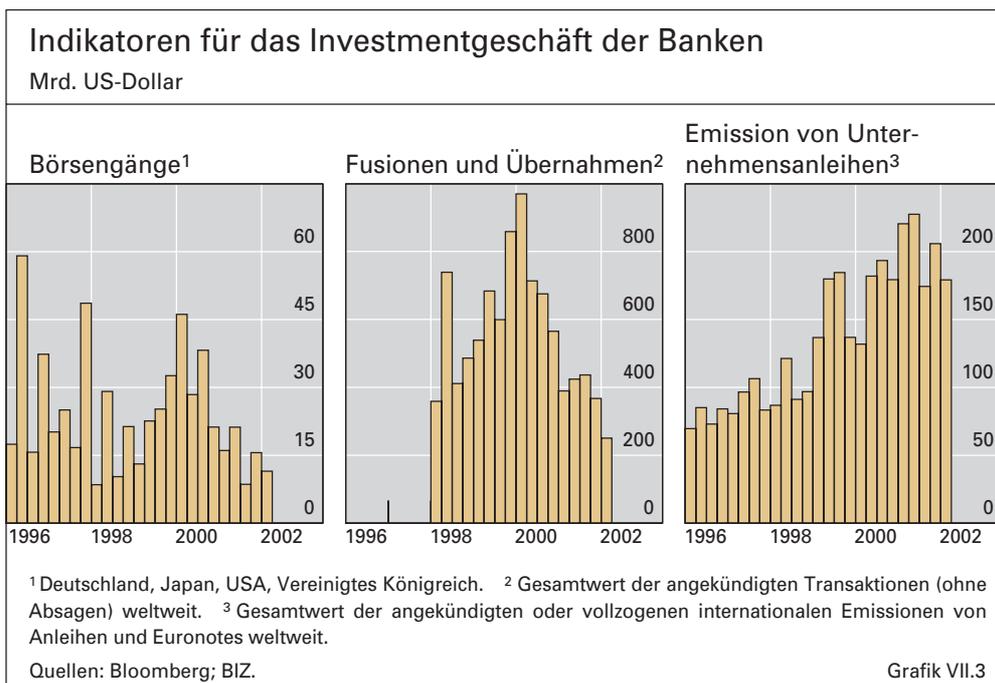
Insgesamt befinden sich die Kreditportfolios der Banken jedoch noch immer in einer akzeptablen Verfassung. In den meisten Industrieländern ist der Anteil notleidender Kredite noch relativ gering (Grafik VII.2), wenngleich infolge des schwachen Wirtschaftswachstums des letzten Jahres in einigen



Fällen mit einer weiteren Zunahme zu rechnen sein könnte. Eine Wiederholung der Erfahrung der frühen neunziger Jahre ist jedoch vor allem angesichts der derzeitigen Wachstumsaussichten wohl unwahrscheinlich. Die offensichtliche Ausnahme ist Japan (s. weiter unten).

Ein weiterer Faktor, der die Rentabilität vieler Banken während des letzten Jahres beeinträchtigte, war der allgemeine Ertragsrückgang beim Geschäft an den Kapitalmärkten. Wegen des Einbruchs an den Aktienmärkten und der weltweiten Konjunkturschwäche sanken die Gebührenerträge aus Aktienemissionen, Fusionen und Übernahmen sowie aus dem Konsortialkreditgeschäft erheblich (Grafik VII.3). Ebenso verringerte sich der Provisionsertrag der Banken, die ihren Privatkunden marktbezogene Anlageprodukte anbieten. Der einzige Lichtblick war das Rekordniveau des weltweiten Anleihenabsatzes;

Ertragsrückgang  
im Kapitalmarkt-  
geschäft ...



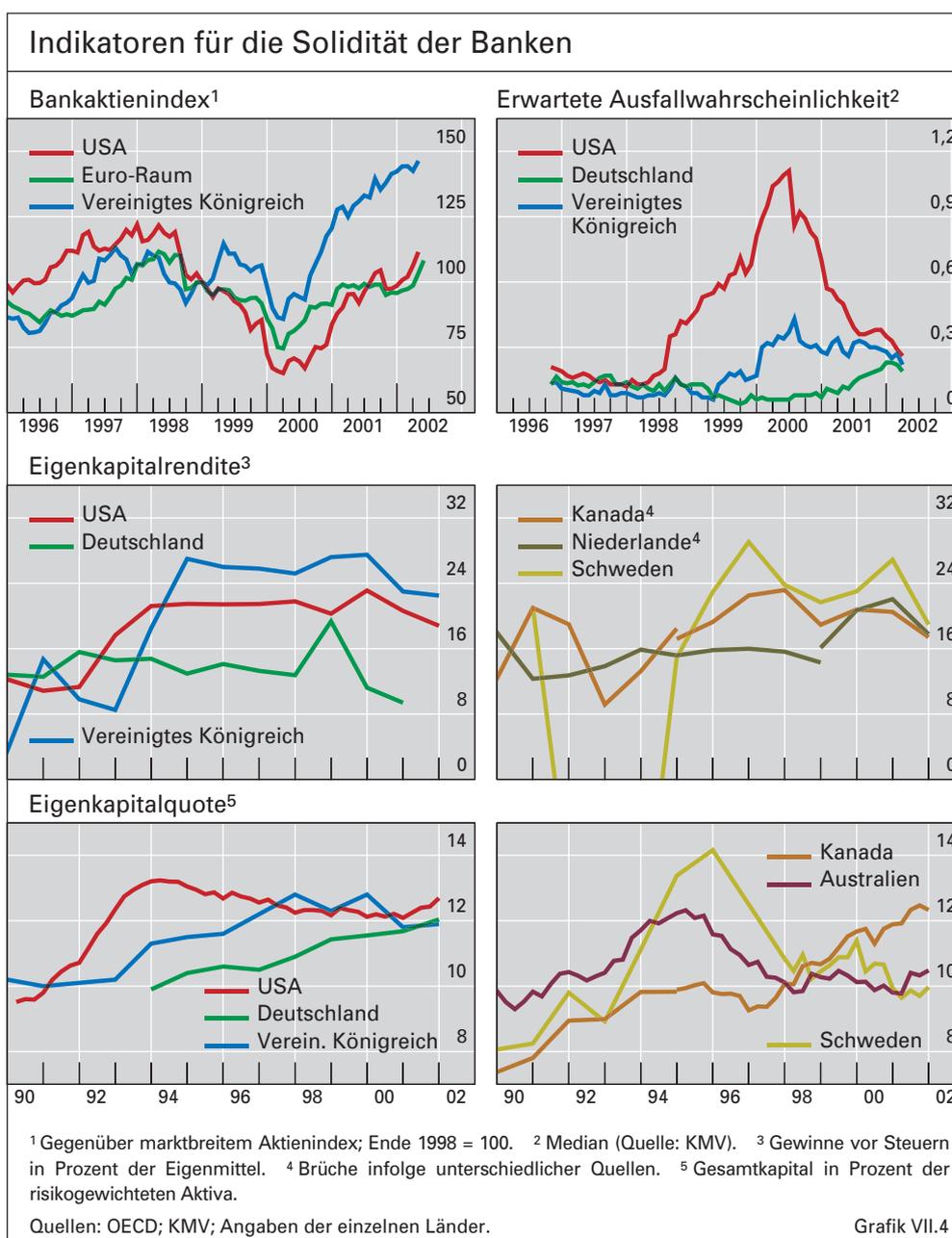
in allen wichtigen Marktsegmenten stiegen die Emissionsvolumina 2001 beträchtlich (Kapitel VI).

... aber höhere Zinsmargen

Ein Vorteil des schwächeren konjunkturellen Umfelds waren für viele Banken die höheren Zinsmargen. Als die Notenbankzinssätze herabgesetzt wurden, nahmen die Banken in einer Reihe von Ländern die Einlagenzinsen schneller zurück als die Kreditzinsen. Banken mit erheblichen Fristeninkongruenzen profitierten 2001 zudem von der Versteilung der Renditenstrukturkurve. Die ohnehin solide Rentabilität vieler Privatkundengeschäfte wurde durch die höheren Margen zusätzlich gestützt. Angesichts der Wettbewerbsschärfe und bei einer veränderten Zinslandschaft werden sie allerdings künftig wahrscheinlich nicht auf diesem Niveau zu halten sein.

Banken weiterhin rentabel ...

Die Rentabilität der meisten wichtigen Bankensysteme ist aufgrund des höheren Aufwands für notleidende Kredite 2001 leicht gesunken (Grafik VII.4).



In mehreren Ländern, z.B. in den USA, im Vereinigten Königreich und in Schweden, war die Eigenkapitalrendite der Geschäftsbanken 2001 niedriger als in jedem anderen Jahr in der zweiten Hälfte der Neunziger. Im Vergleich zu früheren Jahrzehnten sind die Renditen jedoch nach wie vor hoch. In den großen kontinentaleuropäischen Bankensystemen war die Lage vielschichtiger. In Frankreich und Italien sind die Eigenkapitalrenditen 2001 zwar etwas gesunken, liegen aber immer noch höher als Mitte der neunziger Jahre. In Deutschland dagegen, wo viele Banken unter niedrigen Zinsmargen und hohen Kosten leiden, stand die Rentabilität in den letzten Jahren generell unter Druck, was sich 2001 infolge des relativ ausgeprägten Abschwungs der deutschen Konjunktur und des deutlichen Rückgangs der Provisions- und Handelserträge noch verstärkte.

Die Kurse von Bankaktien tendierten in den englischsprachigen Ländern und in Frankreich seit Anfang 2001 aufwärts und entwickelten sich besser als der allgemeine Aktienmarkt. Dementsprechend sind marktbezogene Indikatoren für die Wahrscheinlichkeit von Bankinsolvenzen in diesen Ländern gemeinhin zurückgegangen, nachdem sie allerdings in den Vorjahren deutlich zugenommen hatten, insbesondere in den USA. In einer Reihe von europäischen Ländern, darunter Deutschland, Italien, den Niederlanden und der Schweiz, sind die Kurse der Bankaktien dagegen seit Anfang 2001 gefallen, wobei die Kursrückgänge in den meisten Fällen aber im Rahmen der allgemeinen Marktentwicklung blieben.

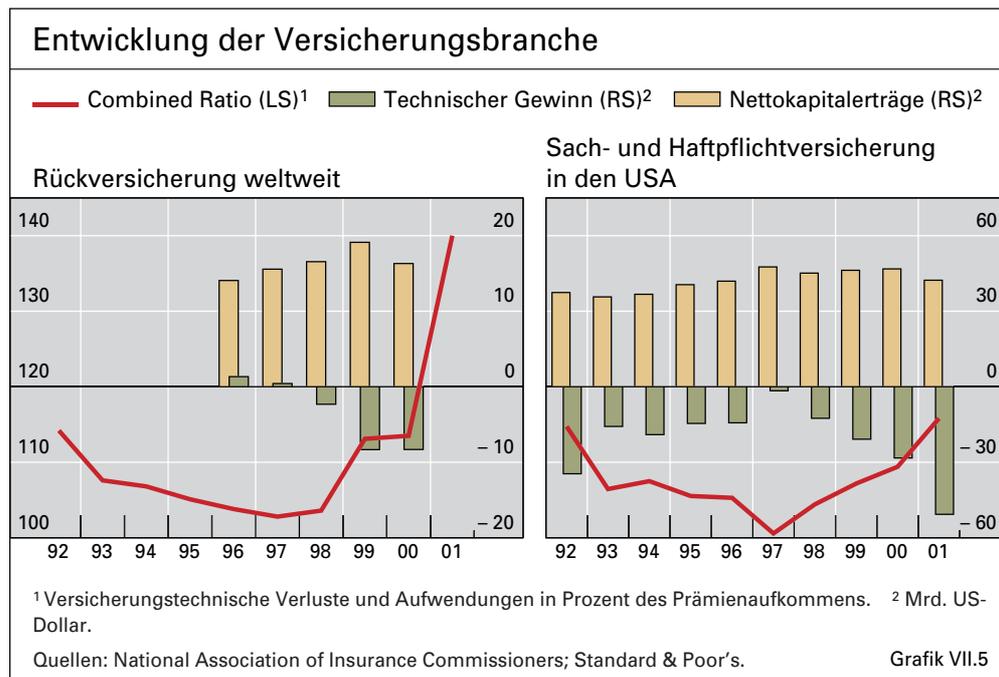
Nach einer relativ langen Serie hoch rentabler Jahre sind die meisten Bankensysteme ziemlich gut mit Eigenkapital ausgestattet. In fast allen Ländern ist die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalquote beträchtlich höher als zu Beginn der neunziger Jahre. In einigen Ländern ist sie jedoch seit Mitte der neunziger Jahre gesunken, da die Banken den hohen Kapitalbestand reduziert haben, den sie im Zuge der Probleme zu Beginn des Jahrzehnts aufgebaut hatten. Die insgesamt starke Eigenkapitalposition bedeutet, dass sich die meisten Bankensysteme offensichtlich in einer ausreichend guten Verfassung befinden, um eine etwaige weitere Verschlechterung der Kreditqualität zu bewältigen.

... und relativ gut kapitalisiert

Ein Teil des Finanzsektors, der in den letzten Jahren generell schwierige Zeiten durchlaufen hat, ist die Versicherungsbranche. Eine wichtige Ursache dafür war der Rückgang der Anlageerträge infolge der gesunkenen Anleiherenditen und Aktienkurse. Die geringeren Anlagerenditen waren insbesondere für diejenigen Sachversicherungsgesellschaften problematisch, die seit einigen Jahren mit großen versicherungstechnischen Verlusten operieren, sowie für diejenigen Lebensversicherungsgesellschaften, insbesondere in Japan und im Vereinigten Königreich, die ihren Versicherungsnehmern relativ hohe Gewinnzusagen gegeben haben. Eine zweite Ursache der Schwierigkeiten lag in der großen Zahl von Naturkatastrophen in den letzten Jahren und in den Terroranschlägen vom 11. September. Für die Rückversicherungen war 2001 das schlechteste Jahr überhaupt (Grafik VII.5).

Schwierigkeiten in der Versicherungsbranche

Im Hinblick auf die Kapitalausstattung und die Bonitätseinstufung besteht in der Versicherungsbranche eine erhebliche Streuung, und in den letzten Jahren gab es mehrere Konkurse. Auch wenn die Prämien im vergangenen



Jahr allgemein gestiegen sind, haben eine Reihe von Versicherungsgesellschaften nach wie vor mit einem schwierigen operativen Umfeld zu kämpfen. Eine potenzielle Gefahr besteht darin, dass sich einige Versicherungsgesellschaften unter dem Druck niedriger Erträge aus den vorhandenen Vermögenswerten veranlasst sehen könnten, mehr Risiken einzugehen, ohne vorab für die erforderlichen Kontrollen und Absicherungen zu sorgen.

## Risiken im Wandel

Finanzinstitute widerstandsfähiger als Anfang der neunziger Jahre

Die allgemeine Widerstandsfähigkeit der meisten Finanzinstitute im Konjunkturabschwung steht im Gegensatz zu den Erfahrungen Anfang der neunziger Jahre. Das liegt nicht zuletzt daran, dass der jüngste Konjunkturabschwung weder so heftig noch so verbreitet war wie vor einem Jahrzehnt. Eine Rolle spielen jedoch auch unterschiedliche Verhaltensmuster an den Märkten für Vermögenswerte sowie Strukturveränderungen bei der Finanzintermediation. Diese finanziellen Faktoren haben wohl nicht nur die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute beeinflusst, sondern auch den Konjunkturabschwung selbst sowie die Art der Risiken, mit denen das Finanzsystem konfrontiert ist. In dieser Hinsicht sind drei Elemente besonders wichtig: Ende der neunziger Jahre gab es keinen verbreiteten Boom bei gewerblichen Immobilien, vergleichsweise riskante Anlagen wurden vermehrt über die Kapitalmärkte finanziert, und die Art und Weise, wie Risiken gehandhabt und auf die Finanzinstitute verteilt wurden, hatte sich geändert.

### *Entwicklungen an den Märkten für Vermögenswerte*

Recht stabile Gewerbeimmobilienpreise ...

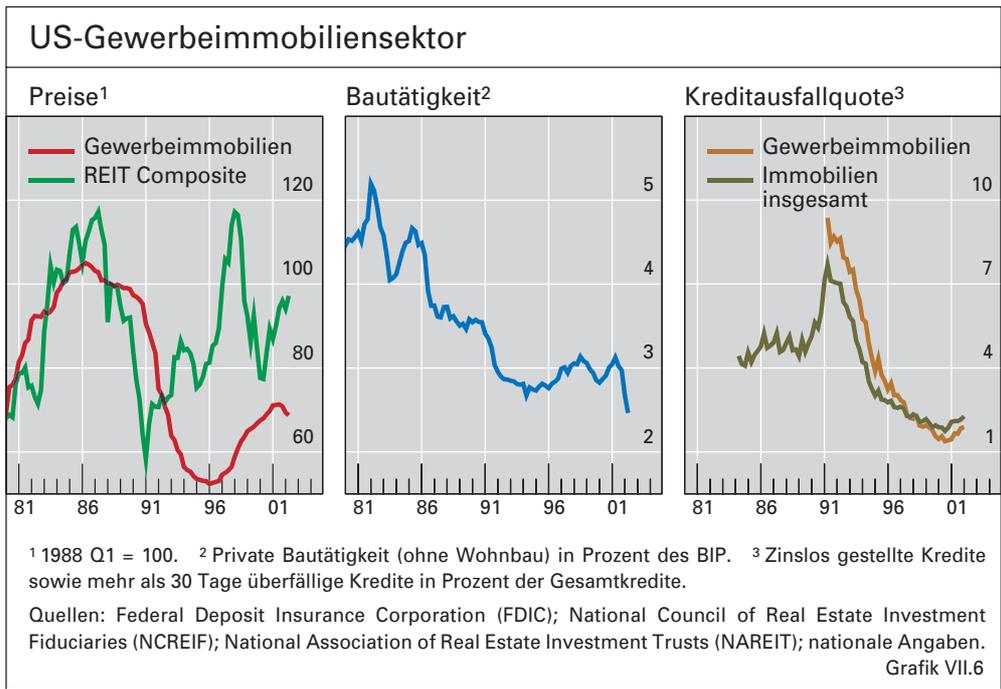
Vor den konjunkturellen Abschwüngen im Jahr 2001 und Anfang der neunziger Jahre waren die Märkte für Vermögenswerte jeweils sehr dynamisch. Im Vorfeld der Konjunkturabschwächung vor zehn Jahren haussierten insbesondere

die Immobilienmärkte, und das Fremdkapital zur Finanzierung des Booms kam weitgehend von den Banken. In der jüngsten Episode dagegen gab es zwar an einigen Immobilienmärkten einen anhaltend kräftigen Aufwärtstrend, aber die größeren Wertzuwächse im Konjunkturaufschwung verzeichneten generell die Aktienmärkte. Dabei stellten die Banken wohl die Finanzmittel bereit, die diesen Kurssteigerungen Auftrieb verliehen, doch waren sie den Risiken von Schwankungen am Aktienmarkt unmittelbar weit weniger ausgesetzt, als dies vor einem Jahrzehnt am Immobilienmarkt der Fall gewesen war.

Anfang der neunziger Jahre trugen der Boom und der dann folgende Preisverfall bei den gewerblichen Immobilien wesentlich dazu bei, dass der Aufwand für notleidende Kredite bei vielen Banken stieg. In jüngerer Zeit dagegen gab es keinen ausgeprägten Preiszyklus bei Gewerbeimmobilien, wodurch die meisten Banken allenfalls einen geringfügig höheren Aufwand für notleidende Immobilienkredite zu verzeichnen hatten (Grafik VII.6). In vielen Ländern lagen die Preise für Gewerbeimmobilien selbst nominal weiter unter dem Stand, der vor einem Jahrzehnt erreicht worden war. Die wichtigsten Ausnahmen bildeten hier die Niederlande und Irland.

Eine Reihe von miteinander verbundenen Faktoren hilft, diese relativ günstige Entwicklung zu erklären. Erstens hat sich die Marktdisziplin dadurch verbessert, dass die Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumente, die hauptsächlich durch Gewerbeimmobilien unterlegt sind, an den Märkten viel gebräuchlicher geworden sind, insbesondere in den USA, aber auch in Australien, im Vereinigten Königreich und in Schweden. Angesichts der Illiquidität von Gewerbeimmobilien und der oftmals schwierigen Preisbeobachtung waren diese Instrumente sehr nützlich, denn sie haben das Spektrum der Anleger, die diesen Sektor aktiv verfolgen, erweitert und signalisieren frühzeitig die Einschätzung der Zukunftsaussichten durch das Anlegerpublikum. So dürfte z.B. der Kursrückgang börsennotierter US-Immobilien-

... zum Teil bedingt durch höhere Marktdisziplin ...



Immobilienpreise								
	Gewerbliche Immobilien <sup>1</sup>			Wohneigentum			<i>Nachrichtlich: Verschuldung der privaten Haushalte<sup>2</sup></i>	
	1995– 2001	2001	2001	1995– 2001	2001	2001	1995– 2001	2001
	Veränderung <sup>3</sup>		Relatives Niveau <sup>4</sup>	Veränderung <sup>3</sup>		Relatives Niveau <sup>4</sup>	Veränderung <sup>3</sup>	
	Nominal		Real	Nominal		Real	Nominal	
USA	3,8	-2,3	40	5,5	6,9	112	7,9	7,7
Japan	-8,4	-9,4	42	-2,6	-4,2	71	0,4	-0,2
Deutschland	5,9	5,5	74	-2,5	-1,2	72	5,2	2,3
Frankreich	4,9	-7,3	69	3,4	6,9	106	5,1	5,5
Vereinigtes Königreich	2,6	0,6	54	8,3	4,6	108	7,3	10,9
Italien	10,8	28,8	80	2,5	7,9	87	8,5	6,0
Kanada	3,4	4,0	54	1,5	5,7	88	5,5	5,3
Spanien	16,1	-6,8	64	7,9	15,0	114	13,3	11,7
Australien	3,8	3,2	50	6,5	15,5	123	12,4	13,2
Niederlande	10,8	8,5	136	11,5	7,0	213	16,0	10,0
Belgien	3,9	0,0	78	5,0	5,6	151	5,0	0,9
Schweden	9,0	-35,1	53	6,5	4,8	106	5,8	8,5
Schweiz	-0,3	2,0	62	-1,2	2,5	63	3,3	3,5
Dänemark	7,1	6,2	83	8,2	3,3	108	7,5	8,5
Norwegen	7,8	15,8	50	9,1	5,5	110	6,9	10,6
Finnland	3,9	-4,8	61	6,2	1,3	73	3,8	8,5
Irland	15,4	3,2	180	13,4	0,6	199	...	...

<sup>1</sup> Daten beziehen sich in der Regel auf die größten Städte; Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, Niederlande, Schweden, Spanien: erstklassige Lagen. <sup>2</sup> Falls verfügbar, breit abgegrenztes Aggregat aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, sonst Bankkredite; teilweise geschätzt. <sup>3</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>4</sup> Vorangegangene Hochphase der realen Preise für gewerbliche Immobilien/Wohnimmobilien = 100; wo nicht eindeutig feststellbar: drittes Quartal 1990 = 100.

Quellen: Catella; Frank Russell Canada Ltd.; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; NCREIF; Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle VII.2

fonds 1998, der u.a. durch Bedenken wegen wachsender Leerstandsquoten ausgelöst wurde, dazu beigetragen haben, sowohl den Neubau als auch die Preisentwicklung von Gewerbeimmobilien in einem Umfeld starken wirtschaftlichen Wachstums zu beschränken.

... Überangebot aus Boom Ende der achtziger Jahre ...

Zweitens dauerte es in einer Reihe von Ländern seine Zeit, bis das aus den späten achtziger Jahren stammende Überangebot an Neubauten von der wachsenden Nachfrage absorbiert wurde. Zum Teil deshalb war in fast allen Ländern der Anteil des gewerblichen Baus an der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den letzten Jahren geringer als in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre.

... besseres Risikomanagement ...

Drittens verbesserten viele Banken infolge der Erfahrung aus der vorangegangenen Episode ihr Risikomanagement bei Gewerbeimmobilien, und die Aufsichtsinstanzen überwachten verstärkt das Engagement der Banken in diesem Bereich.

... und niedrigere Zinssätze

Viertens schließlich verringerte auch die Rücknahme der Notenbankzinssätze im Jahr 2001 den Abwärtsdruck auf die Preise für Gewerbeimmobilien, der sich ansonsten aufgrund des Konjunkturabschwungs hätte aufbauen

können. Von der Senkung der Zinssätze profitierten außerdem die ohnedies stark anziehenden Märkte für Wohnimmobilien. Tatsächlich liegen die realen Preise für Wohneigentum nach dem jüngsten starken Anstieg in vielen Ländern über den Höchstständen der frühen neunziger Jahre (Tabelle VII.2). Die wichtigsten Ausnahmen sind Deutschland (wo der Gesamtpreisindex seit dem Wiedervereinigungsboom nach unten tendiert), Japan und die Schweiz.

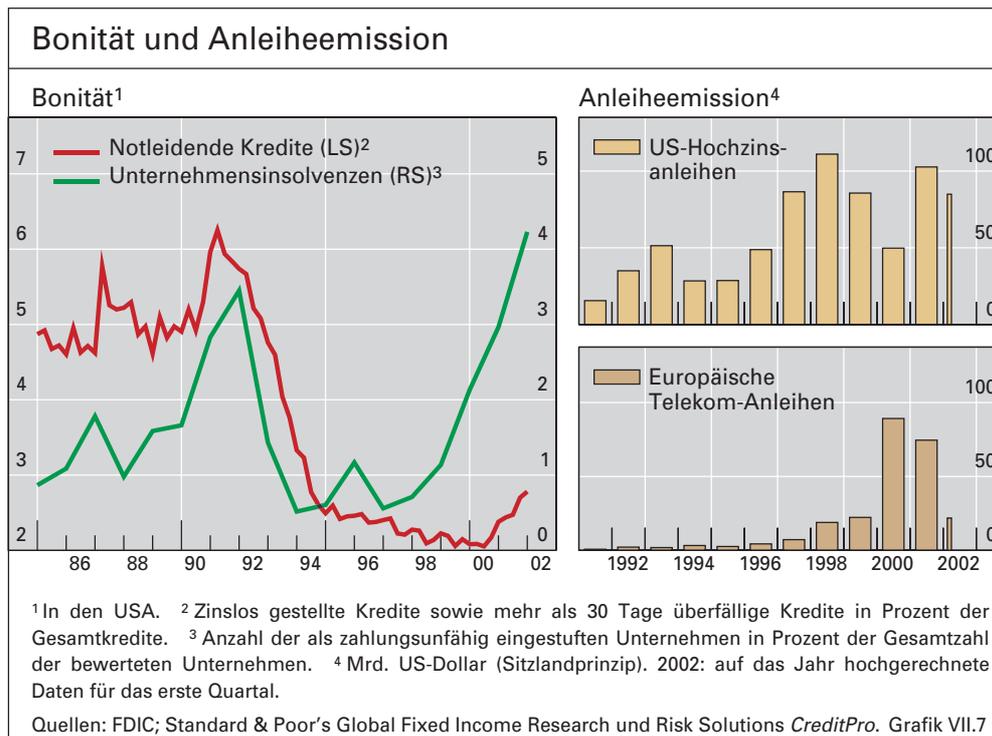
Mit dem starken Preisanstieg beim Wohneigentum hat die Verschuldung der privaten Haushalte erheblich zugenommen. Dies stellt für die meisten Bankensysteme zwar keine unmittelbare Gefährdung dar, macht den Sektor der privaten Haushalte jedoch anfälliger gegenüber einem lang anhaltenden Konjunkturabschwung oder einem erheblichen Zinsanstieg (Kapitel II). Überdies würde ein durch anhaltende Preissteigerungen bei Wohneigentum bedingter weiterer Anstieg der Verschuldung die Wahrscheinlichkeit kostspieliger Anpassungen in der Zukunft erhöhen. Dies dürfte sich nachteilig auf die Wirtschaft auswirken und damit zur Verschlechterung der Gesamtqualität der Kreditportfolios der Banken beitragen.

Preise für Wohneigentum und Verschuldung der privaten Haushalte gestiegen

#### Finanzierung über die Kapitalmärkte

Die relativ verhaltene Zunahme notleidender Kredite der Banken steht in krassem Gegensatz zu den Unternehmensanleihen, wo die Ausfallquote enorm gestiegen ist und auch die Verlustquoten im historischen Vergleich sehr hoch sind (Grafik VII.7). Eine Erklärung für diesen großen Unterschied ist, dass sowohl in Europa als auch in den USA die riskantesten Projekte im Boom der späten neunziger Jahre überwiegend außerhalb des Bankensystems finanziert wurden. Am deutlichsten wird dies vielleicht daran, dass die Technologie- und Telekommunikationsunternehmen ihren Finanzbedarf vorwiegend über

Finanzierung des Booms weitgehend über Kapitalmärkte ...



Lieferantenkredite und Risikokapital sowie an den Aktien- und Anleihenmärkten deckten. Ein weiteres Beispiel ist die neuerliche rasche Zunahme der Emissionen von Unternehmensanleihen unterhalb der Anlagequalität im Laufe der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, insbesondere in den USA.

Natürlich blieb der Bankensektor von den Bonitätsproblemen im Technologie- und Telekommunikationsbereich nicht ganz verschont. Auch er stellte erhebliche Finanzmittel bereit, insbesondere über den Konsortialkreditmarkt sowie direkt an Unternehmen mittlerer Bonität. Bislang wurden Kreditausfälle bei diesen Engagements jedoch ohne größere Schwierigkeiten wettgemacht. Mindestens genauso schwer wie die sich verschlechternde Bonität wog für eine Reihe von Banken das Versiegen der Erträge aus dem Kapitalmarktgeschäft, das durch Unternehmen dieser Branchen generiert worden war.

... hat Widerstandsfähigkeit erhöht ...

Unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität ist wohl wünschenswert, dass die Finanzierung hoch riskanter Investitionen über die Kapitalmärkte statt über Institute mit der Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung erfolgt. Eine solche Entwicklung kann nicht nur dazu beitragen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz für diese Institute geringer wird; vielmehr kann ein breiterer Zugang zu den Kapitalmärkten und damit zu alternativen Finanzierungsquellen für Unternehmen auch eine Art Versicherung für den Fall sein, dass das Bankensystem unter Druck geraten sollte.

... doch Gefahr für Banken durch Markturbulenzen

Durch solche Finanzierungen verändert sich allerdings die Art der Risiken. Soweit dieser erweiterte Zugang zu den Kapitalmärkten eine höhere Fremdfinanzierung des Unternehmenssektors zulässt, kann er insbesondere die Anfälligkeit der Wirtschaft gegenüber einem Konjunkturabschwung sowie einem Zinsanstieg erhöhen. Zudem können plötzliche Stimmungsänderungen an den Kapitalmärkten zu Liquiditätsengpässen führen, die Bonitätsprobleme im Bankensektor nach sich ziehen können, wenn sie nicht rasch behoben werden. Die Probleme können entweder unmittelbar entstehen, wenn Banken Auffangkreditlinien bereitstellen, wie das am Commercial-Paper-Markt der Fall war, oder mittelbar, wenn die Liquiditätsengpässe eine allgemeine Konjunkturabschwächung auslösen.

### *Übertragung von Kreditrisiken*

Seine zuletzt gezeigte Widerstandsfähigkeit verdankt der Finanzsektor auch der Entstehung und dem Wachstum von Märkten, die die Übertragung von Risiken unter den Finanzinstituten erleichtern. Am größten und am besten etabliert ist der Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere. In den letzten Jahren war jedoch auch ein sehr starkes Wachstum an den Märkten für Kreditderivate, einschließlich synthetischer Verbriefungen, sowie am Sekundärmarkt für Kredite zu verzeichnen (Grafik VII.8).

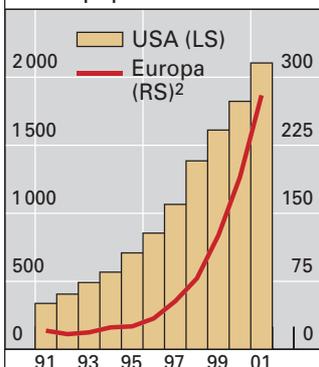
Neue Instrumente ermöglichen mehr Diversifizierung ...

Diese Märkte haben die Widerstandsfähigkeit auf mehrfache Weise erhöht. Vor allem erlauben sie die Übertragung von Risiken von den Instituten, die einen komparativen Vorteil im Kundenkreditgeschäft haben, zu den Instituten, die auf die Übernahme und das Management von Kreditrisiken spezialisiert sind. Dies ermöglicht den Instituten eine stärkere Diversifizierung, und soweit die Risiken letztendlich von Instituten mit einem längerfristigen Horizont gehalten werden, kann es auch stabilere Finanzierungsstrukturen

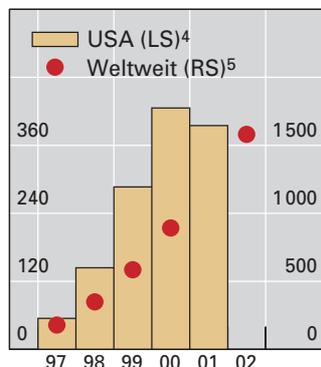
## Indikatoren für die Übertragung von Kreditrisiken

Mrd. US-Dollar

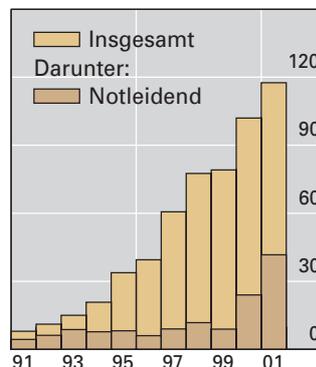
Forderungsunterlegte Wertpapiere<sup>1</sup>



Kreditderivate<sup>3</sup>



Sekundärhandel mit Krediten<sup>6</sup>



<sup>1</sup> Im Umlauf. <sup>2</sup> Internationale Anleihen. <sup>3</sup> Ausstehende Nominalbeträge. <sup>4</sup> Geschäftsbanken. <sup>5</sup> Schätzungen der Marktteilnehmer (BBA-Erhebung 1998 und 2000); 2002: Prognose. <sup>6</sup> Weltweit; Umsatzdaten.

Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*; Office of the Comptroller of the Currency der USA; British Bankers' Association (BBA); Loan Pricing Corporation; BIZ.

Grafik VII.8

begünstigen. Zudem verbessern diese Märkte die Preisfindung und die Transparenz der Risikobewertung. Durch die Veräußerung notleidender Kredite kann sich die Geschäftsleitung einer Bank außerdem auf ihre ertragbringenden Kreditbestände konzentrieren, statt sich mit den Problemkrediten befassen zu müssen. Trotz mehrerer Störungen haben diese neu entstehenden Märkte im Laufe des letzten Jahres bewiesen, dass sie die Verluste aus einer Anzahl viel beachteter Ausfälle wirksam auf den gesamten Finanzsektor zu verteilen vermochten.

Vor diesem allgemein positiven Hintergrund geben die jüngsten Entwicklungen Anlass zu einer Reihe möglicher Bedenken. Erstens wurde das Wachstum der Instrumente zur Kreditrisikoübertragung in gewissem Maße durch aufsichtsrechtliche Arbitrage angeregt, sodass sich die Risiken möglicherweise in Instituten konzentrieren, die einer verhältnismäßig geringen Regulierung unterliegen. Zweitens haben die Interdependenzen innerhalb des Finanzsystems zugenommen, sodass die Fähigkeit eines einzelnen Instituts, die eigenen Kreditrisiken unter Kontrolle zu halten, von der Risikobereitschaft anderer Institute abhängig geworden ist. Auch macht der hohe Konzentrationsgrad an einigen Märkten diese möglicherweise anfällig gegenüber Veränderungen im Verhalten einer relativ kleinen Zahl von Akteuren. Drittens kann es durch die Entwicklung komplexer Finanzinstrumente schwieriger werden, das Risikoniveau als Ganzes sowie die Risikoverteilung innerhalb des Finanzsystems abzuschätzen. Viertens schließlich kann die Entwicklung von Instrumenten, die die Kreditrisikoübertragung erleichtern, – ebenso wie der erweiterte Zugang zu den Kapitalmärkten – den Anstieg der Fremdfinanzierung im Unternehmenssektor fördern.

Insgesamt haben die genannten Entwicklungen zwar zweifellos dazu beigetragen, die generelle Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute im letzten

... erhöhen aber auch Risikopotenzial

Jahr zu stärken, doch erfahrungsgemäß können auch scheinbar gesunde Institute und Bankensysteme in verhältnismäßig kurzer Zeit in Schwierigkeiten geraten. Einige viel beachtete Ausfälle der letzten Zeit verdeutlichen, dass Probleme dann besonders rasch entstehen können, wenn die Offenlegung mangelhaft ist und die Aktiva über- bzw. die Passiva unterbewertet sind. Allgemeiner gesagt, könnte eine lang anhaltende Periode geringen Wirtschaftswachstums Schwachstellen in den Bilanzen aufdecken, die bislang wegen des flachen Verlaufs des Konjunkturabschwungs unter der Oberfläche geblieben sind. Sollte dies eintreten, würde das Problem der in den letzten Jahren angewachsenen Verschuldung an Bedeutung gewinnen.

## Anhaltende Probleme in Japan

Weitere Verluste bei japanischen Banken ...

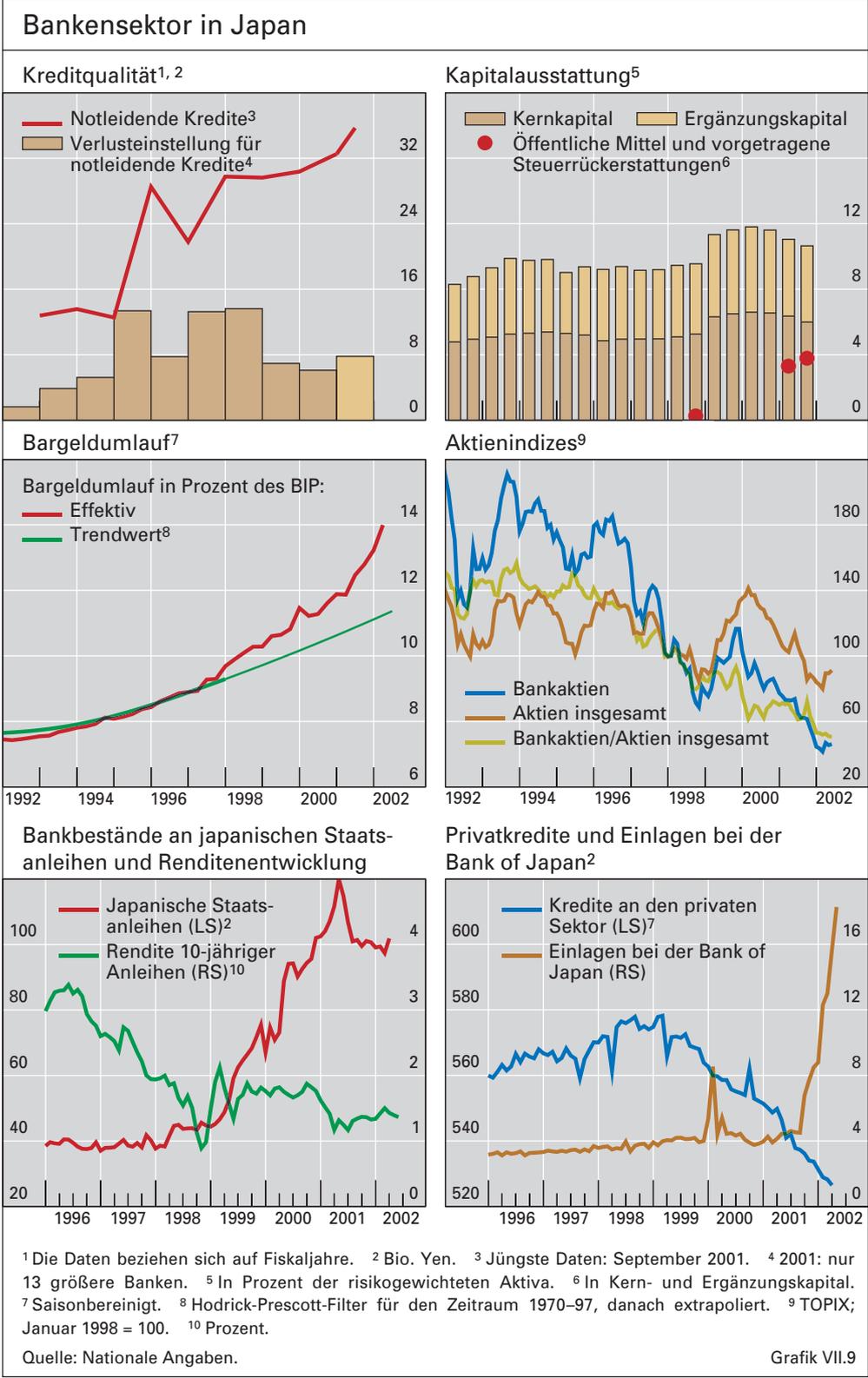
Im Gegensatz zur insgesamt robusten Ertragslage der meisten Finanzsysteme ist das japanische Finanzsystem erheblichen Belastungen ausgesetzt. Die Kreditvergabe im privaten Sektor hat sich weiter vermindert, und nachdem die Banken in den Vorjahren ihren Bestand an japanischen Staatsanleihen aufgestockt hatten, haben sie nun seit Mitte 2001 ihre Einlagen bei der Bank of Japan erheblich erhöht. Zudem hat die anhaltende Verschlechterung der Verfassung des Unternehmenssektors den Anteil der Problemkredite bei den Banken trotz erheblicher Kreditabschreibungen weiter steigen lassen (Grafik VII.9). Im Fiskaljahr 2001 (das im März 2002 endete) wird das Bankensystem somit zum fünften Mal in sieben Jahren Verluste ausweisen, wobei sich die kumulierten Verluste in diesem Zeitraum auf rund ¥ 15 Bio. belaufen. Dies entspricht fast 60% des Aktienkapitals zum Stand Ende März 1995.

... haben zum Rückgang der Eigenkapitalquoten geführt

Die Verluste im Fiskaljahr 2001 bedeuten, dass das Eigenkapital gemessen an den risikogewichteten Aktiva im Verlauf des letzten Jahres gesunken ist, wobei die offizielle Quote bei den international tätigen Banken Ende März 2002 etwa 10½% betrug. Dies liegt zwar im Rahmen der Eigenkapitalquoten in einer Reihe anderer Länder, doch die Kapitalstruktur ist bei japanischen Banken etwas anders. Insbesondere bestand das aufsichtsrechtliche Eigenkapital der größeren Banken zusammengenommen Ende März 2002 zu über 20% aus öffentlichen Mitteln, und etwa der gleiche Anteil entfiel auf vorgelegene Steuerrückerstattungen (die nur vereinnahmt werden können, wenn die Banken innerhalb von fünf Jahren ausreichend hohe Gewinne erwirtschaften). Zudem sind viele Beobachter der Meinung, dass die offiziellen Daten über die Problemkredite das wahre Ausmaß der Schwierigkeiten unterzeichnen. Besonders besorgniserregend ist, dass bei den derzeitigen Niedrigzinsverhältnissen viele Kreditnehmer geringerer Bonität ihre Zinszahlungen leisten können, selbst wenn die Aussichten auf eine Tilgung der Kredite – oder möglicherweise auch nur auf deren Bedienung bei einem eventuell wieder normaleren Zinsniveau – schlecht sind. Werden diese Kredite alle als wertgemindert ausgewiesen, könnte dies zu einem erneuten hohen Aufwand für die Risikovorsorge führen und die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung mancher Banken infrage stellen.

Anhaltende Probleme durch niedrige Kreditmargen ...

Während die schlechte Kreditqualität das dringlichste Problem darstellt, besteht eine grundlegende Schwäche des japanischen Bankensystems in den



niedrigen Kreditmargen. In vielen Fällen erbringen diese Margen selbst in einer einigermaßen soliden Wirtschaft keine angemessene Eigenkapitalrendite. Das liegt u.a. an dem starken Wettbewerb durch staatlich unterstützte Finanzinstitute, an dem externen Druck auf die Banken, kleinen Unternehmen zu relativ großzügigen Bedingungen Finanzierungen bereitzustellen, sowie

offensichtlich an dem Zögern vieler Banken, langjährigen Kunden bei der Kreditvergabe die übernommenen Risiken anhand entsprechender Zinssätze in Rechnung zu stellen.

... umfangreiche  
Aktienbestände ...

Ungewöhnlich sind im internationalen Vergleich auch die relativ umfangreichen Aktienbestände der japanischen Banken. Über den Großteil der neunziger Jahre half die schrittweise Realisierung vorangegangener Wertzuwächse aus diesen Beständen, die niedrigen Margenerträge zu kompensieren und die Verluste aus notleidenden Krediten zum Teil auszugleichen. Doch mit dem Einbruch am Aktienmarkt 2001 und der Einführung einer Bilanzierung zu Marktwerten hat sich diese Situation umgekehrt, und im Fiskaljahr 2001 entsprachen die aktienbezogenen Verluste 7% des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals der Banken. Weitere Kursrückgänge würden die Eigenkapitalbasis der Banken noch stärker belasten, da die Aktienbestände nach wie vor bei vielen Banken das Kernkapital übersteigen. Eine weitere Anfälligkeit der Banken rührt aus den großen Beständen an japanischen Staatspapieren her. Sofern die Banken das damit verbundene Zinsänderungsrisiko nicht abgesichert haben, könnte ein Anstieg der langfristigen Anleiherenditen zu umfangreichen Kapitalverlusten führen.

... und Überkreuz-  
beteiligungen

Diese anhaltenden Probleme werden durch beträchtliche Überkreuzbeteiligungen zwischen den großen Banken und den Lebensversicherungsgesellschaften noch komplexer. Die Banken halten umfangreiche nachrangige Schuldtitel von Versicherungsgesellschaften, und in vielen Banken sind mindestens zwei der fünf größten Aktionäre Versicherungsgesellschaften. Diese Verflechtungen erhöhen das Systemrisiko, insbesondere angesichts der Schwächen der japanischen Versicherungsbranche. Viele Versicherungsgesellschaften haben infolge nicht abgesicherter Abweichungen in der Duration ihrer Aktiva und Passiva hohe Verluste erlitten, und in den letzten Jahren sind mehrere Versicherungsgesellschaften in Konkurs gegangen. Die Überkreuzbeteiligungen haben auch zur Schwächung der Führungs- und Überwachungsmechanismen beigetragen und damit den schleppenden Fortschritten im Finanzsektor Vorschub geleistet.

Vertrauen ist  
brüchig

Mehrere Indikatoren lassen erkennen, dass das Vertrauen in das Bankensystem angesichts der anhaltenden Risiken brüchig ist. Erstens sind der Bargeldumlauf und die Verkäufe von Gold an Privatkunden in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Beide Trends haben sich in jüngster Zeit beschleunigt. Zweitens kam es nach der Aufhebung von Garantien für Termineinlagen zu einer Umschichtung in Sichteinlagen, für die die Garantie bis Ende März 2003 bestehen bleibt. Drittens gab es bei den größten Banken, die entweder als sicherer gelten oder bei denen man eher mit staatlicher Unterstützung rechnet, einen Einlagenzufluss zulasten regionaler oder kleinerer Banken. Viertens entwickelten sich die Kurse der Bankaktien in einem sehr schwachen Gesamtmarkt unterdurchschnittlich; sie gaben von Anfang 2000 bis Ende Mai 2002 um nahezu 50% nach. Fünftens schließlich verschlechterte sich die durchschnittliche Bonitätseinstufung der japanischen Banken, auch wenn sich der Rückgang wegen der Möglichkeit staatlicher Unterstützung und des ohnehin nicht hohen Ausgangsniveaus in Grenzen hielt. Dagegen ist die „Japan-Prämie“ weiterhin verhältnismäßig niedrig, was auf den reduzierten

Auslandsfinanzierungsbedarf der Banken und eine Zusicherung der Regierung zurückzuführen ist, im Falle einer systemweiten Krise zu intervenieren.

Insgesamt verdeutlicht die japanische Situation die starke Verzahnung zwischen der realen Wirtschaft und dem Finanzsystem: Die wirtschaftliche Depression schadet dem Bankensystem, und die Schwäche des Bankensystems verhindert den Konjunkturaufschwung. Trotz beträchtlicher Liquiditätsspritzen durch die Bank of Japan geht die Kreditvergabe an den privaten Sektor unter dem Gewicht überschuldeter Unternehmen und unrentabler Finanzinstitute weiter zurück (Kapitel IV). Je länger der wirtschaftliche Niedergang anhält, umso wahrscheinlicher wird es, dass sich die Bonitätsprobleme auch über die Immobilienbranche und den Bausektor hinaus verbreiten. Dies würde die Überlebensfähigkeit vieler Banken ohne zusätzliches Kapital aus dem privaten oder dem öffentlichen Sektor infrage stellen.

Angesichts der bestehenden Verzahnung von Realwirtschaft und Finanzsektor verlangt die Lösung dieser Probleme gleichzeitige Maßnahmen auf beiden Seiten. Von entscheidender Bedeutung ist insbesondere ein Ansatz, der eine akkommodierende wirtschaftspolitische Grundausrichtung mit glaubwürdigen Maßnahmen zur Verbesserung der Bilanzstruktur der Finanzinstitute verbindet. Die Verschärfung der Bestimmungen für die Kreditklassifizierung und die jüngsten Sonderprüfungen sind sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung, es muss aber auf jeden Fall noch mehr geschehen. Des Weiteren müssen sowohl die realwirtschaftlichen als auch die finanziellen Ressourcen von den in Schwierigkeiten befindlichen Unternehmen zu denjenigen umgeleitet werden, die mit diesen Ressourcen effektiver umgehen können. Dabei wäre es hilfreich, wenn an den Märkten für Vermögenswerte eine Anpassung zugelassen würde, damit die erwartete Preisentwicklung nicht nach unten tendiert. Je länger solche Reformen dauern, umso schlechter werden die Aussichten auf eine zügige und tragfähige Konjunkturerholung. Mittelfristig sind die Weiterentwicklung der japanischen Kapitalmärkte, die verstärkte Anwendung einer risikobezogenen Preisgestaltung und die Verbesserung der Führungs- und Überwachungsmechanismen in den Finanzinstituten allesamt von Bedeutung für die Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des japanischen Finanzsystems und der japanischen Wirtschaft.

Maßnahmen zur Bilanzverbesserung nötig

## Grundsatzpolitische Fragen

Wie die Erfahrung Japans und mehrerer anderer Länder zeigt, kann das Geschehen im Finanzsystem erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaft haben. Die Liberalisierung der Finanzsysteme hat das Potenzial dafür noch vergrößert. Gleichzeitig hat sie schrittweise Verbesserungen von Risikomessung und -management herbeigeführt, die dazu beitragen, die Stabilität sowohl des Finanzsystems als auch der Wirtschaft zu fördern. Auch hat sie bereits bekannte, aber wichtige Fragen zusehends stärker ins Bewusstsein der Entscheidungsträger gerückt, insbesondere jener im Bereich der Finanzaufsicht. Erstens: Wie ist sicherzustellen, dass das Finanzsystem zu einem möglichst hohen und tragfähigen Wirtschaftswachstum beiträgt? Zweitens: Wie kann am besten gewährleistet werden, dass das Potenzial für eine

Schwierige Fragen durch Verzahnung von Finanzsystem und Wirtschaft

Verstärkung des Konjunkturzyklus durch den Finanzsektor in Grenzen gehalten wird?

Die Antworten auf diese beiden Fragen sind in vielen Punkten ähnlich. Ein hoher Qualitätsstandard der Finanzregulierung und -aufsicht, umfassende Finanzausweise, wirksame Führungs- und Überwachungsmechanismen sowie eine solide Wirtschaftspolitik sind Schlüsselfaktoren, um eine unnötige Verstärkung der Konjunkturzyklen zu verhindern und ein langfristiges Wachstum zu fördern. Doch es kann auch Trade-offs geben. Zeiten der Übersteigerung im Finanzsektor sind nicht zuletzt durch die Finanzierung hochriskanter Investitionen geprägt. Auch wenn viele dieser Investitionen letztlich scheitern, führen die erfolgreichen unter ihnen bisweilen zu Durchbrüchen, die den Boden für zukünftiges wirtschaftliches Wachstum bereiten können. Mit einem Ansatz, der Übersteigerungen erfolgreich begrenzt, könnten vielleicht die immensen Kosten vermieden werden, die manchmal mit finanzieller Instabilität verbunden sind, doch möglicherweise zum Preis eines langfristig niedrigeren Wirtschaftswachstums.

Zwar wird manchmal argumentiert, dass diese makroökonomischen Belange nicht zum Aufgabenbereich der Aufsichtsinstanzen gehören, doch haben die Zusammenhänge zwischen der Regulierung des Finanzsektors und der Gesamtwirtschaft in den letzten Jahren zunehmendes Interesse geweckt. Angesichts der wiederholt auftretenden Finanzzyklen haben drei hiermit verbundene Fragen besondere Beachtung gefunden, nämlich inwieweit bei der Regulierung des Finanzsektors systemumfassende Aspekte mit einbezogen werden können, ob risikobezogene Eigenkapitalanforderungen Konjunkturzyklen eher verstärken oder dämpfen und inwieweit in die Kreditbewertungen der Banken vorausschauende Überlegungen, darunter die gesamtwirtschaftlichen Aussichten, einfließen sollten.

#### *Risikomessung und systemorientierte Aufsicht*

Bankenaufsicht mit mikro- und makro-ökonomischen Perspektiven

Der Zweck der Bankenaufsicht wird häufig darin gesehen, die Ausfallwahrscheinlichkeit *einzelner* Banken zu verringern, um nicht zuletzt die Interessen der Einleger zu schützen, die die Stärke der Institute, bei denen sie ihre Ersparnisse anlegen, nur schwer beurteilen können. Die Rolle der Aufsicht kann aber auch darin gesehen werden, die Wahrscheinlichkeit zu verringern, dass Entwicklungen im Finanzsektor die Gesamtwirtschaft beeinträchtigen. Bei einer solchen systemorientierten Sichtweise sind Bankenkongresse dann von Belang, wenn sie das Potenzial zur Schädigung der Gesamtwirtschaft bergen.

Die beiden Sichtweisen können zu einer Reihe von feinen, aber möglicherweise bedeutsamen Unterschieden in der Schwerpunktsetzung führen. Erstens misst ein systemorientierter Aufsichtsansatz wohl denjenigen Instituten mehr Gewicht bei, die als für das System bedeutsam eingeschätzt werden. Zweitens lenkt er die Aufmerksamkeit wahrscheinlich mehr auf die Risiken, die alle Institute in gleicher Weise betreffen, sowie auf eine eventuelle negative Beeinflussung dieser Risiken durch etwaige Ungleichgewichte in der Realwirtschaft oder im Finanzsystem. Und drittens dürfte er mögliche Anpassungen in der Wirtschaft an Veränderungen in der Finanzaufsicht eher berücksichtigen.

Trotz dieser Unterschiede sind die beiden Sichtweisen nicht zwangsläufig unvereinbar. Tatsächlich sind gesamtwirtschaftliche Entwicklungen erfahrungsgemäß der eigentliche Grund für viele Bankenkurse, und umgekehrt hatten bisher viele Konkurse gesamtwirtschaftliche Auswirkungen. Dies lässt den Schluss zu, dass ein erfolgreich umgesetztes systemorientiertes Aufsichtskonzept auch die einzelnen Institute stärken würde. Es lässt ferner den Schluss zu, dass gesamtwirtschaftliche Faktoren sowohl bei einzelnen Instituten als auch im Hinblick auf das System als Ganzes in die Kreditrisikomessung einbezogen werden sollten.

Der Weg dahin ist jedoch keineswegs einfach. Einerseits heißt es manchmal, die Konjunkturprognosen hätten sich als so unzuverlässig erwiesen, dass es sich kaum lohne, Prognosen oder gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte bei der Kreditrisikomessung einzubeziehen, insbesondere auf der Ebene einzelner Kreditnehmer. Das hat in der Regel zur Folge, dass Risiken im Konjunkturaufschwung niedrig und im Abschwung hoch bewertet werden. Andererseits gibt es gewisse Anzeichen dafür, dass ein anhaltendes rasches Kreditwachstum in Kombination mit einem starken Anstieg der Immobilienpreise und/oder des Kapitalstocks ein brauchbarer Vorlaufindikator für Anspannungen im Finanzsystem ist. Auch wenn solche Entwicklungen nicht immer mit höheren Kreditverlusten enden, lässt die bisherige Erfahrung doch den Schluss zu, dass sie die Unsicherheit im Hinblick auf künftige Verluste erhöhen könnten, insbesondere wenn die Möglichkeit kostspieliger Korrekturen von Bilanzen und Preisen für Vermögenswerte besteht. Wäre dies der Fall, so könnte das richtig gemessene Kreditrisiko selbst bei einer günstigen Wirtschaftsentwicklung relativ hoch sein.

Was die Zukunft betrifft, so besteht eine große Herausforderung für die einzelnen Banken, die Aufsicht und die für die Finanzstabilität Verantwortlichen darin, wirksame Verfahren zu entwickeln, die gesamtwirtschaftliche Aspekte bei der Bewertung des Kreditrisikos berücksichtigen. Fortschritte in dieser Richtung sind wichtig, wenn die Aufsicht stärker gesamtwirtschaftlich ausgerichtet sein soll. Dies würde auch zur Verringerung der Unterschiede zwischen den beiden Sichtweisen der Aufsicht beitragen.

#### *Risikobezogene Eigenkapitalanforderungen*

Durch den Vorschlag des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, die Mindestkapitalanforderungen für eine Bank an den *gemessenen* Risikogehalt ihrer Vermögenswerte zu knüpfen, wurde die Aufmerksamkeit gezielt auf dieses Messproblem gelenkt. Danach würden sich die Eigenkapitalanforderungen für ein gegebenes Portfolio – anders als bei der derzeit geltenden Basler Eigenkapitalvereinbarung – im Laufe der Zeit entsprechend der Entwicklung des gemessenen Risikos des Portfolios ändern.

Dieser Aspekt der Basler Vorschläge hat lebhaft Diskussionen ausgelöst. Aus der Sicht einer systemorientierten Aufsicht könnte es wünschenswert sein, dass das Eigenkapital in Aufschwungsphasen erhöht wird und dann in Rezessionsphasen bis auf ein gewisses Mindestniveau reduziert werden darf. In Aufschwungsphasen dürfte die Kapitalaufnahme zudem leichter und weniger

Bei beiden Ansätzen Messung der zeitlichen Veränderung von Kreditrisiken wichtig

Mindestkapitalanforderungen gemäß Basel II ...

... in Konjunkturabschwüngen wahrscheinlich höher

kostspielig sein als in Zeiten, in denen das Bankensystem unter Anspannungen leidet. Es wurden Bedenken geäußert, dass die vorgeschlagenen Änderungen der Eigenkapitalvereinbarung zu Mindestkapitalanforderungen führen könnten, die gegenteilige Wirkung haben. So weisen die derzeitigen Bewertungsmethoden für die Qualität des Kreditportfolios einer Bank im Allgemeinen während eines Aufschwungs eine Verringerung des Kreditrisikos und in konjunkturellen Schwächephasen eine Erhöhung aus. Daher dürften die Mindesteigenkapitalanforderungen für ein gegebenes Portfolio wahrscheinlich im Konjunkturaufschwung sinken und während eines Konjunkturabschwungs steigen.

Zum Teil als Reaktion auf die Bedenken hinsichtlich möglicher gesamtwirtschaftlicher Auswirkungen dieser Schwankungen schlug der Basler Ausschuss Ende 2001 eine Verringerung des Satzes vor, um den die Mindestkapitalanforderungen bei einer Verschlechterung der Bonität eines Kreditnehmers steigen. Wenn sich die gemessene Kreditqualität im Konjunkturabschwung verschlechtert, hätte dies somit eine geringere Erhöhung der Mindestkapitalanforderungen zur Folge. Simulationen lassen darauf schließen, dass diese Änderung erhebliche Auswirkungen haben könnte und dass sich die Schwankungen der Mindestkapitalanforderungen im Zeitverlauf womöglich um etwa ein Drittel reduzieren würden. Zudem dürfte sich damit auch die erforderliche Eigenkapitalunterlegung von Krediten an viele Kleinunternehmen deutlich verringern.

Noch wichtiger ist vielleicht, dass auch eine Reihe anderer Aspekte der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* voraussichtlich etwaige prozyklische Effekte höherer Mindestkapitalanforderungen im Konjunkturabschwung dämpfen könnten.

Erstens trägt die stärkere Betonung der Risikoquantifizierung zu einer Revolution in der Messung und in der Handhabung des Kreditrisikos bei. Ein wichtiger Vorteil hiervon ist, dass Probleme der Kreditqualität mit größerer Wahrscheinlichkeit frühzeitig im Konjunkturzyklus erkannt werden. Dies sollte dazu beitragen, dass Abhilfemaßnahmen eher ergriffen werden, als dies in der Vergangenheit bisweilen der Fall war. Wenn das zutrifft, ist auch die Wahrscheinlichkeit größer, dass Probleme unter Kontrolle gebracht werden, bevor sie die Bank oder das Finanzsystem im Allgemeinen gefährden.

Zweitens können umfassende Offenlegungspflichten, die von den Banken auch die Aufgliederung ihrer Kredite nach Bonitätsbewertung verlangen, die Tendenz zu sinkenden Eigenkapitalquoten im Konjunkturaufschwung eindämmen. Die Geschäftspartner einer Bank könnten zu Recht besorgt sein, wenn diese in einer Expansionsphase ihren Fremdkapitalanteil erhöhen würde, weil ihre Mindestkapitalanforderungen infolge einer günstigen Neubewertung ihres Kreditportfolios gesunken sind. So könnten sich durchaus die über das aufsichtsrechtliche Minimum hinausgehenden Eigenkapitalpolster in guten Zeiten vergrößern und in schlechten Zeiten verringern. Eine solche Marktdisziplin wäre noch wirksamer, wenn die Banken die Ergebnisse verschiedener gesamtwirtschaftlicher Stresstests offenlegen würden, insbesondere auch Informationen darüber, wie sich das erforderliche Eigenkapitalniveau ändern würde, wenn die Wirtschaft in einen Konjunkturabschwung geriete. Eine

Aber bessere  
Risiko-  
quantifizierung ...

... Offenlegung ...

verstärkte Offenlegung dürfte ebenfalls zu frühzeitigeren Abhilfemaßnahmen führen und außerdem eine unangemessene Nachsicht der Aufsichtsinstanzen verringern.

Drittens müssen die Aufsichtsinstanzen beurteilen, ob die Kapitalausstattung einer Bank angemessen ist, *auch wenn* sie die Mindestanforderungen erfüllt. Dabei könnten konjunkturelle Überlegungen wichtig sein, und auch hier ist der Einsatz von Stresstests wahrscheinlich besonders hilfreich.

Letztendlich sind diese Verhaltensänderungen vielleicht der wichtigste Beitrag, den die Vorschläge im Rahmen der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* zur Finanzstabilität leisten. Dennoch bedarf die Auswirkung von konjunkturbedingten Änderungen der Mindestanforderungen einer genauen Beobachtung.

... und Überprüfung durch Aufsichtsinstanzen ...

... sollten prozyklische Effekte dämpfen

### *Zukunftsorientierte Risikovorsorge*

Die dritte Frage betrifft die Rechnungslegungsvorschriften für die Bewertung der Kreditportfolios von Banken. Dieser bis vor kurzem zu wenig beachtete Aspekt ist besonders wichtig, denn nur bei einer richtigen Bewertung können Eigenkapitalanforderungen und Offenlegungsvorschriften ihren Zweck erfüllen.

Kreditwerte und ausgewiesene Rentabilität der Banken ...

Bei der Bilanzierung zu Einstandswerten werden Kredite in der Regel mit der Schuldsumme, abzüglich einer etwaigen Rückstellung für eine Wertminderung, verbucht. Änderungen bei der Höhe der Rückstellungen werden daher in der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank als Aufwand ausgewiesen. Die Vorschriften für die Risikovorsorge sind in den einzelnen Ländern unterschiedlich, aber in vielen Fällen lassen sie den Banken nur begrenzten Spielraum, den ausgewiesenen Wert eines Kredits herabzusetzen, wenn sich die Bonität eines Kreditnehmers verschlechtert hat, ein Ausfall aber noch nicht wahrscheinlich ist. Insofern können diese Vorschriften dazu beitragen, dass Rückstellungen zu spät im Konjunkturzyklus gebildet werden. Ein stärker zukunftsorientierter Ansatz könnte bewirken, dass das Ergebnis einer Bank korrekter dargestellt und gleichzeitig der prozyklische Charakter der ausgewiesenen Gewinne verringert wird. Das könnte von einiger Bedeutung sein, da Banken dazu tendieren, die Kreditgewährung bei hohen ausgewiesenen Gewinnen auszuweiten und bei schlechter Gewinnlage zurückzufahren.

... von oft vergangenheitsbezogenen Rückstellungsvorschriften beeinflusst

In diesem Zusammenhang sind eine Reihe von Ideen entstanden. Der International Accounting Standards Board schlägt beispielsweise vor, dass immer dann eine Rückstellung zu bilden ist, wenn sich der abgezinste Barwert der aus einem Kreditportfolio erwarteten Zahlungsströme vom Buchwert des Portfolios (d.h. in der Regel von der Schuldsumme) unterscheidet. Wird für die Abzinsung der erwartete interne Rendite zum Zeitpunkt der Kreditvergabe verwendet, würden Kredite zu Beginn in der Regel zum Nominalwert ausgewiesen, doch würde sich ihr Wert dann im Laufe der Zeit entsprechend der Entwicklung der Kreditqualität verändern. Ein solcher Ansatz könnte als Schritt in Richtung auf eine Bilanzierung von Krediten zum Zeitwert („fair value“) verstanden werden; jedoch würden Wertanpassungen vermieden, die sich aus Verschiebungen der risikofreien Renditenstrukturkurve sowie aus der Marktliquidität und aus Risikoprämien ergeben. Die größte Schwierigkeit bei diesem Ansatz liegt darin, dass die Bewertung von Krediten in hohem Maße von der Urteilskraft der Geschäftsleitung der Bank abhängig ist.

Stärker zukunftsorientiertes System erwünscht und auf verschiedene Arten möglich ...

Denkbar wäre auch, die Bildung einer Rückstellung immer dann zu verlangen, wenn die tatsächlichen Verluste in einer Rechnungsperiode geringer sind als die erwarteten Verluste, und die Auflösung dieser Rückstellung zuzulassen, wenn die tatsächlichen Verluste die erwarteten überschreiten. In Spanien ist ein vergleichbares System eingeführt worden. Wie der erste Ansatz verringert auch dieser potenziell den prozyklischen Charakter der Bankengewinne. Des Weiteren könnte er dazu beitragen, dass die in guten Jahren erwirtschafteten Zinserträge thesauriert und nicht als Dividende ausgeschüttet werden. Kritisiert wird an diesem Konzept jedoch, dass die Risikovorsorge in der Folge möglicherweise allzu mechanistisch betrieben wird, statt sich auf eine umfassende Einschätzung zu stützen, ob die Kreditnehmer ihre Kredite zurückzahlen können.

Ein dritter Gedanke ist, von den Banken Rückstellungen in Höhe der erwarteten Verluste infolge ausbleibender Tilgungen über einen bestimmten künftigen Zeitraum, z.B. das nächste Jahr, zu verlangen. Bei diesem Ansatz würde die Rückstellung bereits bei der Ausreichung eines Kredits gebildet, sodass eventuelle Kreditverluste in der Bilanz frühzeitig ausgewiesen würden. Das würde jedoch auch bedeuten, dass Kredite, die zu angemessenen Konditionen gewährt werden, zum Zeitpunkt der Ausreichung unter ihrem Nominalwert bewertet würden. Bei einigen Aufsichtsinstanzen findet ein derart konservativer Ansatz Anklang, andere jedoch geben zu bedenken, dass es hierdurch sowohl für sie selbst als auch für den Markt schwieriger werden könnte, den tatsächlichen Wert des Kreditportfolios einer Bank einzuschätzen.

... aber Fragen zur  
Verifizierung

Alle diese Konzepte haben eindeutig ihre Vor- und Nachteile. Zwei Probleme sind jedoch allen gemeinsam. Das erste betrifft die Frage, inwieweit Außenstehende die sich ergebenden Kreditbewertungen verifizieren können. Viele Ansätze für zukunftsorientierte Rückstellungen, wie z.B. die Bilanzierung zum Zeitwert („fair value“) für Instrumente, die an keinem Markt gehandelt werden können, beruhen auf der Einschätzung der Bonität der Kreditnehmer durch die Banken. Offen bleibt dann die Frage, inwieweit diese Einschätzungen transparent und verifizierbar gemacht werden können. Das zweite Problem ist, inwieweit sich gesamtwirtschaftliche Prognosen auf die Berechnung erwarteter Cashflows oder Verluste auswirken sollten. Den Aufsichtsinstanzen und Normierungsgremien stellt sich die Aufgabe, Bewertungsansätze zu entwickeln, die die Fähigkeit der Kreditnehmer, ihren Verpflichtungen künftig nachzukommen, angemessen berücksichtigen und die von Außenstehenden geprüft und verifiziert werden können.

Abschließend ist festzuhalten, dass die Fragen, wie sich die Wirtschaftslage und die Entwicklung im Finanzsektor auf die Messung des Kreditrisikos, die angemessene Höhe des Eigenkapitals der Banken und die Bewertung von Krediten auswirken, komplex, eng miteinander verknüpft und im Grunde schwer zu beantworten sind. Doch sie sind von grundsätzlicher Bedeutung, zumal das Geschehen im Finanzsystem eine wichtige Ursache für gesamtwirtschaftliche Schwankungen sein kann. In Zukunft besteht eine wesentliche Herausforderung für die Entscheidungsträger darin, sicherzustellen, dass sich das Finanzsystem und die Wirtschaft gegenseitig stärken, statt einander in einer Weise zu beeinflussen, die die konjunkturellen Schwankungen vergrößert und das Risiko finanzieller Instabilität erhöht.

## VIII. Schlussbemerkungen: Mit Gegenwinden rechnen

Lässt man die Berichtsperiode Revue passieren, so besteht Grund zu erheblicher Zufriedenheit. Angesichts der Schocks und Belastungen, denen die Weltwirtschaft ausgesetzt war, hätte sie sich um einiges ungünstiger entwickeln können. Als zentral erwiesen sich ein energisch umgesetztes wirtschaftspolitisches Maßnahmenpaket zur Ankurbelung des Wachstums und ein durch Strukturreformen gestärkter Finanzsektor. Für die Zukunft dürfen jedoch zwei Punkte nicht außer Acht gelassen werden. Zum einen hat uns die tatsächliche Entwicklung des Wirtschaftswachstums, der Unternehmensgewinne und der Beschäftigung – wenngleich auch unter dem Einfluss unvorhergesehener Ereignisse – auf einen niedrigeren Wachstumspfad geführt, als von vielen erwartet worden war. Entsprechend werden die Ersparnispläne in manchen Ländern letztlich nach oben korrigiert werden müssen. Zum anderen lässt sich nicht garantieren, dass selbst die jetzigen gemäßigeren Erwartungen sich erfüllen werden. Noch immer bestehen beträchtliche Risiken und Unsicherheiten, die unser Wissen hinsichtlich der Wirtschaftsabläufe wie auch hinsichtlich solider wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf eine harte Probe stellen werden.

Mitte letzten Jahres nahmen viele Beobachter noch an, dass sich die Weltwirtschaft rasch erholen werde. Heute sind die Erwartungen verhaltener; zumeist wird mit einer ungewöhnlich moderaten Erholung nach einem – in einigen Ländern – ungewöhnlich flachen Abschwung gerechnet. Jedoch wird davon ausgegangen, dass diese Erholung nach einem üblichen Muster abläuft: Der ausgeprägte Lagerabbau, der in vielen Ländern eingesetzt hat, wird zum Stillstand kommen oder sich teilweise sogar umkehren. Daraufhin wird das Wirtschaftswachstum anspringen, wodurch die Einkommen und das Vertrauen der Verbraucher gestärkt werden, und die Ausgaben der privaten Haushalte nehmen zu. Sobald in der Folge auch die Unternehmensgewinne steigen, werden die Investitionen ausgeweitet und stützen eine nachhaltige Erholung und Expansion. Konjunkturhemmenden Einflüssen durch Schwierigkeiten im Finanzsektor wird keine große Bedeutung beigemessen.

An dieser Stelle muss eingehakt werden, denn die letzten Jahre waren – selbst wenn man von den eingetretenen Schocks einmal absieht – alles andere als normal. Der Aufschwung Ende der neunziger Jahre, gekennzeichnet durch einen Boom in der Kreditgewährung, bei den Vermögenswerten und bei den Anlageinvestitionen, insbesondere in den englischsprachigen Ländern, war es jedenfalls ganz sicher nicht. Die Wende im Konjunkturzyklus wurde nicht durch eine emporschießende Inflation und entsprechende Gegenmaßnahmen der Geldpolitik ausgelöst, sondern durch einen Einbruch der Unternehmensgewinne und der Investitionen. Auch das war alles andere als

normal. Und der Abschwung war es in zweierlei wichtiger Hinsicht ebenso wenig. Trotz der Konjunkturabschwächung blieb das Konsumwachstum in vielen Ländern, vor allem aber in den USA, bemerkenswert hoch und der Produktivitätszuwachs glücklicherweise auch. Diese Besonderheiten werfen die Frage auf, wie und in welchem Ausmaß die Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit wohl die Zukunft prägen werden – positiv oder negativ.

Solche Fragen sind nicht leicht zu beantworten. Eine fundierte Prognose setzt zunächst die Kenntnis der Art und Weise voraus, wie sich das Auf und Ab der Realwirtschaft auf die Solidität des Finanzsystems auswirkt. Nehmen wir beispielsweise an, dass sich das weltweite Wirtschaftswachstum sprunghaft belebt. Wie würden die Inflationserwartungen und die Anleiherenditen reagieren? Wie würde sich umgekehrt eine nur mäßige Wirtschaftserholung auf bereits niedrige Unternehmensgewinne und ohnehin hohe Aktienkurse auswirken? Welchen Effekt hätten diese beiden Szenarien jeweils auf die Solidität der Finanzinstitute? Und, um diesen Gedanken noch weiterzuspinnen, welche Folgen könnten Veränderungen dieser Finanzvariablen wiederum für die Realwirtschaft haben, wenn man bedenkt, dass der Schuldenstand ebenfalls schon ungewöhnlich hoch ist? Die Wahrheit ist, dass unsere Kenntnis der einzelnen Wirkungsmechanismen begrenzt ist, und die Tatsache, dass es zu unerwarteten Wechselwirkungen zwischen diesen verschiedenen Kräften kommen kann, vergrößert die Unsicherheit zusätzlich. Es könnte sich durchaus eine Eigendynamik entwickeln, die alles zum Guten wendet, es könnte aber auch alles ziemlich schief gehen. Der beste Rat an die Verantwortlichen ist wohl, das Beste zu hoffen und sich auf das Schlimmste gefasst zu machen. Hierauf wird noch eingegangen werden.

Die künftige Entwicklung wird von wirtschaftspolitischen Entscheidungen und auch von unvorhergesehenen Ereignissen beeinflusst werden, wobei in Bezug auf letztere einige Befürchtungen klar im Vordergrund stehen. Weitere Terrorattentate könnten das Vertrauen schädigen und den Konsum und die Investitionen hemmen. Außerdem würden sie den bereits geschwächten Versicherungssektor noch mehr belasten. Eine Eskalation des Konflikts im Nahen Osten und eine damit einhergehende Beeinträchtigung der Erdölversorgung würden die Preise in die Höhe treiben und die Kaufkraft in den meisten Ländern weiter dämpfen. Die derzeitigen Anspannungen im Weltmarkt könnten sich verschlimmern; dies wäre überall zu spüren, besonders aber dort, wo Armut herrscht. Andere unvorhergesehene Ereignisse hingegen könnten sich auch sehr positiv auswirken. Die heutigen technologischen Möglichkeiten sind bei weitem noch nicht vollständig ausgeschöpft, nicht einmal in den fortgeschrittensten Ländern. Die Ausdehnung der Produktivitätssteigerungen in den USA auf andere Länder würde überall für Auftrieb sorgen. Und die Suche nach neuen technologischen Durchbrüchen und damit verbundenen Anwendungen wird sich letzten Endes sehr bezahlt machen.

Zwar scheint unter dem Strich immer noch eher Pessimismus angezeigt, doch darf gleichzeitig nicht vergessen werden, dass die öffentlichen Entscheidungsträger keinesfalls ohnmächtig sind, wenn es darum geht, nachteilige Entwicklungen abwenden zu helfen bzw. deren etwaige Auswirkungen auf die Wirtschaft abzufedern. Handelskriege sind nicht unvermeidbar. Der

Versuchung, Erdöl als politisches Druckmittel einzusetzen, muss nicht nachgegeben werden. Der Inflationstrend ist weitgehend gemäßigt, und in den letzten Jahren sind viele Schritte zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte unternommen worden; der wirtschaftspolitische Spielraum hat sich also erweitert. Die jüngsten Ereignisse veranschaulichen überdies die größere Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems. Zusammenfassend besteht somit zwar Anlass, besorgt in die Zukunft zu schauen, aber es gibt doch gewisse Lichtblicke.

## Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaftsaussichten

Ein auffallendes und willkommenes Merkmal des letzten Jahrzehnts war die gedämpfte weltweite Inflation. Besonders bemerkenswert war diese Tatsache in Ländern, wo eine erhebliche Abwertung der Währung entgegen manchen Erwartungen nicht auf die Inlandspreise durchschlug. In nicht geringem Maße war sie der verbesserten Glaubwürdigkeit der Zentralbanken sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu verdanken. Die Zentralbanken setzen sich heute mit größerem Engagement dafür ein, die Inflation zu senken und niedrig zu halten. Die u.a. in Tarifverträge eingehenden Inflationserwartungen scheinen zukunftsorientierter und besser verankert zu sein, sodass sie nicht mehr unbedingt auf einmalige Preisanstiege reagieren dürften.

Die Zentralbanken können hierauf mit Recht stolz sein. Aber die günstigere Inflationsentwicklung beruht auch auf einem anderen langfristigen Einflussfaktor, nämlich dem – angebotsseitig bedingt – trendmäßig höheren Wachstumspotenzial der Weltwirtschaft. Hierzu hat die wirtschaftliche Liberalisierung in einer großen Anzahl von Ländern, nicht zuletzt in Korea und China, beigetragen. Im Tandem mit einer exportorientierten Wachstumsstrategie haben solche Entwicklungen den Preissetzungsspielraum der Unternehmen überall eingeschränkt. Auch der technologische Fortschritt, insbesondere in den USA, und seine rasche Verbreitung haben das Produktivitätswachstum erheblich beeinflusst. Die Liberalisierung im Finanzsektor hat die Anpassungen auf der Angebotsseite zusätzlich vorangetrieben, wenngleich nicht immer in wünschenswerter Weise. Ertragversprechende neue Ideen ließen sich rasch finanzieren, viele andere aber auch. Heute lässt sich kaum noch bezweifeln, dass sich ein großer Teil der allenthalben getätigten IT-Investitionen niemals als rentabel erweisen wird, und diese Überkapazitäten sind zumeist erst teilweise abgeschrieben. Alle genannten Einflusskräfte sind weiterhin am Werk, und manche davon gewinnen sogar noch an Bedeutung. Zusammen mit der anhaltend schwachen Nachfrage in Japan sowie in Teilen Kontinentaleuropas hat dies zur Folge, dass die weltweiten Preistrends für international gehandelte Güter und Dienstleistungen deflationär bleiben dürften, auch wenn ein Anstieg der inländischen Löhne und Gehälter sowie der Ölpreise auf kurze Sicht für einen gewissen Inflationsdruck sorgen könnte.

Vor diesem Hintergrund waren die englischsprachigen Länder fast das ganze letzte Jahrzehnt über weltweit sozusagen die Importeure der letzten Instanz. In den USA wurden die Zinssätze auch dann noch vergleichsweise

niedrig gehalten, als der Konjunkturaufschwung Rekordlänge erreichte. Sowohl die Investitionen der Unternehmen als auch die Ausgaben der privaten Haushalte stiegen rasant an, und beide Sektoren verschuldeten sich erheblich. Das jüngste Beispiel dafür ist die starke Zunahme der Hypothekenschuldung und besonders der Hypothekenrefinanzierung in vielen Ländern, teilweise als Reaktion auf die Zinssenkungen seit Januar 2001. Die so aufgenommenen Mittel wurden offenbar größtenteils dafür verwendet, den Konsum während des Abschwungs auf einem ungewöhnlich hohen Niveau aufrechtzuerhalten.

Jetzt jedoch lautet die wichtige Frage, inwieweit die Vermögens- bzw. Bilanzlage eine Belastung für künftige Ausgabenpläne darstellen wird. Einerseits erscheint die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen in einer Reihe von englischsprachigen Ländern gemessen am verfügbaren Einkommen bzw. am Cashflow sehr hoch. Wenn sich die Unternehmensgewinne nicht deutlich erholen, dürften Vermögensbeschränkungen und hohe Überkapazitäten einem Wiederanstieg der Investitionen im Wege stehen. Bei den privaten Haushalten ist der Spielraum für weitere Hypothekenrefinanzierungen viel kleiner und der Bestand an neueren langlebigen Konsumgütern viel größer geworden. Andererseits dürften die Schuldendienstlasten weiterhin zu bewältigen sein, und der Verschuldungsgrad ist noch relativ gering. Doch diese beiden eher positiven Indikatoren würden sich verschlechtern, falls die Zinssätze wieder auf ein üblicheres Niveau steigen sollten. Vorausgesetzt, die gegenwärtige Erholung hält an, müssen eventuelle Bilanz- und Vermögensprobleme wohl bei den Überlegungen, wann und wie rasch die Zinsen angehoben werden sollen, berücksichtigt werden.

Den Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit zufolge dürften die kurzfristigen Aussichten für die übrige Welt weiterhin in hohem Maße vom Geschehen in den englischsprachigen Ländern, insbesondere den USA, abhängen. Weltweite Handelsverflechtungen, stärker integrierte Kapitalmärkte und eine bemerkenswerte Ausweitung transatlantischer Fusionen und Übernahmen steuern Kontinentaleuropa immer mehr in dieselbe Richtung wie die Volkswirtschaften in Nordamerika. Doch auch das Potenzial für abweichende Entwicklungen bleibt hoch. Beispielsweise gibt es in Europa wesentlich weniger Anzeichen für die oben angesprochenen Verschuldungsungleichgewichte, mit den Telekommunikationsunternehmen als wichtiger Ausnahme. Auch die Unternehmensgewinne sind verhältnismäßig stabil geblieben, und die in jüngerer Zeit teilweise beobachteten Überinvestitionen scheint es hier – wiederum vom Telekommunikationssektor abgesehen – ebenfalls nicht zu geben. Beunruhigender im Hinblick auf die europäischen Unternehmen sind die Forderungen nach höheren Löhnen und Gehältern. Angesichts des weltweiten Wettbewerbs dürften diese eher auf die Beschäftigung und das Wachstumspotenzial drücken als einen Preisauftrieb nach sich ziehen.

In Japan stellt sich die Bilanz- und Vermögenslage wesentlich weniger günstig dar. Die Verschuldung des privaten Sektors ist im internationalen Vergleich nach wie vor sehr hoch, auch wenn größere japanische Unternehmen gewisse Erfolge bei der Sanierung ihrer Bilanzen und beim Schuldenabbau verzeichnen konnten. Bei diesen Unternehmen hat sich auch die

Gewinnsituation gebessert, denn mit dem höheren Auslandsumsatz und dem schwächeren Yen sind die Exporterlöse gestiegen. Bei der großen Mehrheit kleinerer Unternehmen in der immer noch weitgehend geschlossenen Volkswirtschaft Japans kränkeln die Gewinne jedoch weiter, und Überkapazitäten sind die Regel. Die Verbraucherausgaben haben sich zwar in mäßigem Tempo weiterentwickelt, doch könnten die zunehmende Arbeitslosigkeit und ein sinkendes Vertrauen die Ausgaben künftig stärker dämpfen.

Auch die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften werden stark vom Geschehen in den Industrieländern abhängen. Pauschal betrachtet dürfte Asien hinsichtlich der Wachstums- und Inflationsentwicklung weit besser abschneiden als Lateinamerika, während die europäischen Volkswirtschaften im Übergang wohl im Mittelfeld liegen. Asien verdankt seine relativ günstige Position natürlich dem Umfang und der Zusammensetzung des Sektors der handelbaren Güter. Für die Wirtschaftsaussichten der lateinamerikanischen Länder ist der größte Unsicherheitsfaktor vielleicht außenwirtschaftlicher Art. Sollten die Finanzierungsströme versiegen, sei es wegen einer erhöhten Risikoaversion der Anleger oder wegen politischer Instabilität im Inland, müssten die Leistungsbilanzdefizite durch entsprechende Ausgabenkürzungen im Inland verringert werden. Das könnte schmerzhaft sein, wie sich in Argentinien und zuvor bereits in der Türkei gezeigt hat. Aber während die Türkei – allerdings bei anhaltend hoher Inflation und schwindender Wettbewerbsfähigkeit – nun auf dem Weg der Besserung zu sein scheint, sind die Aussichten für Argentinien ungewisser als je zuvor.

Vorausschauend stellt sich außerdem die wichtige Frage, inwieweit eine beginnende Erholung durch Schwierigkeiten und Ungleichgewichte im weltweiten Finanzsektor selbst gedämpft werden könnte. Dabei gibt es durchaus auch Anlass zu Optimismus. Obwohl sich die Qualität der Kreditportfolios bei den Banken in den meisten Industrieländern etwas verschlechtert hat, dürfte der Anteil von Problemkrediten weit unter dem Höchstwert vom Anfang der neunziger Jahre bleiben. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass die Kreditvergabe für Gewerbeimmobilien im letzten Konjunkturzyklus in vielen Ländern weit weniger dynamisch war als im vorangegangenen. Die mit der „neuen Ära“ verbundenen spekulativen Finanzierungen wurden nicht in erster Linie von Banken gewährt, sondern über die Aktien- und Anleihemärkte aufgebracht oder direkt von Lieferanten und Risikokapitalgebern bereitgestellt. Auch die Eigenkapitalrendite im Finanzsektor blieb recht stabil, selbst wenn es in letzter Zeit im Investmentgeschäft zu Ertragseinbußen kam, und die Banken scheinen im Großen und Ganzen über eine angemessene Eigenkapitaldecke zu verfügen. Somit dürfte in den meisten Industrieländern das Wirtschaftswachstum nicht nennenswert dadurch behindert werden, dass das Angebot von Bankkrediten durch mangelndes Eigenkapital der Banken eingeschränkt würde.

Dennoch stehen nicht alle Finanzinstitute günstig da. Die großen Probleme im japanischen Bankensystem sind kein Geheimnis (s. weiter unten). Zudem scheinen einige Banken in Kontinentaleuropa in ihrer Kreditvergabe, insbesondere an kleinere Unternehmen, zurückhaltender zu werden und gleichzeitig weniger Geduld mit schlechten Schuldnern zu haben. Vermutlich

spielt hier die Einschätzung der Aktienmärkte hinsichtlich der Unangemessenheit der traditionellen Kreditvergabestrategien eine Rolle. Festzuhalten ist auch, dass das Versicherungsgewerbe weltweit den Rückgang der Anlageerträge infolge der sinkenden Zinsen und Aktienkurse zu spüren bekommen hat. Die Sachversicherungsgesellschaften mussten außerdem die Folgen einer Reihe von Naturkatastrophen sowie der Ereignisse des 11. September 2001 bewältigen. Einige Versicherungs- wie auch Rückversicherungsgesellschaften suchten dies durch die Erschließung neuer Bereiche, z.B. der Kreditderivate, zu kompensieren. Noch ist schwierig zu beurteilen, inwieweit sie sich dadurch erheblichen neuen Risiken ausgesetzt haben könnten.

Die Finanzmärkte waren bisher bemerkenswert robust. Aber dennoch bleiben viele Bedenken bestehen. Seit langem schon bereiten die hohen Aktienkurse und der Wert des Dollars Sorgen, seit kürzerer Zeit auch die steigenden Preise für Wohneigentum sowie die Frage nach der Beständigkeit des Mittelaufkommens an den weltweiten Anleihemärkten. Es wäre keinesfalls unvorstellbar, dass es in einem oder mehreren dieser Bereiche zu erheblichen Veränderungen kommt, und diese könnten die weltweiten Wirtschaftsaussichten durchaus negativ beeinflussen.

In den Bereichen Technologie, Medien und Telekommunikation hat bereits eine massive Korrektur der Aktienkurse stattgefunden. Hier ist zu hoffen, dass das Schlimmste vorüber ist. Auch in anderen Branchen ist es zu beträchtlichen Rückgängen gekommen, aber insgesamt erscheinen die Aktienmärkte, vor allem in den USA, nach herkömmlichen Betrachtungsweisen nach wie vor eher hoch bewertet. Diese Einschätzung gilt besonders vor dem Hintergrund der aktuellen Ertragslage der Unternehmen, aber sie behält ihre Gültigkeit auch, wenn die einzelnen Analystenerwartungen hinsichtlich künftiger Erträge zugrunde gelegt werden. In den größeren makroökonomischen Zusammenhang gestellt, wirken diese Analystenschätzungen überdies, wie oben erwähnt, recht optimistisch. Angesichts der langen Zeitspanne, in der die ausgewiesenen Unternehmensgewinne offenbar stark geschönt wurden, ist außerdem unsicher, ob künftig noch weitere Altlasten an den Tag kommen werden, die die Gewinne schmälern. Möglicherweise müssen weitere verlustbringende Investitionen abgeschrieben und Pensionsfonds aufgestockt werden. Die Enron-Affäre wirft zudem ein Schlaglicht darauf, dass womöglich auch noch andernorts künstlich aufgeblähte Gewinne aufgedeckt werden. Glücklicherweise dürfte es – vor allem wegen der Aussicht auf anhaltende Produktivitätssteigerungen – wohl nicht zu einem allgemeinen Vertrauensverlust kommen.

Die Preise für Wohneigentum haben in letzter Zeit nicht nur deshalb Anlass zu Bedenken gegeben, weil sie gemessen an den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten hoch sind. In einigen, wenn auch nicht in allen Ländern sind sie im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen beinahe auf Rekordhöhe gestiegen. Ebenso bedeutsam ist, dass sie sich in vielen Ländern rapide erhöht haben und in wesentlichem und potenziell nicht tragfähigem Ausmaß den Konsum zu stützen scheinen. In den USA wurden die jüngsten Trends dadurch begünstigt, dass der Zugang zu Hypothekenkrediten, u.a. über staatlich unterstützte Körperschaften, immer leichter geworden ist und die Gebühren für die

Refinanzierung von Hypotheken in den letzten Jahren stark gesunken sind. Es wurde die Befürchtung geäußert, dass der daraus resultierende Anstieg der Verschuldung viele Schuldner in Bedrängnis bringen könnte, falls gesamtwirtschaftliche Schwierigkeiten auftreten.

Die anhaltende Stärke des Dollars hat traditionelle Wechselkurspessimisten verblüfft, die sich im Wesentlichen an der Höhe des US-Leistungsbilanzdefizits orientieren. Sämtliche Erklärungsversuche haben sich im Lichte der weiteren Ereignisse als unzulänglich erwiesen. Der bisher vielleicht überzeugendste Erklärungsansatz für die Dollarstärke stützt sich auf die Kombination zweier Faktoren: hohe erwartete Renditen auf US-Investitionen im Zusammenhang mit dem relativ raschen Produktivitätswachstum sowie die erst spät erfolgten Bestrebungen europäischer Unternehmen, eine weltweite Präsenz aufzubauen. In der Praxis erforderte diese Umschichtung zunächst den Schritt auf den größten Markt der Welt, nämlich den der USA. Bis vor kurzem erfolgte der Großteil der Kapitalzuflüsse von Europa in die USA in Form von ausländischen Direktinvestitionen und Aktienkäufen. Im vergangenen Jahr traten an deren Stelle jedoch weitgehend Zuflüsse von Anleihekaptal, dem konservativeren Instrument, dem japanische und andere asiatische Anleger traditionell den Vorzug geben. In jüngster Zeit, möglicherweise bedingt durch die Verluste aus vorangegangenen US-Anlagen, fließen selbst diese Ströme wesentlich spärlicher, während die US-Anleger wieder vermehrt Interesse an Ertragschancen in Europa zeigen.

Angesichts der Trefferquoten bisheriger Prognosen in diesem Bereich erscheint es riskant, über die Auswirkungen dieser aktuellen Veränderungen spekulieren zu wollen. Selbst vor dem Hintergrund der jüngsten Dollarschwäche wäre es naiv, diesen Trend einfach in die Zukunft zu extrapolieren. Allerdings liegt es auf der Hand, dass in jedem Jahr, in dem die USA ein hohes Leistungsbilanzdefizit verzeichnen, ihre Auslandsverschuldung steigt. Sollten die USA auch die kräftigste Erholung unter den größten Industrienationen verzeichnen, wie es derzeit vielfach erwartet wird, dann verschärft sich diese Situation umso mehr. Dass derart viele – öffentliche wie private – Anlageportfolios den Dollar so stark gewichten, könnte auch einen gewissen Spielraum für eine Umschichtung bieten, falls die Phase der Dollarstärke endgültig vorüber zu sein schiene. Europa verfügt jetzt über Euro-Finanzmärkte, die denen der USA in vielen wesentlichen Aspekten in nichts nachstehen. Bemühungen um eine Absicherung von Dollarpositionen könnten sich auch im inländischen Wert von auf Dollar lautenden Vermögenswerten niederschlagen, insbesondere wenn diese ohnehin hoch bewertet erscheinen sollten.

Allgemeiner Grund zur Besorgnis besteht schließlich auch wegen einiger Schattenseiten der modernen Finanzmärkte. Die offensichtlichste ist, dass der Zugang zu einer größeren Anzahl von Finanzierungsquellen einer übermäßigen Verschuldung Vorschub leisten kann. Die Erfahrung lehrt uns, dass Verbraucher, Unternehmen und sogar Staaten – ebenso wie deren Gläubiger – ihre Fähigkeit zum Schuldendienst nicht immer richtig einschätzen. Außerdem ist manches unter bestimmten Umständen zu bewältigen, unter veränderten Umständen aber nicht mehr unbedingt, wie es die derzeitigen Nöte Argentiniens nur allzu deutlich zeigen.

In engem Zusammenhang damit steht das Problem, dass plötzliche Stimmungsschwankungen an den Märkten zu Herdenverhalten führen und die Liquidität in entscheidenden Bereichen zum Versiegen bringen können. Die immer stärkere Konzentration an den Finanzmärkten dürfte zwar das Risikomanagement insgesamt gesehen verbessern, könnte aber dennoch Anlass zu Besorgnis geben. Beispielsweise werden die wichtigsten außerbörslichen Derivatmärkte von ganz wenigen Instituten dominiert, deren Bonitätseinstufung sich in letzter Zeit tendenziell verschlechtert hat. Und es ist nicht gerade beruhigend, dass die oben erwähnten staatlich unterstützten US-Körperschaften für die komplizierte Absicherung gegen Marktrisiken, insbesondere das Risiko der vorzeitigen Tilgung von Hypothekenkrediten, auf eine so kleine Anzahl von Instituten angewiesen sind. Die Bewältigung der erforderlichen enormen Transaktionsvolumina in einem Umfeld, in dem die meisten Teilnehmer ähnliche und vorhersehbare Strategien verfolgen, könnte mit Preisschwankungen verbunden sein, die den Markt beeinträchtigen. Überdies könnte eine wesentliche Veränderung der wirtschaftlichen Situation eines dieser wichtigen Teilnehmer weit reichende Konsequenzen für die Finanzmärkte insgesamt haben. Etwaige Probleme würden insofern noch verschärft, als die Großen im Handel immer stärker unter sich bleiben.

Schließlich sollte auch noch eine andere Frage gestellt werden, die die Marktverhältnisse betrifft. Werden die Schuldner, darunter auch die bonitätsmäßig tiefer eingestuft, weiterhin so leichten Zugang zu den Anleihemärkten haben wie zuletzt beobachtet? Von den risikoreichsten Anleihen einmal abgesehen, sind die Renditenaufschläge recht niedrig geblieben. Dahinter dürfte die Einschätzung stehen, dass mit der erwarteten Konjunkturerholung Ausfälle viel weniger wahrscheinlich werden. Sollte sich jedoch diese Einschätzung ändern, könnten Unternehmen und Staaten ohne weiteres Finanzmarktbedingungen vorfinden, die einen robusten Aufschwung noch unwahrscheinlicher werden lassen.

## Wirtschaftspolitische Strategien und Maßnahmen zur Stützung eines nachhaltigen Wachstums

Wie die Wirtschaftsabläufe zu einem gegebenen Zeitpunkt auch aussehen mögen – gute wirtschaftspolitische Strategien und Maßnahmen können die Zukunftsaussichten verbessern. Durch sie lassen sich Wachstumstrends steigern, Konjunkturschwankungen dämpfen und Finanzkrisen in Zahl und Auswirkungen begrenzen. Hier kommen Maßnahmen der Wirtschaftspolitik wie auch Maßnahmen zur Stärkung der Finanzstabilität ins Spiel. Auch Strukturreformen sind von großer Bedeutung, und zwar nicht nur bei der Steigerung der Markteffizienz, sondern auch bei den Aufräumarbeiten nach Krisen in der Wirtschaft und im Finanzsektor. In einer Reihe von Ländern ist dies nach wie vor ein Problem.

### *Wechselkursregime und Wirtschaftspolitik*

Bevor auf die Wirtschaftspolitik eingegangen wird, sei ein Blick auf den wechselkurspolitischen Rahmen geworfen, in dem sie operiert. Immer weniger

aufstrebende Volkswirtschaften entscheiden sich für ein Regime mit festen oder stufenweise anzupassenden Wechselkursen, und das aus gutem Grund. Solche Regime fordern destabilisierende Spekulationen und Krisen heraus, wie sich vor kurzem in der Türkei und in Argentinien gezeigt hat. Außerdem bieten sie einen Anreiz für Gebietsansässige, sich in Fremdwährung zu verschulden, und zwar in der Regel zu niedrigeren Zinssätzen, sodass der Unternehmenssektor und potenziell auch das Finanzsystem des betreffenden Landes riesige Verluste erleiden, falls die Währung schließlich abwertet. Eine bevorzugte Möglichkeit ist das Floaten, eine andere ist vielleicht, die Währung unverrückbar an eine größere Währung zu binden bzw. eine regionale Währung zu schaffen. Angesichts der äußerst erfolgreichen Einführung des Euro werden solche Fragen in den Volkswirtschaften im Übergang sowie in praktisch allen aufstrebenden Regionen ernsthafter diskutiert. Von den gesamtwirtschaftlichen Vorteilen einmal abgesehen, wächst das Bewusstsein dafür, wie hoch die operativen Kosten bei den Unternehmen und privaten Haushalten sind, wenn es eine Vielzahl einzelner Währungen gibt.

Länder, die den Wechselkurs ihrer Währung freigeben, können deren Wertentwicklung in der Praxis nicht ignorieren. Die jüngsten Erfahrungen haben vielmehr klar gezeigt, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften das Schwanken ihres Wechselkurses recht sorgfältig steuern. Ein Grund dafür ist natürlich, dass Wechselkursänderungen die Inlandspreise beeinflussen. In solchen Fällen bestünde die logische Empfehlung darin, die Geldpolitik nicht zur Steuerung des Wechselkurses an sich einzusetzen, sondern seine Schwankungen zu dämpfen, um ein inländisches Inflationsziel zu erreichen. Das Problem kann aber rasch komplizierter werden. Der Wechselkurs reagiert womöglich nicht wie erwartet auf Änderungen der Notenbankzinssätze – nach dem Verhalten der G3-Währungen in den letzten Jahren zu urteilen, ist dies eine durchaus realistische Annahme. Vielleicht bestehen auch berechtigte Bedenken wegen anderer Auswirkungen von Wechselkursänderungen, z.B. wegen der Konsequenzen für die Wettbewerbsfähigkeit und die Finanzstabilität oder der Möglichkeit von Marktstörungen und einer in die Krise führenden Eigendynamik. Solche Bedenken dürften in aufstrebenden Volkswirtschaften sogar noch legitimer sein als in Industrieländern. In diesen Fällen sollten andere geldpolitische Maßnahmen in Betracht gezogen werden. Deren Spektrum reicht – in aufsteigender Reihenfolge hinsichtlich ihrer Schlagkraft – von Verbalinterventionen über offene Interventionen bis hin zur Begrenzung der Spekulation oder des Kapitalverkehrs. Unabhängig von den letztlich getroffenen Entscheidungen ist natürlich immer zu bedenken, welche längerfristigen Kosten ein Eingreifen in die Marktprozesse verursacht, und sämtliche derartigen Maßnahmen müssen der Öffentlichkeit deutlich erklärt werden.

Die größte Herausforderung für die Währungsbehörden bestand im letzten Jahrzehnt darin, eine niedrige Inflationsrate zu erreichen und zu halten. Diese Aufgabe ist mit beträchtlichem Erfolg gemeistert worden, und das erfreuliche Ergebnis war eine insgesamt gesteigerte Wirtschaftsleistung. Damit stellen sich jedoch zwei neue Herausforderungen, deren sich die Verantwortlichen zunehmend bewusst werden. Bei der ersten geht es um die Frage, wann es an der Zeit ist, die Geldpolitik zu straffen. Die zweite bezieht sich auf die

Lockerung und insbesondere auf die Einschränkungen, die mit der Nullzinsgrenze für die Nominalzinssätze verbunden sind.

Zuerst sei die Frage nach der Straffung der Geldpolitik betrachtet. Trifft es zu, dass sich die Inflationserwartungen besser verankern lassen, wenn ein offizielles Inflationsziel bekannt gegeben ist, so dürfte auch richtig sein, dass sich latente Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage allmählich und unbemerkt aufbauen können. An einem bestimmten Punkt könnte Inflationsdruck entstehen, der womöglich ein energischeres Handeln der Geldpolitik erfordert, als es sonst der Fall wäre. Eine solche Situation wäre dann wahrscheinlicher, wenn sich ein festgestellter Anstieg auf der Angebotsseite als vorübergehend erweisen würde, da er z.B. durch eine temporäre Aufwertung der Währung oder kurzzeitig niedrigere Rohstoffpreise bedingt war. Nun wäre all das in der Praxis kein Problem für die Geldpolitik, wenn die Zentralbanken über zuverlässige Messgrößen etwa für die Potenzialwachstumsrate der Volkswirtschaft oder die natürliche Arbeitslosenquote verfügen würden. Aber das ist eben nicht der Fall.

Eine andersartige und vielleicht wahrscheinlichere Komplikation hinsichtlich der Straffung der Geldpolitik kann dann eintreten, wenn die Inflationsrate und die Zinssätze niedrig sind und das Vertrauen hoch ist. Dann wird Fremdfinanzierung in höherem Maße verlockend und ist möglicherweise auch leichter erhältlich. Das Kreditwachstum könnte sich erheblich beschleunigen und potenziell auch die Märkte für Vermögenswerte, die Vermögensbestände und die Ausgaben beeinflussen. Daraus resultierende Rückgänge der Kapitalkosten könnten außerdem eine Steigerung der Investitionstätigkeit begünstigen, die ihrerseits zur Wahrung der niedrigen Inflationsrate beitragen würde. Sollten dann jedoch die Ausgaben ins Stocken geraten, könnte es zu einer Phase des Überangebots und sogar der Deflation kommen, was wiederum Auswirkungen auf das Finanzsystem haben könnte. Ein solcher Höhenflug mit anschließendem Einbruch war in Japan Ende der achtziger Jahre und in Ostasien in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zu beobachten. In beiden Fällen gab es keine sichtbare Inflation, aber dennoch kam es zu einer Krise.

Diese Probleme aufzuzeigen ist weitaus leichter, als Lösungsvorschläge auf den Tisch zu legen. Es ist schwierig genug, Zinserhöhungen zu beschließen, wenn kein sichtbarer Inflationsdruck vorhanden ist, und zwar unabhängig davon, ob gleichzeitig die Preise von Vermögenswerten in die Höhe schießen oder nicht. Dies hat zwei gute Gründe. Erstens ist es angesichts all der Unsicherheiten in der Wirtschaft und bei den Messgrößen durchaus denkbar, dass sich eine Straffung auf jeden Fall als falsch erweisen würde. Zweitens wäre es sehr schwierig, die Öffentlichkeit und die Politik von der Notwendigkeit eines solchen Schritts zu überzeugen. Baut sich aber in der Volkswirtschaft tatsächlich eine Blase auf, dann wäre ihr anschließendes Platzen umso fataler, je länger eine weitere Expansion zugelassen würde.

Wie die Geldpolitik gelockert werden kann, wenn sich das Wirtschaftswachstum abschwächt und die Inflation bereits niedrig ist, wirft weitere interessante Fragen auf, denn es könnte leicht zu einer Deflation kommen. Da die nominalen Notenbankzinsen nicht unter null sinken können, steigen bei einer Deflation die Realzinssätze. Dadurch verschärft sich das Problem der

Deflation noch, und zwar in direkter Abhängigkeit von der Höhe der ausstehenden Verschuldung, die ohnedies ganz im Bann der Zinseszinsrechnung steht.

Manche würden dafür eintreten, dass die Notenbankzinssätze sehr energisch gesenkt werden sollten, um einer Deflation vorzubeugen. Dafür sprechen auch die zusätzlichen Gefahren, die sich aus hohen Schuldenständen ergeben und die für die Geldpolitik in den englischsprachigen Ländern besonders relevant sind. Andere dagegen würden zur Erreichung desselben Ziels eine gemäßigte Reaktion empfehlen. Eine taktische Überlegung dahinter wäre, die Erwartung zu etablieren, dass die Zinsen weiter sinken und dann tief bleiben werden. Das würde dazu beitragen, dass die langfristigen Zinssätze zurückgingen und die Ausgaben aktiv stimuliert würden. Diese Logik dürfte für den Großteil Kontinentaleuropas zutreffen, wo die langfristigen Zinssätze traditionell von größerer Bedeutung und derzeit weniger investitions-hemmende Überkapazitäten vorhanden sind. Ein weiteres Argument für ein behutsames Vorgehen wurde zum ersten Mal in den dreißiger Jahren vorgebracht. Sollte das Problem aus dem Platzen einer Blase herrühren, dann dürften sehr niedrige Zinssätze den notwendigen Abbau der Überkapazitäten behindern. Dieses Argument hat natürlich weit weniger Gewicht, wenn durch andere Mechanismen, z.B. tätige Konkursgerichte und wachsame Banken, dafür gesorgt wird, dass unrentable Unternehmen trotzdem saniert werden.

Unter solchen Umständen müssten fiskalpolitische Maßnahmen enger in Betracht gezogen werden. Wenn die Geldpolitik zunehmend an ihre Grenzen stieße, könnte – der zentralen Erkenntnis der keynesianischen Analyse zufolge – der Fiskalpolitik dennoch eine wichtige Rolle zukommen. Allzu großzügige öffentliche Ausgaben in den letzten Jahrzehnten haben jedoch auch andere wichtige Lektionen erteilt.

Erstens ist auch die Art und Weise der fiskalpolitischen Stimulierung von Bedeutung. In Japan beispielsweise waren die massiven öffentlichen Investitionen in die regionale Infrastruktur im letzten Jahrzehnt weitgehend verschwendet. Konfrontiert mit künftigen Verbindlichkeiten, denen keine entsprechenden Vermögenswerte gegenüberstehen, überrascht es nicht, dass die japanischen Verbraucher, die gleichzeitig Steuerzahler sind, weiterhin vorsichtig sind. Würden die öffentlichen Ausgaben in Japan in die Arbeitslosenversicherung und andere Vorkehrungen des sozialen Netzes umgelenkt, so könnte dies viel dazu beitragen, die strukturellen Veränderungen voranzubringen, die Japan jetzt so dringend braucht.

Zweitens ist in normalen Zeiten fiskalpolitische Zurückhaltung erforderlich, damit in weniger normalen Zeiten Spielraum vorhanden ist. In vielen Industrieländern, vor allem aber in Kontinentaleuropa, hat sich der öffentliche Sektor hier wohl einiges vorzuwerfen – insbesondere, wenn die künftigen Rentenbelastungen in vollem Umfang berücksichtigt werden. In Asien kann es durchaus noch dazu kommen, dass die Staatsschuldenquoten durch die Kosten für die Banksanierungen auf ein gefährlich hohes Niveau steigen. Neben dieser Forderung nach Zurückhaltung kann eine ergänzende Empfehlung ausgesprochen werden. Sollte das Defizit aus konjunkturpolitischen Gründen ausgeweitet werden müssen, ist darüber hinaus ein mittelfristiger

Plan für die Wiederherstellung der fiskalpolitischen Stabilität aufzustellen. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften sind bereits entsprechende Gesetze verabschiedet worden.

### *Strukturelle und systemorientierte Reformen*

Viele Länder könnten ihre Aussichten auf ein kräftigeres und robusteres Wachstum auch dadurch verbessern, dass sie Strukturreformen aktiv weiterverfolgen. In Japan hängen die wesentlichen Probleme mit tief verwurzelten Hindernissen zusammen, die der Wiederherstellung eines angemessenen Niveaus der Unternehmensgewinne im Wege stehen. Deren Beseitigung wird nicht einfach sein. In Kontinentaleuropa hat sich die Funktionsweise der Arbeits- und Gütermärkte zwar stärker verbessert, als vielen bewusst ist, aber es gibt noch einiges zu tun, bevor die politischen Versprechungen des Gipfels von Lissabon tatsächlich Wirklichkeit sein werden. Leider haben bevorstehende Wahlen in einer Reihe von Ländern, kombiniert mit dem Widerstand der Gewerkschaften, zuletzt den notwendigen Fortschritt gebremst. Ähnliches ließe sich auch über China, Indien, Russland und eine ganze Reihe anderer aufstrebender Volkswirtschaften sagen: In jüngerer Zeit wurden beträchtliche Fortschritte erzielt, die aber bei weitem noch nicht genügen. Es scheint eine Tatsache zu sein, dass Strukturreformen ihrem Wesen nach schwierig sind. Die Regierungen müssen einen langfristigen Kurs einschlagen und mit entschiedenem Widerstand von Interessengruppen rechnen.

Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz und Stabilität des Finanzsystems wären zur Unterstützung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums ebenfalls eine große Hilfe. In vielen Ländern besteht die Hauptaufgabe in Aufräumarbeiten nach vorangegangenen Finanzkrisen oder nach einer langen Phase fehlgeleiteter und zu billiger Kreditvergabe. In Japan haben die Behörden nach Jahren des Zögerns gerade erst begonnen, die Strukturprobleme anzugehen, die sowohl dem Unternehmens- als auch dem Bankensektor zu schaffen machen. Die jüngsten Sonderprüfungen vermuteter notleidender Kredite durch die Financial Services Agency werden sich bezahlt machen, wenn sie die Banken veranlassen, nicht kreditwürdigen Schuldnern keine Mittel mehr zu gewähren. Dadurch wiederum würde ein vom Markt ausgehender Sanierungsprozess im Unternehmenssektor ausgelöst, mit dem das fundamentale Problem unzureichender Unternehmensgewinne angegangen würde. Im Zuge weiterer Verlusteingeständnisse könnte sich jedoch auch herausstellen, dass manche japanische Banken eine zu geringe Eigenkapitalausstattung besitzen und weitere staatliche Eingriffe in irgendeiner Form notwendig werden. Falls die Behörden dies für wahrscheinlich halten, sollten sie die Öffentlichkeit jetzt schon auf einen möglichen Anstieg des Haushaltsdefizits vorbereiten. Ohne eine solche binnenwirtschaftliche Konsolidierung kann ein weltweiter Wirtschaftsaufschwung in Japan bestenfalls lindernd wirken.

In ähnlicher Weise machen leider anscheinend auch einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften immer noch die Folgen begangener Fehler zu schaffen. Beispielsweise hat sich das inländische Kreditwachstum in Mexiko nie von der Krise des Jahres 1994 erholt, und in mehreren asiatischen Ländern

– insbesondere in Indonesien – ist es ebenfalls begrenzt geblieben. Wenn dies auf Angebotsbeschränkungen zurückzuführen ist, da weiterhin schwache Banken sich weigern, an weiterhin schwache Unternehmen Kredite zu vergeben, dann könnten diese widrigen Umstände durchaus die Aussichten auf eine Wirtschaftserholung schmälern. Dies gilt ganz besonders sowohl für die Türkei als auch jetzt für Argentinien, das zuvor über eines der stärksten Bankensysteme in Lateinamerika verfügte. Allerdings sei auch erwähnt, dass Länder wie Korea und Malaysia offenbar erheblich größere Fortschritte gemacht haben. Eine genaue Betrachtung ihrer Erfahrungen sowie der Lehren, die aus den Sanierungsprozessen in den nordischen Ländern gezogen wurden, könnte durchaus auch für andere nützlich sein.

Maßnahmen zur Überwindung begangener Fehler im Finanzsektor müssen Hand in Hand gehen mit Bestrebungen, neue Fehler zu vermeiden. Wie in der Einleitung festgehalten, sind viele hilfreiche Schritte unternommen worden, um die Finanzsektoren einzelner Länder, das Funktionieren der Märkte und die Infrastruktur des weltweiten Finanzsystems zu stärken. Jedoch gilt es eine Reihe von Initiativen und Prozessen, die bereits im Gange sind, erfolgreich zum Abschluss zu bringen. Außerdem gibt es neue Vorschläge, die die Aufmerksamkeit des öffentlichen wie auch des privaten Sektors verdienen.

Die wichtigste der laufenden Initiativen ist die vorgeschlagene *Neue Eigenkapitalvereinbarung* des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht. Ihr Ziel ist es, die Stabilität der nationalen Bankensysteme zu verbessern, indem sie den Mindesteigenkapitalbedarf neu definiert, die Rolle der Aufsichtsinstanzen stärkt und das Wirken der Marktdisziplin fördert. Die wichtigste Änderung hinsichtlich der Eigenkapitalanforderungen besteht darin, dass der Eigenkapitalbedarf wesentlich direkter mit dem gesamten Risikoprofil der Bank verknüpft sein wird. Dieser begrüßenswerte, ja sogar unabdingbare Schritt entspricht der allgemeinen Tendenz an den Kapitalmärkten, die Preise für Risiken jeglicher Art effizienter festzusetzen. Für die Bewertung des Kreditrisikos wird eine Palette von Methoden vorgeschlagen, die sich danach richten, wie ausgefeilt das Risikomanagement der betreffenden Bank ist. Außerdem sind die Eigenkapitalanforderungen so ausgelegt, dass sie den Banken den Anreiz bieten, ihre Methoden der Kreditbewertung auszubauen und weiterzuentwickeln. Dennoch zwingt die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* den Banken, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, in keiner Weise kompliziertere Methoden auf, bevor sie sich ihnen gewachsen sehen.

Die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* ist Gegenstand umfassender Konsultationen mit Aufsichtsinstanzen wie auch Vertretern des Bankensektors aus der ganzen Welt. Aus diesem Grund wird bereits seit Jahren daran gearbeitet, und die Konsultationen werden sich auch 2003 fortsetzen. Die vollständige Umsetzung ist für 2006 geplant, damit sowohl die Banken als auch die Aufsichtsinstanzen genügend Zeit für die Vorbereitung haben. Eine Anzahl offener Fragen in der Eigenkapitalvereinbarung werden derzeit noch intensiv untersucht, aber in den meisten Bereichen scheint die Einigung über die nächsten Schritte greifbar.

Eine weiter gehende Frage ist, welche Konsequenzen die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* für das in marktbasiereten Finanzsystemen immanente

prozyklische Verhalten haben könnte. Wie im vorigen Kapitel erörtert, werden die Kreditbedingungen in der Hochkonjunktur oftmals gelockert, um dann verschärft zu werden, wenn die Wirtschaftsentwicklung den Zenit überschritten hat. Das war schon immer so, auch unter der derzeitigen Eigenkapitalvereinbarung, aber es sind Bedenken geäußert worden, dass sich diese Tendenz mit der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* verstärken könnte. Die Anwendung risikoabhängiger Eigenkapitalgewichte verbessert natürlich die relative Bewertung unterschiedlicher Kredite. Aber wenn Kreditbewertungen sich im Zeitverlauf im Verhältnis zueinander verändern können, ist auch eine absolute Veränderung möglich. Das bedeutet, dass der Eigenkapitalbedarf in guten Zeiten sinken und in schlechten Zeiten wieder steigen kann, was prozyklische Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken hat.

Der Basler Ausschuss prüft diese Frage sorgfältig, weil er sich bewusst ist, dass die zweite Säule, die Überprüfung durch die Aufsicht, hier potenziell eine Rolle zu spielen hat. In einer Reihe von Ländern werden außerdem zukunftsorientierte bzw. dynamische Risikovorsorgesysteme untersucht. Aber die größte Ermutigung ist vielleicht, dass sich die Risikomanagementkultur durch den Basler Prozess anscheinend schon erheblich verbessert hat und sich auch noch weiter verbessern dürfte. Im Rahmen einer solchen neuen Risikokultur wäre unbedingt auf systematischere Art und Weise zu berücksichtigen, dass sich die Dinge in der Zukunft stets anders entwickeln können als in der Vergangenheit, dass es aber immer zu Zyklen kommen kann und dass gute Kredite rasch notleidend werden können. Analog zur Forderung nach fiskalpolitischer Umsicht weiter oben sollten die Banken in guten Zeiten Kapitalpolster für schlechte Zeiten aufbauen. Dann wäre die Sorge wegen stärker prozyklischer Entwicklungen im Finanzsektor viel geringer.

Weitere Chancen und Herausforderungen ergeben sich im Zusammenhang mit der Liberalisierung im Finanzsektor, im Inland wie auch gegenüber dem Ausland, die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften schon recht weit fortgeschritten ist. Zu ihren Vorteilen dürften Finanzdienstleistungen höherer Qualität, eine vermehrte Ersparnisbildung und eine bessere Allokation der realwirtschaftlichen Ressourcen gehören. Aus den wiederkehrenden Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte sind jedoch auch einige praktische Lehren zu ziehen. Die Art und Weise, wie die Liberalisierung erfolgt, ist von Bedeutung, insbesondere mit Rücksicht auf die Kapitalbilanz. Zudem kann die Übergangszeit selbst mit besonders großen Risiken verbunden sein.

Neben Maßnahmen zur Stärkung der Bankensysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften sollte die Entwicklung der inländischen Finanzmärkte hohe Priorität erhalten. Damit würde die Durchführung der Geldpolitik erleichtert, und es würden Kreditengpässe für den Fall vermieden, dass das Bankensystem unter Druck geriete. Höher entwickelte Inlandsmärkte würden auch bedeuten, dass es konkrete Alternativen zur Kreditaufnahme im Ausland gäbe, die die Schuldner oft dazu verleitet hat, gefährlich hohe Fremdwährungsengagements einzugehen. Kapitalzuflüsse dieser Art können darüber hinaus auch andere unwillkommene makroökonomische Konsequenzen haben, wie die Asien-Krise nur allzu deutlich bewiesen hat. Ferner könnten auch Maßnahmen vorgeschlagen werden, um die Funktionsweise der

Finanzmärkte in den Industrieländern zu verbessern. An dieser Stelle ist es vielleicht sinnvoll, auf die drei Krisen einzugehen, die uns noch recht frisch im Gedächtnis sind.

## Einige Lehren aus den jüngsten Krisen

Die Ereignisse mit den weitreichendsten Folgen für die Finanzmärkte waren wohl diejenigen im Zusammenhang mit dem Scheitern der Führungs- und Überwachungsmechanismen bei Enron und, wie sich später herausstellte, einer ganzen Reihe anderer Unternehmen. Daraus dürften sich zwei wesentliche Lehren ziehen lassen, die leider beide nicht neu sind. Die erste besteht darin, dass ein hoher Anteil an Fremdfinanzierung gefährlich ist und sich überdies leicht verschleiern lässt. Trotzdem hätte das Ausmaß der eingegangenen Positionen selbst bei Enron aufgedeckt werden können, wenn die richtigen Fragen gestellt worden wären. Das jedoch geschah nicht – wahrscheinlich, weil alles so gut zu laufen schien und weil es mit viel Aufwand verbunden ist, gute Fragen zu stellen. Dieses Zaudern, den Dingen auf den Grund zu gehen, liegt in der menschlichen Natur, und diese lässt sich nicht leicht ändern.

Aus der zweiten Lektion dürften sich konkretere Vorschläge ableiten lassen. Interessenkonflikte können die Führungs- und Überwachungsmechanismen in Unternehmen ernsthaft in Gefahr bringen. Bei Enron ebenso wie in anderen Unternehmen gab es viele Kontrollebenen, und in beinahe allen Fällen lässt sich im Nachhinein ein Interessenkonflikt nachweisen. Jetzt wird genau untersucht, wie diese Konflikte das Verhalten der Geschäftsleitung, des obersten Verwaltungsorgans, der internen Revisoren, der Wirtschaftsprüfer, der Kreditgeber, der institutionellen Aktionäre, der Wertpapieranalysten und der Rating-Agenturen beeinflusst haben könnten. Es sind bereits mannigfaltige und miteinander konkurrierende Lösungen vorgeschlagen worden, wie die auf den einzelnen Ebenen aufgedeckten Probleme angegangen werden könnten. Währenddessen scheinen an den Märkten in vielen Bereichen bereits Selbstregulierungsmechanismen wirksam zu sein. Vor diesem Hintergrund sollten Entscheidungen hinsichtlich der erforderlichen Maßnahmen der Aufsicht erst nach gründlicher Überlegung getroffen werden. Ein angemessenes Anreizsystem für ein angemessenes Verhalten zu definieren erfordert ein gehöriges Maß an Fingerspitzengefühl, und zu große Eile könnte leicht unvorhergesehene Folgen haben.

Letzteres gilt auch für die Lehren aus der zweiten Krise, jener in Argentinien. Einige der Schlussfolgerungen liegen auf der Hand – nämlich, wie eine Krise eben nicht gehandhabt werden sollte. Ansonsten ist auch hier die wichtigste Lektion nicht neu. Den Dingen in einer untragbaren Situation einfach ihren Lauf zu lassen erhöht letztendlich die Kosten erheblich. Damit stellt sich die Frage nach möglichen neuen Anreizsystemen für Schuldner wie für Gläubiger, die bewirken würden, dass bereits zu einem früheren Zeitpunkt auf beiden Seiten Einigkeit über die Notwendigkeit einer Umschuldung erzielt wird.

Die Schuldner würden sich eher der Realität stellen, wenn dafür die Kosten geringer und die Vorteile greifbarer wären. In der Theorie bestünden

die wesentlichen Kosten wohl in Rechtsstreitigkeiten und einem fortan blockierten Zugang zu den Kreditmärkten. Die jüngste Erfahrung zeigt allerdings, dass diese Kosten in der Praxis gar nicht so hoch sein dürften. Die Attraktivität von Umschuldungen für die Schuldner ließe sich jedoch beträchtlich steigern, wenn die Umschuldung mit einem verbesserten Zugang zu „neuem Geld“ verbunden wäre und wenn sie einen deutlichen Vorteil hinsichtlich des künftigen Schuldendienstes bringen würde. Die Gläubiger hingegen wären eher bereit, in eine frühzeitige Umschuldung einzuwilligen, wenn sie überzeugt wären, dass sie tatsächlich notwendig ist. Das heißt, sie müssen bereits früher erkennen, dass sie allenfalls eine Chance auf den Spatz in der Hand haben. Das ist natürlich nicht möglich, wenn sich statt dessen die potenzielle Aussicht auf die Taube auf dem Dach bietet, nämlich auf einen unbegrenzten Zugang zu fremden Finanzmitteln. Überdies müssten eigentlich sowohl Schuldner als auch Gläubiger Vorgehensweisen willkommen heißen, die einer kontrollierteren Art des Interessenausgleichs den Weg ebnen.

Diese allgemeinen Grundsätze mögen wenig kontrovers erscheinen, aber sie in konkrete Verfahren umzusetzen wirft viele Fragen auf. Derzeit gibt es keine allgemein anerkannte und sichere Methodik, anhand deren festgestellt werden könnte, wann ein Land eine Umschuldung benötigt. Heißt das aber, dass praktische Entscheidungen nicht von Fall zu Fall getroffen werden können? Gläubiger, die gerade erst Forderungen abgeschrieben haben, werden kaum bereit sein, neue Mittel zu gewähren. Heißt das deshalb, dass dem IWF eine größere anschiebende Rolle zukommen wird? Die Aushandlung von Vereinbarungen über die Annahme internationaler Rechtskonventionen, die für alle souveränen Staaten verbindlich sind, ist notorisch schwierig. Heißt das also, dass statt dessen eher ein informelleres Vorgehen gewählt werden sollte? Zu diesen konkreten Fragen ließen sich noch viele hinzufügen.

An welchem Punkt sind wir nun mittlerweile angelangt? Es scheint allgemein Einigkeit darüber zu bestehen, dass der IWF zu Recht eine Einschränkung der Höhe seiner Notfallkredite an Krisenländer andeutet. Damit wird nicht mehr die Erwartung geweckt, dass die Taube auf dem Dach vielleicht doch noch greifbar sei. Ungewöhnliche Fälle, die umfangreichere außerordentliche Finanzierungsmittel erfordern, wird es weiterhin geben, aber die Entscheidung, solche Beträge bereitzustellen, dürfte sich auf anspruchsvollere und transparentere Kriterien stützen. Erforscht werden sollte auch, wie ein formelleres internationales Abwicklungsverfahren zum Interessenausgleich zwischen Gläubigern und Schuldnern aussehen könnte; beim IWF geschieht dies bereits ebenso wie im Rahmen der G7 und anderer Gremien. Da die praktischen Ergebnisse dieser Bemühungen noch längere Zeit auf sich warten lassen dürften, wird zudem untersucht, wie sowohl bestehende als auch neue Kreditverträge so ausgestaltet werden könnten, dass kontrollierte Abwicklungen erleichtert werden, selbst wenn eine Vielzahl von Gläubigern beteiligt ist.

Die dritte und dramatischste Krise war die des 11. September 2001, deren Eckpunkte nur allzu bekannt sind. Die wichtigste Lehre aus diesem Ereignis für die Finanzgemeinschaft betrifft die operationellen Risiken, die entstehen, wenn Finanzinstitute, -märkte und -infrastruktur geografisch stark konzentriert sind.

Wenn die betroffenen Institute gering an der Zahl sind, aber einen sehr großen Anteil des weltweiten Geschäfts ausmachen, ist die Gefahr eines Totalausfalls auf Systemebene natürlich noch größer. Da die Nutzung von Größen- und Verbundvorteilen in der Bereitstellung vieler Finanzdienstleistungen Realität ist, wäre es nicht leicht, die Tendenz zur Konzentration wieder umzukehren. Mindestens aber müssen die Institute zur Errichtung von Zweitsystemen verpflichtet werden, die eine Fortführung des Geschäftsbetriebs auch in einer Krise gewährleisten. Eine zweite wesentliche Lehre ist, dass Notfallpläne, die auch gesicherte Kommunikationseinrichtungen einschließen, erstellt und laufend aktualisiert werden müssen. Zudem sollten diese Pläne von Krisen ausgehen, die nicht nur ein einzelnes Institut, sondern eine Reihe von Instituten gleichzeitig in Mitleidenschaft ziehen. Die Kommunikation auch unter den Ausweicheinrichtungen ist in solchen Situationen ganz entscheidend.

Die Lehren aus den jüngsten Krisen in konkrete Vorschläge umzumünzen ist eine Sache. Diese Vorschläge dann auch umzusetzen ist eine ganz andere, vor allem angesichts der Notwendigkeit politischer Kompromisse sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene. Die bisherige Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems bezeugt den Nutzen früherer Bemühungen in diesem Bereich. Sie sollte uns nicht den Blick darauf verstellen, dass weitere Maßnahmen nötig sein könnten, um eine angemessene finanzielle und wirtschaftliche Stabilität in einer immer komplexeren Welt zu gewährleisten.

# Die Tätigkeit der Bank

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Initiativen zur Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und anderen Instanzen des Finanzsektors, die die BIZ und die bei ihr angesiedelten Ausschüsse im vergangenen Jahr unternommen haben. Überdies werden die Finanzdienstleistungen, die die Bank ihren Zentralbankkunden anbietet, kurz vorgestellt. Abschließend werden die jüngsten Entwicklungen in der Bank zusammengefasst. Die in diesem Kapitel erwähnten Berichte sowie der größte Teil der Forschungsergebnisse der Bank sind auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)) oder auf Anfrage in Papierform erhältlich.

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

Bei ihren Bestrebungen, die Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich zu fördern, geht die Bank im Wesentlichen auf zweierlei Art vor: Sie organisiert Sitzungen, und sie beherbergt das Sekretariat verschiedener Ausschüsse, von denen mehrere direkt den G10-Zentralbankpräsidenten unterstehen. In diesem Zusammenhang waren im Berichtszeitraum wiederum zwei Besonderheiten zu beobachten, die schon in früheren Jahresberichten vermerkt wurden. Die erste ist der zunehmend globale Charakter des Teilnehmerkreises wie auch der Diskussionsthemen der von der BIZ organisierten Sitzungen. Die zweite ist das immer breitere Spektrum von Instanzen aus dem Finanzsektor, die neben den Zentralbanken teilnehmen. In dieser Hinsicht entspricht die Bank dem Bedürfnis, alle beteiligten Parteien – darunter auch den privaten Sektor – in die Debatte über die Stabilität des Finanzsystems einzubeziehen.

Die Förderung der Finanzstabilität ist darüber hinaus der Grund für eine stetige Ausweitung des Tätigkeitsbereichs jener Sekretariate, die zwar bei der BIZ untergebracht, aber nicht den G10-Zentralbankpräsidenten unterstellt sind. Zurzeit haben sowohl das Forum für Finanzstabilität (FSF) als auch die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) ihr Sekretariat bei der BIZ. Bei ihrer Gründungsversammlung von Anfang Mai 2002 beschloss auch die internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (International Association of Deposit Insurers, IADI), ihr Sekretariat bei der BIZ anzusiedeln.

Die Rolle der BIZ bei der Förderung des Verständnisses für Aufsichtsfragen unter Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen äußerte sich auch in einem noch größeren Engagement des Instituts für Finanzstabilität (FSI), das gemeinsam von der BIZ und dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht gegründet worden ist. Um direkter auf das Bedürfnis der Zentralbanken nach regionaler

Zusammenarbeit eingehen zu können, hat die BIZ-Repräsentanz für Asien und den Pazifik in der Sonderverwaltungsregion Hongkong ihren Tätigkeitsbereich weiter ausgedehnt; gleichzeitig ebnet der Abschluss des Aufnahmelandabkommens zwischen Mexiko und der BIZ den Weg für die noch in diesem Jahr vorgesehene Eröffnung einer Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent, die sich besonders den Anliegen der Zentralbanken der westlichen Hemisphäre widmen wird. Schließlich wurde wiederum eine enge Zusammenarbeit mit regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken gepflegt.

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

Im Berichtszeitraum trafen sich die Präsidenten und andere hochrangige Vertreter der BIZ-Aktionärszentralbanken im 2-Monats-Rhythmus, um Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich zu analysieren und einen Gedankenaustausch über aktuelle Themen und Anliegen zu pflegen.

Die Entwicklung der Weltwirtschaft war das Hauptthema der *Weltwirtschaftssitzungen*, zu denen die Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenkommen. Wichtige Schwerpunkte waren im vergangenen Jahr die Beurteilung von Schwachstellen in Wirtschaft und Finanzwesen im Kontext des weltweiten Konjunkturabschwungs, die Folgen der tragischen Ereignisse des 11. September 2001 für die Währungs- und Finanzpolitik, die Auswirkungen einer Reihe von Konkursen namhafter Unternehmen auf das Funktionieren der Märkte und die Argentinien-Krise. Diese Themen sowie Fragen, die in anderen Sitzungen aufgeworfen worden waren, wurden in den *Sitzungen der Zentralbankpräsidenten der G10-Länder* vertieft. Darüber hinaus besprachen die G10-Zentralbankpräsidenten die laufende Arbeit der ihnen unterstellten Ausschüsse und genehmigten die Veröffentlichung mehrerer Papiere, die die Ausschüsse oder deren Arbeitsgruppen verfasst hatten (s. weiter unten). Im Januar 2002 trafen sich die G10-Zentralbankpräsidenten sowie die Leiter der G10-Bankenaufsichtsinstanzen, um ein breites Spektrum von Fragen im Zusammenhang mit dem Abschluss und der darauf folgenden Umsetzung der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* zu erörtern. Zwei Treffen auf hoher Ebene wurden mit Vertretern großer Finanzinstitute des privaten Sektors organisiert, das eine zwischen Zentralbankpräsidenten und CEOs, das andere zwischen den jeweiligen direkten Stellvertretern. Beide Treffen boten Gelegenheit für einen Gedankenaustausch über die potenziellen Auswirkungen verschiedener aktueller Entwicklungen auf die Finanzmärkte; hierzu zählten die Argentinien-Krise, neue Mechanismen zur Kreditrisikoübertragung, Unternehmenskonkurse und Probleme bestimmter Branchen.

Bei den alle zwei Monate stattfindenden Treffen ist jeweils eine Sitzung, an der die Präsidenten aller BIZ-Aktionärszentralbanken teilnehmen, einem bestimmten Thema gewidmet. Solche Themen waren im vergangenen Jahr u.a. die Folgen der zunehmenden Verwendung der Preise von Vermögenswerten als Informationsvariable in der Kommunikationsstrategie der Zentralbanken und bei der Umsetzung der Geldpolitik, die Auswirkungen von elektronischen Finanzgeschäften (E-Finance) auf die Geldpolitik, Kapitalströme und Kapitalverkehrspolitik in aufstrebenden Volkswirtschaften sowie makro-

ökonomische und finanzwirtschaftliche Probleme in Bezug auf demografische Veränderungen und die Entwicklung der Rentenversicherungssysteme. In der Sitzung vom November wurden operationelle Probleme und entsprechende Lösungsansätze im Zusammenhang mit den Ereignissen des 11. September behandelt.

Die alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen des *Ausschusses der Gold- und Devisenexperten*, dessen Mitglieder in den G10-Zentralbanken für Marktgeschäfte verantwortlich sind, waren vor allem den Entwicklungen an den wichtigsten Geld- und Devisenmärkten gewidmet. Mehrmals wurden Teilnehmer aus den wichtigsten Volkswirtschaften außerhalb der G10 eingeladen. Ferner standen auf der Tagesordnung des Ausschusses die Analyse der Liquiditäts- und Abwicklungsprobleme nach den Ereignissen des 11. September, die Auswirkungen der Argentinien-Krise auf die Devisenmärkte sowie die Entwicklungen bei der Continuous Linked Settlement Bank (CLS-Bank). Im Mai 2002 wurde der Ausschuss in *Märkteausschuss* umbenannt, um dem Schwerpunkt seiner Tätigkeit besser gerecht zu werden.

Während des Jahres wurden auch immer wieder Ad-hoc-Sitzungen zu Themen von besonderem Interesse für Zentralbanken organisiert, bei denen ein breites Spektrum von Experten des Finanzsektors vertreten war. Wichtige Themen waren E-Finance, die Rechnungslegung nach dem Marktwertprinzip sowie die Messung von sich im Zeitverlauf ergebenden Risikoveränderungen und entsprechende Handlungsmöglichkeiten für die Zentralbanken. Anlässlich des traditionellen *Herbsttreffens der Volkswirte* untersuchten die Teilnehmer die Wechselbeziehungen zwischen der Funktionsweise der Märkte und der Politik der Zentralbank. Das *Frühjahrestreffen der Volkswirte* war aktuellen Konjunkturfragen gewidmet.

Die Bank organisierte wiederum Sitzungen zu Fragen, die für aufstrebende Volkswirtschaften besonders wichtig sind. So wurden z.B. geldpolitische Seminare mit Schwerpunkt Asien, Lateinamerika und erstmals auch Mittel- und Osteuropa abgehalten. Die BIZ berief erneut eine spezielle Sitzung für die stellvertretenden Gouverneure der afrikanischen Zentralbanken ein, bei der die geldpolitischen Herausforderungen auf dem afrikanischen Kontinent erörtert wurden. Anlässlich der 71. ordentlichen Generalversammlung der Bank trafen sich die Zentralbankpräsidenten der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem Gedankenaustausch am runden Tisch über Fragen der Geld- und Währungspolitik ihrer Länder angesichts der aktuellen Weltwirtschaftslage. Bei einer zweitägigen Sitzung Ende Dezember schließlich diskutierten die stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften darüber, wie die inländischen Märkte für Schuldtitel aufgebaut bzw. weiterentwickelt werden könnten.

## *Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse*

### *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht*

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) setzte im vergangenen Jahr seine wichtige Arbeit fort, die

Stabilität des Finanzsystems durch Formulierung und Aktualisierung von Richtlinien zu zentralen Fragen der Bankenaufsicht zu fördern. Die wichtigste und am meisten beachtete Initiative des Ausschusses in jüngster Zeit ist die Erarbeitung eines neuen Rahmenkonzepts für die Beurteilung der Eigenkapitalausstattung von Banken. Der Ausschuss setzte aber auch seine Bemühungen um die Stärkung verschiedener Aufsichtspraktiken in G10- und anderen Ländern fort. Dabei arbeitete er häufig mit anderen internationalen Gremien zusammen.

Im Berichtszeitraum erzielte der Ausschuss erhebliche Fortschritte bei der Arbeit an seiner neuen Eigenkapitalregelung für das weltweite Bankensystem. Die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* wird dem Risikograd der Geschäfte der Banken besser Rechnung tragen und die Berücksichtigung finanzieller Innovationen erleichtern. Die neue Regelung wird den Banken ferner größere Anreize zu Verbesserungen im Bereich von Risikomessung und -management bieten.

Im Januar 2001 veröffentlichte der Ausschuss sein zweites Konsultationspaket zur *Neuen Eigenkapitalvereinbarung*. In einem intensiven und noch andauernden Dialog und Konsultationsprozess mit dem Bankgewerbe sind über 200 Stellungnahmen eingegangen. Inzwischen hat der Ausschuss seine Überlegungen zu einigen der anspruchsvollsten Bereiche der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* in mehreren Arbeitspapieren näher dargelegt und weitere Gespräche mit dem Bankgewerbe zu diesen zentralen Fragen eingeleitet. Vor allem galt es, auf Bedenken über mögliche Nebenwirkungen der neuen Regelung einzugehen, die in der Öffentlichkeit große Beachtung fanden. Beispielsweise untersuchte der Ausschuss die Frage, wie ein risikogerechter Ansatz gegen die Komplexität der Verfahren abzuwägen ist, und ging auf die Befürchtung ein, dass eine risikogerechtere Eigenkapitalregelung den Konjunkturzyklus verstärken könnte. Der Ausschuss befasste sich ferner mit Bedenken über die Auswirkungen der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* auf kleine und mittlere Unternehmen; er arbeitet daran, dass diese angemessen berücksichtigt werden.

Angesichts des Einflusses der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* auf die Bankenlandschaft weltweit hat der Basler Ausschuss beschlossen, zunächst eine umfassende Qualitätssicherung vorzunehmen und dann ein drittes und letztes Konsultationspapier herauszugeben. Drei Untersuchungen zu Teilbereichen der Bankportfolios sind schon durchgeführt worden, aber der Ausschuss bereitet derzeit eine letzte, umfangreiche Erhebung für den Herbst 2002 vor. Damit genügend Zeit für die Analyse der Ergebnisse zur Verfügung steht, wird die Veröffentlichung des dritten Konsultationspapiers auf 2003 verschoben; noch im selben Jahr soll dann die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* fertig gestellt werden. Mit Hilfe dieser Verlängerung des Verfahrens soll gewährleistet werden, dass die endgültige Fassung der Eigenkapitalvereinbarung den gesteckten Zielen entspricht.

Da sich die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* ihrem Abschluss nähert, hat der Ausschuss außerdem begonnen, ihre Umsetzung zu planen. Er ist überzeugt, dass die Bemühungen der Aufsichtsinstanzen um die Umsetzung der Eigenkapitalvereinbarung gezielter Unterstützung bedürfen, wenn die Vereinbarung erfolgreich sein soll. Daher wurde eine „Umsetzungsgruppe“

geschaffen – ein Forum, das Aufsichtsinstanzen die Möglichkeit geben wird, Informationen und Umsetzungsmöglichkeiten in Bezug auf die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* auszutauschen.

Eines der Hauptziele des BCBS besteht darin, zu besseren Aufsichtsstandards für das gesamte internationale Finanzsystem beizutragen, und zwar durch die Pflege von Beziehungen zu Aufsichtsinstanzen, die Veröffentlichung von Grundsatzpapieren, die Veranstaltung von und Teilnahme an Konferenzen sowie durch Schulungsangebote. In seinen jüngsten Publikationen gab der Ausschuss u.a. Empfehlungen zur Handhabung des operationellen Risikos ab und veröffentlichte Grundsätze für das Risikomanagement beim E-Banking. Aufgrund einer Frage, die im Rahmen der Kontakte des FSI mit Aufsichtsgremien außerhalb der G10 aufgetreten war, veröffentlichte der Ausschuss 2001 ein Papier zu den wesentlichen Elementen von Grundsatzabkommen („Memoranda of Understanding“), die als Referenz für den Aufbau bilateraler Beziehungen zwischen den Bankenaufsichtsinstanzen verschiedener Länder dienen können. Auf Ersuchen des FSF übernahm der Ausschuss die Federführung für die Studie einer Arbeitsgruppe von Aufsichtsinstanzen aus aller Welt über den Umgang mit wirtschaftlich schwachen Banken. Der Bericht der Arbeitsgruppe stützt sich auf die Erfahrung zahlreicher Länder und soll mit seinen Empfehlungen für alle Arten von Banken und Bankensystemen anwendbar sein.

Die Task Force des BCBS zu Rechnungslegungsfragen hat Grundsatzpapiere und Richtlinien zu wichtigen Rechnungslegungs- und Revisionsfragen herausgegeben, u.a. zur Rolle der internen Revision in Banken sowie zum Verhältnis zwischen Bankenaufsicht und externer Revision. Außerdem erstellte der Ausschuss für das FSF eine Analyse des Kreditrisikos der Banken in schwachen Wirtschaftssektoren, insbesondere dem Telekommunikationssektor und den von den Ereignissen des 11. September 2001 am härtesten getroffenen Branchen.

Vor kurzem hat der Ausschuss außerdem eine Reihe von Schritten skizziert, die er zur Unterstützung des internationalen Kampfs gegen die Terrorismusfinanzierung ergreifen will. Er hat sich einen Überblick über die Erfahrungen der Bankenaufsicht und sonstiger Instanzen verschafft, um herauszufinden, ob Hindernisse für einen Informationsaustausch über die Terrorismusfinanzierung bestehen und welche Maßnahmen gegebenenfalls zu ergreifen sind. Der Ausschuss setzt sich auch dafür ein, dass die Bemühungen um die weltweite Einführung der Standards aus seinem Bericht *Sorgfaltspflicht der Banken bei der Feststellung der Kundenidentität* fortgesetzt werden.

Der Ausschuss arbeitet nach wie vor eng mit einem großen Kreis von Nichtmitgliedsländern zusammen, um solidere Aufsichtsverfahren zu entwickeln. Die *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*, der anerkannte internationale Standard, werden schrittweise umgesetzt; über 60 Länder haben inzwischen freiwillig an einem Länderbeurteilungsprogramm von IWF/Weltbank (Financial Sector Assessment Program) teilgenommen. Die Core Principles Liaison Group des Ausschusses, in der 15 aufstrebende Volkswirtschaften vertreten sind, überwacht diesen Prozess; ihre Eigenkapital-Arbeitsgruppe leistet einen wichtigen Beitrag zur Entwicklung der *Neuen*

*Eigenkapitalvereinbarung.* Experten aus Aufsichtsgremien von Ländern außerhalb der Zehnergruppe wirken in einer Reihe von Fachgruppen des Ausschusses mit. Die Zusammenarbeit mit Aufsichtsinstanzen der aufstrebenden Volkswirtschaften erfolgt auf regionaler Ebene. Der Ausschuss nahm erneut aktiv an den Sitzungen und Konferenzen regionaler Bankenaufsichtsgruppen teil; über das FSI bot er zudem kontinuierliche technische Hilfe an. Der Ausschuss hat ferner das Patronat der 12. Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden übernommen, die im zweiten Halbjahr 2002 in Kapstadt, Südafrika, stattfinden wird. In der Regel nehmen an dieser Konferenz Delegierte aus rund 130 Ländern teil. Schwerpunkt der Konferenzdebatten werden die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* und die Förderung stabiler finanzieller Rahmenbedingungen in aufstrebenden Volkswirtschaften sein.

#### *Ausschuss für das weltweite Finanzsystem*

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) beobachtete weiterhin die Finanzmärkte mit dem Ziel, potenzielle Schwachstellen zu ermitteln. Besondere Aufmerksamkeit wurde dem wechselseitigen Einfluss von Realwirtschaft und Finanzmärkten im Verlauf des Konjunkturabschwungs geschenkt. In diesem Zusammenhang ging es immer wieder um die Frage nach Belegen dafür, wie gut das Finanzsystem die Risiken im Zusammenhang mit verschiedenen Komponenten des IT-Sektors zu streuen vermocht hatte. Der Ausschuss beobachtete ferner die Reaktion der Finanzmärkte auf einige außergewöhnliche Ereignisse des vergangenen Jahres. Seine Beurteilungen brachte er über seine Teilnahme an der Arbeit des FSF auf breiter offizieller Ebene ein. Darüber hinaus knüpfte der CGFS an frühere Arbeiten an und gab mehrere Berichte heraus.

Im April 2001 wurde der Bericht *A survey of stress tests and current practice at major financial institutions* veröffentlicht. Ziel der Studie war, Einblick in die Rolle von Stresstests im Risikomanagement zu erhalten und zu ermitteln, welche Ausnahmeereignisse als signifikante Risiken galten. Zusammenfassungen dieses Berichts wurden wiederum von einer Reihe von Mitgliedszentralbanken des Ausschusses im Rahmen ihrer eigenen Bemühungen veröffentlicht, über aktuelle Entwicklungen der Risikomanagementpraxis zu informieren. Seit Juni 2001 ist das CGFS-Diskussionspapier *Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective* auf der CGFS-Seite der BIZ-Website verfügbar. Ebenfalls im Juni organisierte der CGFS im Anschluss an seinen veröffentlichten Bericht *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics* einen Workshop über Sicherheiten an Großhandels-Finanzmärkten, an dem Vertreter von Zentralbanken und aus dem privaten Sektor teilnahmen.

Im Februar 2002 wurde der Arbeitsgruppenbericht *IT innovations and financing patterns: implications for the financial system* veröffentlicht. Darin wird hervorgehoben, dass die Informationstechnologie bei einer grundlegenden Umstrukturierung der Wirtschaftsprozesse inner- und außerhalb des IT-Sektors als Katalysator wirken und das Risiko/Ertragsprofil von Unternehmen verändern kann. Der Bericht analysiert die Konsequenzen dieser

Entwicklungen für die Gestaltung von Finanzkontrakten, die Unternehmensbewertung und das Risikomanagement sowie die Risikoallokation.

Der CGFS nahm auch neue Projekte in Angriff. Im September 2001 setzte er zwei Arbeitsgruppen ein, die eine für die Übertragung von Kreditrisiken, die andere für Anreizstrukturen beim institutionellen Portfoliomanagement. Die beiden Arbeitsgruppen sollen ihre Abschlussberichte bis Ende dieses Jahres vorlegen.

Im März 2002 veranstaltete der CGFS die dritte Forschungskonferenz von Zentralbanken für Risikomessung und Systemrisiko, zu der Fachanwender, Forscher und Zentralbankvertreter bei der BIZ zusammenkamen. Die Konferenz wurde gemeinsam mit der Bank of Japan, dem Federal Reserve Board und der EZB organisiert. Im Zentrum standen Fragen im Zusammenhang mit der Risikomessung und dem Systemrisiko aus der Perspektive der Zentralbanken, insbesondere die Art und die Herkunft von Marktliquidität, jüngste Fortschritte bei Risikomessmethoden, Ursachen von Bankkrisen sowie marktübergreifende und überregionale Ansteckungseffekte.

#### *Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme*

Der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) setzte seine Bemühungen um die Förderung sicherer und leistungsfähiger Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme fort, wobei er häufig mit anderen internationalen Gremien und Gruppen zusammenarbeitete und stets zahlreiche Nicht-G10-Zentralbanken einbezog.

Im November 2001 veröffentlichten der CPSS und das Technical Committee der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) die endgültige Fassung der *Recommendations for Securities Settlement Systems*. Der Veröffentlichung dieser Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme waren die Publikation eines Konsultationsberichts im Januar 2001 und ein öffentliches Konsultationsverfahren, das im April 2001 endete, vorausgegangen. Der Bericht wird durch eine Beurteilungsmethodik ergänzt werden, die noch in diesem Jahr fertig gestellt werden soll. Der IWF und die Weltbank sind an der Erarbeitung dieser Methodik beteiligt, die für ihr gemeinsames Financial Sector Assessment Program sowie für Selbsteinschätzungen dienen soll.

Mit dieser jüngsten gemeinsamen Initiative und den Empfehlungen für Ausgestaltung, Betrieb und Überwachung von Abwicklungssystemen für Wertpapiergeschäfte wollen sich CPSS und IOSCO dafür einsetzen, dass in diesen Systemen Maßnahmen ergriffen werden, um Risiken zu vermindern, die Effizienz zu steigern und eine angemessene Sicherheit für die Anleger zu gewährleisten. Die Empfehlungen betreffen sowohl die einzelnen Systeme als auch die Verknüpfung von Systemen in verschiedenen Ländern. Wie schon die vom CPSS im letzten Jahr veröffentlichten *Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind*, trägt auch dieser Bericht zu den internationalen Bemühungen um die Behebung von Schwachstellen im weltweiten Finanzsystem bei und gehört zu den einschlägigen Standards und Kodizes, die das FSF zusammengestellt hat.

Die CPSS-Arbeitsgruppe für den Massenzahlungsverkehr ermittelte und analysierte wiederum neue Trends bei den Massenzahlungsinstrumenten und -systemen und untersuchte die grundsätzlichen Bedenken, zu denen sie Anlass geben könnten. Darüber hinaus überwachte der CPSS nach wie vor die weltweiten Entwicklungen bei elektronischen Geldprodukten und prüfte ihre mögliche geldpolitische Bedeutung. In seiner jüngsten Erhebung im November 2001 veröffentlichte der Ausschuss Informationen über elektronische Geldprodukte, die in rund 80 Ländern bzw. Territorien in Gebrauch sind oder eingeführt werden sollen. Die Erhebung enthält ferner Angaben zur Politik der zuständigen Behörden, auch der Zentralbanken, im Zusammenhang mit diesen Produkten.

Ein wichtiger Aspekt der laufenden Arbeit des CPSS ist nach wie vor die Umsetzung seiner von den G10-Zentralbankpräsidenten 1996 gebilligten Strategie zur Verminderung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen. Zu diesem Zweck beobachtete und unterstützte der CPSS weiterhin Initiativen des privaten Sektors in diesem Bereich.

Der CPSS arbeitete weiter am Ausbau seiner Kooperation mit Zentralbanken in Ländern außerhalb der G10, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften. Für Nachschlagezwecke erstellte das CPSS-Sekretariat gemeinsam mit den betreffenden Zentralbanken Berichte über die Zahlungsverkehrssysteme mehrerer Länder. Ferner leistete der Ausschuss logistische und fachliche Unterstützung für Workshops und Seminare über Zahlungsverkehrsfragen, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert wurden.

### *Repräsentanz für Asien und den Pazifik*

Seit ihrer Eröffnung im Juli 1998 trägt die Repräsentanz für Asien und den Pazifik aktiv zur Förderung des Informationsaustausches und der Zusammenarbeit unter Zentralbanken der Region sowie zwischen ihnen und den Zentralbanken in der übrigen Welt bei. Die Eröffnung eines Dealing Room der Regionalen Treasury im Oktober 2000 verstärkte die Bedeutung der Repräsentanz, da diese nun den Zentralbanken während der lokalen Geschäftszeiten Bankdienstleistungen anbieten kann.

Anfang 2001 wurde der Asian Consultative Council (ACC) ins Leben gerufen, für den die Repräsentanz das Sekretariat stellt. Die erste Sitzung des ACC wurde im Juni 2001 in Basel abgehalten, die zweite im Februar 2002 in Hongkong. Der ACC fördert die Kommunikation zwischen den regionalen Zentralbanken und dem Verwaltungsrat sowie der Direktion der BIZ; die Bank erhält dadurch nützliche Hinweise für ihre Tätigkeit in der Region.

Im Berichtszeitraum war die Repräsentanz Gastgeber für mehrere Treffen auf hoher Ebene in Hongkong oder half bei der Organisation solcher Treffen mit. Die vierte Sondersitzung asiatischer Zentralbankpräsidenten fand im Februar 2002 statt und bot Gelegenheit, die aktuelle Wirtschaftslage und die Wechselkurssteuerung in Asien zu erörtern. Darüber hinaus wurde eine Reihe von Expertentreffen organisiert. Im Rahmen einer Konferenz über geldpolitische Verfahren diskutierten Fachanwender aus Zentralbanken von innerhalb und außerhalb der Region im April 2001 über die operativen

Aspekte der Geldpolitik. Im Dezember 2001 trafen sich zum zweiten Mal die internen Revisoren regionaler Zentralbanken, um verschiedene Fragen von gemeinsamem Interesse zu besprechen. Die Repräsentanz war ferner Gastgeber einer Ad-hoc-Sitzung von Devisenhandelsverantwortlichen zum Thema CLS-Bank.

Die Repräsentanz arbeitet eng mit regionalen Zentralbankgruppen zusammen. Im Juli 2001 veranstaltete sie mit der Monetary Authority of Singapore eine gemeinsame Konferenz des EMEAP-Forums (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) und des Ausschusses der Gold- und Devisenexperten. Im März 2002 war das EMEAP-Forum erneut zu Gast in der Repräsentanz; diesmal trafen sich regionale Experten für die Umsetzung der Devisenpolitik mit ihren Kollegen von wichtigen Zentralbanken außerhalb der Region.

Die Repräsentanz trägt zu den Forschungsarbeiten und Analysen der BIZ über Finanz- und Wirtschaftsentwicklungen in der Asien-Pazifik-Region sowie zu regionalen Zentralbankpublikationen bei. Sie brachte darüber hinaus ihr Fachwissen in verschiedene Treffen ein, die von regionalen Zentralbankgruppen und einzelnen Zentralbanken organisiert wurden, insbesondere über die *Neue Eigenkapitalvereinbarung*.

### *Institut für Finanzstabilität*

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) ist bestrebt, Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors weltweit bei der Einführung solider Aufsichtsstandards zu unterstützen, indem es ihnen die Möglichkeit bietet, sich gründliche Kenntnisse über Aufsichtsmethoden anzueignen und Informationen über die neuesten Entwicklungen im Aufsichtsbereich zu erhalten; ferner fördert es den laufenden Meinungs austausch unter Aufsichtsinstanzen weltweit. Zur Erfüllung seines Mandats bedient sich das FSI der verschiedensten Mittel, insbesondere der Gestaltung und Durchführung von Schwerpunktseminaren und regionalen Workshops für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors aus aller Welt. Bisher hat sich seine Arbeit auf die Bankenaufsicht konzentriert. Vor kurzem erklärte sich das FSI jedoch bereit, ab Mitte 2002 für zehn der jährlichen Schulungsangebote der IAIS verantwortlich zu zeichnen.

Im vergangenen Jahr organisierte das FSI zehn Schwerpunktseminare in Basel und 23 regionale Workshops, die gemeinsam mit regionalen Gruppen von Aufsichtsinstanzen abgehalten wurden. Diese Seminare und Workshops behandelten eine Vielzahl von Themen, die nach Absprache mit regionalen Aufsichtgruppen sowie Aufsichtsinstanzen aus zahlreichen Ländern ausgewählt wurden. Dazu gehörten Risikomanagement (Kredit-, Markt-, Liquiditätsrisiko etc.), Zulassung von Banken, risikoorientierte Aufsicht, Führungsmechanismen, konsolidierte Aufsicht, Liquidierung von Problembanken sowie Bekämpfung der Geldwäsche. Dem FSI ist nach wie vor besonders daran gelegen, Mitarbeitern von Bankenaufsichtsinstanzen aus aller Welt eine bessere Kenntnis der vorgeschlagenen Änderungen der Basler Eigenkapitalvereinbarung zu vermitteln. Diese Bemühungen werden in der Umsetzungsphase der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* fortgesetzt werden. Das FSI hielt

ferner neun Spezialseminare ab. Eines davon wurde gemeinsam mit dem IWF und der Weltbank organisiert und befasste sich mit den rechtlichen Aspekten der Finanzstabilität; mehrere andere Seminare waren dem Risikomanagement für Versicherungsaufsichtsinstanzen gewidmet. An den FSI-Veranstaltungen des vergangenen Jahres nahmen fast 1 400 Vertreter von Aufsichtsinstanzen aus aller Welt teil.

Mitglieder des FSI-Stabs hielten ferner Vorträge zu einem breiten Themenspektrum. Sie sprachen bei verschiedenen nicht vom FSI organisierten Konferenzen, z.B. den Konferenzen der regionalen Entwicklungsbanken, sowie bei den Jahresversammlungen regionaler Aufsichtsgruppen, um einschlägige Fragenkomplexe möglichst allgemein bekannt zu machen und in ständigem Kontakt mit Aufsichtsinstanzen und sonstigen Experten des Finanzsektors in der ganzen Welt zu bleiben. Ein weiterer wichtiger Tätigkeitsbereich des FSI ist die Zusammenarbeit mit anderen Organisationen, die Programme zur Unterstützung von Aufsichtsinstanzen im Finanzsektor anbieten. Das FSI arbeitet daher u.a. mit dem Toronto Centre, dem IWF-Institut, der Weltbank und regionalen Entwicklungsbanken zusammen und unterstützt auch das Engagement der BIZ im Joint Vienna Institute.

Eine wichtige Aufgabe des FSI besteht darin, hochrangigen Aufsichtsvertretern Informationen über Entwicklungen im Aufsichtsbereich und über zentrale Fragen der Bankenaufsicht zu liefern. Das Institut schuf die Veröffentlichungsreihe der *FSI Occasional Papers*, in denen führende Experten und Wissenschaftler Themen behandeln, die für Aufsichtsinstanzen des Finanzsektors von Interesse sind. Bisher sind zwei Ausgaben dieser Reihe erschienen. Ferner publiziert das Institut weiterhin sein vierteljährliches Bulletin, *FSI World*, für Leiter und hochrangige Mitarbeiter von Aufsichtsinstanzen.

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

### *Zehnergruppe*

Die BIZ beteiligte sich an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, ihrer Stellvertreter und der unter ihrer Schirmherrschaft geschaffenen Arbeitsgruppen, sowohl als Beobachter als auch durch die Bereitstellung von Sekretariatsleistungen, gemeinsam mit dem IWF und der OECD. Im vergangenen Jahr führte die G10 erneut Analysen im Zusammenhang mit der Funktionsweise des internationalen Finanzsystems durch. Sie untersuchte die Frage der Tragbarkeit der Verschuldung und initiierte eine gezielte Beschäftigung mit Mechanismen zur Lösung staatlicher Schuldenprobleme, wobei vertragliche Aspekte – insbesondere Sammelklageklauseln – im Mittelpunkt stehen. Diese Arbeit soll offen durchgeführt werden, gemeinsam mit anderen Foren, die sich mit diesen Fragen befassen. Eine Kontaktgruppe erstellte einen Berichtsentwurf über die kombinierte Wirkung struktureller Faktoren wie Steuer-, Aufsichts- und Offenlegungspraktiken auf die Preise von Vermögenswerten. Eine andere Kontaktgruppe untersuchte Insolvenzverfahren und die

Durchsetzbarkeit von Verträgen in den Rechtsordnungen der wichtigsten Finanzplätze. Sie will Grundsatzprobleme aufzeigen, die sich im Zusammenhang mit der anhaltenden Integration des internationalen Kapitalmarkts und der hinterherhinkenden Entwicklung der nationalen Insolvenzverfahren stellen.

### *Forum für Finanzstabilität*

Das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) wurde Anfang 1999 geschaffen, um über eine Verbesserung des Informationsaustausches und der Zusammenarbeit unter Aufsichts- und Überwachungsinstanzen im Finanzsektor die internationale Finanzstabilität zu fördern. Nur hier treffen sich regelmäßig hochrangige Vertreter von internationalen Finanzorganisationen (darunter auch der BIZ), internationalen Aufsichts- und Regulierungsgremien, Ausschüssen von Zentralbankexperten sowie nationalen Behörden, die an bedeutenden internationalen Finanzplätzen für die Stabilität des Finanzwesens verantwortlich sind. Ausführliche Informationen über das FSF, seine Mitglieder und seine Tätigkeit sind auf seiner Website ([www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)) verfügbar.

Zentraler Bestandteil der Tätigkeit des FSF sind der Gedankenaustausch und das Bündeln von Informationen über Schwachstellen im Finanzsystem anlässlich der zweimal jährlich stattfindenden Sitzungen. In der Berichtsperiode untersuchten die Mitglieder die Auswirkungen einer noch nie dagewesenen Häufung von Schocks auf die Solidität von Finanzsystemen und -instituten. Sie kamen zu dem Schluss, dass sich die meisten Finanzsysteme trotz der vielfältigen Anspannungen als recht widerstandsfähig erwiesen haben. Sie waren aber auch der Meinung, dass die Aussicht auf eine nur geringfügige Erholung der weltweiten Konjunktur einerseits vor dem Hintergrund der anhaltenden finanziellen Ungleichgewichte andererseits eine ständige Wachsamkeit und die Kooperation der Aufsichtsinstanzen erfordert.

Ferner diskutierte das FSF Fragen im Zusammenhang mit den großen Unternehmenskonkursen im Berichtszeitraum. Die unmittelbare Ursache dieser Konkurse waren zwar unternehmerische Fehlentscheidungen und möglicherweise auch betrügerische Machenschaften, sie enthüllten aber darüber hinaus Schwächen im System der internen und externen Kontrollen, auf dem das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte beruht. Zu den wichtigsten Zielen, die in diesen Diskussionen hervorgehoben wurden, gehören bessere Führungs- und Überwachungsmechanismen, Reformen der Rechnungslegung und Revision, verstärkte Offenlegungs- und externe Überwachungspraktiken sowie eine genauere Beobachtung der Finanzmarktdynamik. Angesichts der erheblichen Anstrengungen, die nationale Behörden und internationale Regulierungsinstanzen bereits unternehmen, hielten es die Mitglieder für das Beste, wenn das FSF Koordinierungshilfe anbieten würde, um die Effizienz der Arbeit zu erhöhen und Doppelspurigkeiten zu vermeiden.

Das FSF verschaffte sich einen Überblick über die Fortschritte bei der Bekämpfung der Terrorismusfinanzierung und würdigte den wichtigen Beitrag,

den nationale Behörden, die Financial Action Task Force, der IWF und die Weltbank sowie Normierungsgremien dazu leisten. Das FSF wird der G7 und der G20 über diese Fortschritte Bericht erstatten.

Im Rahmen seiner regelmäßigen Überwachungsverfahren erörterte das FSF operative Probleme an den Finanzmärkten nach den Ereignissen des 11. September 2001 sowie die daraus zu ziehenden Lehren für die Notfallplanung. Es begrüßte ferner die Erstellung einer Kontaktliste zur Erleichterung des Krisenmanagements (Crisis Management Contact List, CMCL). Die Liste wurde im März 2002 herausgegeben und umfasst Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen und Finanzministerien in über 30 Ländern sowie die wichtigsten internationalen Finanzinstitute und globalen Dienstleistungsanbieter.

Hinsichtlich der Fortschritte in Bezug auf frühere Anliegen begrüßte das FSF die Anstrengungen einiger Offshore-Finanzplätze, ihre Aufsichts- und Regulierungspraxis sowie den Informationsaustausch und die Kooperation zu verbessern, stellte aber auch fest, dass andere noch im Rückstand seien. Das FSF wird die Fortschritte der Offshore-Finanzplätze regelmäßig überprüfen und die Aufmerksamkeit auf jene lenken, die Anlass zu ernstlichen Bedenken geben. Es wird auch positive Entwicklungen an Offshore-Finanzplätzen als Vorbild für die anderen hervorheben.

In seiner Sitzung vom März 2002 vertrat das FSF die Meinung, dass die Gefahr für das internationale Finanzsystem, die von Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation ausgeht, durch Marktentwicklungen und die Verbesserung des Risikomanagements beim Adressenausfallrisiko geringer geworden ist. Die Mitglieder warnten jedoch vor Selbstzufriedenheit und ersuchten den Basler Ausschuss und die IOSCO, zu einem späteren Zeitpunkt nochmals eine Überprüfung des Risikomanagements und der Beaufsichtigungspraxis in diesem Bereich vorzunehmen.

Auch in der Berichtsperiode veranstaltete das FSF regionale Treffen, um den Dialog zwischen FSF-Mitgliedern und Nichtmitgliedern über Schwachstellen des Finanzsystems zu fördern und es den Nichtmitgliedern zu ermöglichen, ihre Sichtweise in die Arbeit des FSF einzubringen. Seit Erscheinen des letzten Jahresberichts wurden solche Kontakttreffen in der Asien-Pazifik-Region, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika (mit Teilnahme von Spanien und Südafrika) abgehalten.

### *International Association of Insurance Supervisors*

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

Gemeinsam mit anderen internationalen Aufsichtsgremien (im Rahmen des Gemeinsamen Forums des BCBS, der IOSCO und der IAIS) hat die IAIS ferner an der Entwicklung von Grundsätzen für die Aufsicht über

Finanzkonglomerate mitgearbeitet. Darüber hinaus wirkt die IAIS aktiv im FSF mit.

Bisher hat die IAIS eine Reihe von Grundsätzen und Richtlinien herausgegeben, u.a. Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht, ein „Konkordat“ für den Versicherungssektor, Richtlinien zur Versicherungsaufsicht in aufstrebenden Volkswirtschaften sowie ein breites Spektrum von Papieren über Aufsichtsstandards im Versicherungsbereich. Im vergangenen Jahr schloss die IAIS folgende Arbeiten ab: Grundsätze für eine angemessene Eigenkapitalausstattung und Solvabilität, Aufsichtsstandard für die Bewertung der Rückversicherungsdeckung von Erstversicherern und der Sicherheit ihrer Rückversicherer, Aufsichtsstandard für den Informationsaustausch, Richtlinien zur Offenlegung von Informationen durch Versicherungsgesellschaften sowie Richtlinien für Versicherungsaufsichtsgremien und Versicherungsunternehmen über die Bekämpfung der Geldwäsche. Derzeit wird u.a. an der Formulierung von Standards in den Bereichen Solvabilitätsanforderungen (angemessene Eigenkapitalausstattung), Aufsicht über Versicherungsverbindlichkeiten, Rechnungslegung im Versicherungswesen, Besicherung durch Verbriefung, Beaufsichtigung von Rückversicherern, Marktrisiko, elektronischer Handel und Offenlegungspflichten gearbeitet. Ein bedeutendes neues Projekt ist außerdem die Revision der Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht und der dazugehörigen Methodik.

Die IAIS organisierte erneut zahlreiche Seminare und stellte Schulungsmaterial für Versicherungsaufsichtsinstanzen zur Verfügung, um ihre Mitglieder bei der Erfüllung der IAIS-Aufsichtsstandards zu unterstützen. Wie oben erwähnt, werden eine Reihe von Schulungsangeboten im Versicherungsbereich künftig vom FSI übernommen. Regionale Seminare für Mitarbeiter der Versicherungsaufsicht fanden in Afrika, Asien, Mittel- und Osteuropa, Lateinamerika sowie an Offshore-Finanzplätzen statt.

### 3. Weitere Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken

#### *Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken*

Bei ihrer Arbeit in diesem Bereich geht es der BIZ darum, Informationen über institutionelle und organisatorische Fragen bereitzustellen, die für Zentralbanken von Interesse sind. Verantwortlich für diese Arbeit ist die Central Bank Governance Steering Group als Lenkungsgruppe; die praktische Durchführung erfolgt über das Network on Central Bank Governance. Die Lenkungsgruppe setzt sich aus acht Zentralbankpräsidenten aus einem breit abgestützten und repräsentativen Kreis von Zentralbanken zusammen. Das Netzwerk umfasst derzeit rund 40 bedeutende Zentralbanken und Währungsbehörden aus aller Welt. Gestützt auf den Rat der Lenkungsgruppe ist die Bank bestrebt, Anfragen von Zentralbanken zu beantworten, die für das effektive Arbeiten unabhängiger und rechenschaftspflichtiger Währungsbehörden von Bedeutung sind. Während des Jahres wuchs die Nachfrage nach Informationen über Führungs- und Überwachungsmechanismen. Besonderes Interesse galt dem Gebiet der rechtlichen Bestimmungen über die Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht

von Zentralbanken. Gefragt waren auch Informationen über die laufenden Bestrebungen zahlreicher Zentralbanken, ihre Effizienz und Leistungsfähigkeit zu verbessern.

### *Zusammenarbeit im Statistikbereich*

Die BIZ setzte ihre aktive Zusammenarbeit mit Zentralbanken und anderen internationalen Organisationen über verschiedene Fragen im Statistikbereich fort. Derzeit erheben die Zentralbanken von über 30 Ländern umfassende Statistiken über das internationale Kreditgeschäft der Banken in ihrem Zuständigkeitsbereich und geben sie an die BIZ weiter. Aufgrund von Empfehlungen des CGFS entwickelten die BIZ und die berichtenden Zentralbanken im letzten Jahr einen Umsetzungsplan für die Verbesserung der Messung der konsolidierten Länderrisiken der Geschäftsbanken auf der Basis des so genannten letztlichen Risikos („ultimate risk“), d.h. die Risikopositionen werden dem Land zugeteilt, in dem der letzte Bürge einer finanziellen Forderung seinen Sitz hat. Damit sollen ab 2004 genauere und umfassendere Daten über die Länderrisiken bereitgestellt werden, einschließlich außerbilanzieller Positionen im Zusammenhang mit den Derivatgeschäften der Banken.

Im vergangenen Jahr koordinierte die BIZ die fünfte der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebungen über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten, die rund 50 Finanzplätze erfasste. Für die Devisenhandels- und Derivatumsätze wurden erste Ergebnisse im Oktober 2001 veröffentlicht, für den Umlauf außerbörslicher Derivate im Dezember. Die Analyse der detaillierten endgültigen Ergebnisse erschien im März 2002.

Die BIZ wirkte erneut an der gemeinsamen BIZ-IWF-OECD-Weltbank-Statistik über die Auslandsverschuldung mit. Mit dieser Arbeit wurde im Anschluss an die Finanzkrise in Asien begonnen, um vierteljährliche Daten zu den wichtigsten Elementen der Auslandsverschuldung aufstrebender Volkswirtschaften auf der Basis der Gläubigerdaten zu erhalten, die von diesen internationalen Organisationen zusammengetragen werden. Da diese Daten von denjenigen, die die Schuldnerländer selbst erheben, abweichen können, und zwar manchmal erheblich, ermittelte die BIZ in einer Studie die wichtigsten Differenzen zwischen den Gläubiger- und den Schuldnerdaten, wobei der kurzfristigen (d.h. innerhalb eines Jahres fällig werdenden) Verschuldung besonderes Augenmerk galt. Rund 30 Zentralbanken aus aufstrebenden Volkswirtschaften lieferten hierfür Daten und Informationen. Die BIZ unterstützte ferner den IWF bei der Erarbeitung eines umfassenden Leitfadens für die Erstellung von Statistiken über die Auslandsverschuldung durch die Schuldnerländer.

Wie bisher bot die BIZ den (derzeit 23) beteiligten Zentralbanken Datenbankdienstleistungen für den elektronischen Austausch einer breiten Palette von Wirtschafts-, Währungs- und Finanzstatistiken an. Die Arbeit konzentrierte sich auf die Ausweitung des geografischen und thematischen Erfassungsbereichs der BIZ-Datenbank. Neun Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften schlossen sich kürzlich ebenfalls an. Infolge mehrerer Initiativen mit dem Ziel, den thematischen Erfassungsbereich der Datenbank zu erweitern, wurden den Ökonomen und Statistikern der beteiligten Zentral-

banken umfangreiche zusätzliche statistische Daten zur Verfügung gestellt. Die detaillierten Informationen aus der internationalen Finanzmarktstatistik der BIZ werden in elektronischer Form ebenfalls über die BIZ-Datenbank verfügbar gemacht.

Auf Ersuchen der Teilnehmer an der BIZ-Datenbank, die internationale Zusammenarbeit bei den elektronischen Standards für den Austausch von statistischen Informationen zu verstärken, arbeitete die BIZ eng mit dem IWF, der OECD, der UNO, der EZB und Eurostat zusammen, um eine neue Initiative über den Austausch statistischer Daten und Metadaten (Statistical Data and Metadata Exchange, SDMX) zu lancieren. Am ersten Workshop, bei dem der IWF Gastgeber war, nahmen über 100 Experten aus Zentralbanken und nationalen Statistikinstituten aus aller Welt teil. Sie behandelten eine Reihe von Themen im Zusammenhang mit im Entstehen begriffenen webgestützten Standards für den Informationsaustausch. Einige Monate später wurde die Website [www.sdmx.org](http://www.sdmx.org) eröffnet; dort werden die Erkenntnisse von Sprechern aus nationalen, regionalen und internationalen Statistikgremien, Organisationen für E-Standards sowie privaten Branchenkonsortien vorgestellt.

### *Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen*

Die BIZ unterstützte erneut die Zusammenarbeit unter Zentralbanken in verschiedenen Teilen der Welt im Rahmen bestehender regionaler Zentralbankorganisationen. Eine besonders aktive Zusammenarbeit bestand mit CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), GCC (Gulf Cooperation Council), MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa), SADC (Southern African Development Community) und SEACEN (South-East Asian Central Banks). Die Zusammenarbeit erfolgte hauptsächlich durch Teilnahme an Treffen, die von diesen Gruppen organisiert wurden, und gelegentlich auch durch Veranstalten einer gemeinsamen Sitzung oder eines Workshops. Im vergangenen Jahr unterstützten die BIZ und andere internationale Organisationen verschiedene regionale Zentralbankgruppen bei der Organisation von Workshops über Gestaltung und Unterhalt der öffentlichen Websites der Zentralbanken im Hinblick darauf, die Tätigkeit der Zentralbanken transparenter zu machen.

Wie bisher unterstützte die BIZ die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer bei der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung für Zentralbanken Mittel- und Osteuropas, der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) und einiger asiatischer Volkswirtschaften im Übergang. Um die Koordinierung zu erleichtern, führt die BIZ eine Datenbank über die technische Hilfe und Schulung, die den erwähnten im Übergang befindlichen Ländern angeboten wird. Ferner werden regelmäßige Sitzungen von Vertretern der betreffenden Geber- und Empfängerzentralbanken sowie des IWF und der EZB organisiert. Im letzten Jahr war die russische Zentralbank Gastgeber der Sitzung mit den GUS-Ländern.

In enger Zusammenarbeit mit dem FSI und den in Basel ansässigen Gruppen unterstützte die BIZ erneut das Joint Vienna Institute (JVI), indem

sie mehrere Seminare für Zentralbanken von Volkswirtschaften im Übergang zu Themen im Zusammenhang mit der Stabilität der Währung und des Finanzwesens veranstaltete. Die österreichischen Behörden und der IWF vereinbarten vor kurzem, den Betrieb des Instituts auch nach Ablauf des derzeitigen JVI-Abkommens im Jahr 2004 fortzuführen. Bis dahin bleibt die BIZ engagiert; danach aber wird sie formell nicht mehr am JVI beteiligt sein.

### *Internet-Kommunikation*

Im März 2001 wurde die BIZ-Website erneuert. Dank besserer Gestaltung und Struktur können die Benutzer jetzt effizient navigieren, suchen und Informationen abrufen. Alle in Basel ansässigen Gruppierungen nutzen die Website aktiv. Insbesondere der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht brachte im letzten Jahr rund 200 Stellungnahmen, die er zu seinem zweiten Konsultationspapier für eine neue Eigenkapitalregelung erhalten hatte, auf die Website. Über die Workshops, die von regionalen Zentralbankgruppen organisiert wurden, hat die BIZ ein umfassendes Netzwerk der Website-Experten von Zentralbanken aufgebaut; diese sind an der Entwicklung und dem Unterhalt der Links zu fast allen Zentralbanken der Welt, die auf der BIZ-Website angeboten werden, beteiligt. Sie tauschen außerdem Informationen aus und diskutieren wichtige neue Entwicklungen, z.B. hinsichtlich der Verbreitung von Zentralbankstatistiken über das Internet. Die BIZ baute im vergangenen Jahr überdies eine webgestützte Infrastruktur auf, mit deren Hilfe die Teilnehmer an den Aktivitäten und Veranstaltungen der BIZ auf sichere und bequeme Weise Informationen via Internet abrufen und austauschen können.

### *Ausschuss der EDV-Fachleute*

Die 10. Automatisierungskonferenz und Frühjahrssitzung des Ausschusses der EDV-Fachleute fand im Juni 2001 bei der De Nederlandsche Bank statt. Die Automatisierungskonferenz, die alle drei Jahre abgehalten wird, gibt den EDV-Fachleuten die Möglichkeit, wichtige IT-Fragen in Bezug auf Zentralbanken eingehend zu erörtern. Die Präsentationen und Diskussionen bei dieser Konferenz hatten vier Schwerpunkte: IT-Strategie und der Prozess ihrer Formulierung, technische und kulturelle Herausforderungen des Informationsmanagements, Bereitstellung von Infrastruktur und Anwendungen, die Internet-Technologie einsetzen, sowie das Problem der wachsenden Komplexität der IT-Umgebungen in Zentralbanken.

Ganz wichtig war für den Ausschuss und seine Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen (Working Party on Security Issues, WPSI) im vergangenen Jahr die Untersuchung der Konsequenzen, die die Ereignisse des 11. September 2001 für die Notfallplanung der Zentralbanken hatten. In der November-Sitzung des Ausschusses berichteten die einzelnen Teilnehmer über die Folgen für ihre jeweilige Organisation.

Für die Kommunikation mit der Außenwelt verwenden Zentralbanken immer häufiger das Internet und die Internet-Technologie. Dies ist jedoch unbestreitbar mit Informationssicherheitsrisiken verbunden. Im vergangenen

Jahr widmeten sich die EDV-Fachleute und die WPSI in erheblichem Maße dem Austausch von Informationen sowohl über strukturelle als auch über strategische Aspekte der IT-Sicherheit sowie über die zahlreichen möglichen technischen Sicherheitsvorkehrungen. Ein Beispiel dafür war die Untersuchung einer Task Force der WPSI über das Problem der Komplexität der Public-Key-Infrastruktur.

### *Zentralbankarbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung*

Die Zentralbankarbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (Central Bank Counterfeit Deterrence Group, CBCDG) untersucht im Auftrag der G10-Zentralbankpräsidenten die Bedrohungen für das Papiergeld, die sich daraus ergeben, dass immer häufiger PCs für die Banknotenfälschung eingesetzt werden. In den letzten drei Jahren sind die Grundelemente einer Technologie für die Bekämpfung der PC-gestützten Geldfälscherei entwickelt worden, und die Arbeitsgruppe hat begonnen, Hardware-Hersteller und Software-Entwickler um Unterstützung zu ersuchen und mit ihnen zusammenzuarbeiten, um die Einführung dieser Technologie zu erleichtern. Die BIZ unterstützt die Arbeit der CBCDG, indem sie ihr Sekretariat beherbergt und in vertraglichen Vereinbarungen als ihr Agent auftritt.

## 4. Die Bank als Agent und Treuhänder

### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Die Bank nahm im Berichtszeitraum weiterhin ihre Funktion als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe wahr (Einzelheiten zu den diesbezüglichen Aufgaben der Bank finden sich im 63. Jahresbericht vom Juni 1993). Im Zusammenhang mit diesen Fundierungsschuldverschreibungen teilte die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent der Bank mit, dass die Bundes-schuldenverwaltung (BSV) im Jahr 2001 Tilgungs- und Zinszahlungen von insgesamt rund DM 7,9 Mio. und € 1,12 Mio. veranlasst hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden von der BSV im Bundesanzeiger veröffentlicht.

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

### *Pfandhalter*

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

## 5. Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 2002 betrug die Bilanzsumme GFr. 87 714 Mio.,<sup>1</sup> was einen neuen Höchstwert für das Ende eines Geschäftsjahres darstellt. Gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 76 054 Mio. (der ebenfalls ein Höchstwert gewesen war) entspricht dies einem Anstieg um 15,3%.

Schon im vergangenen Sommer lag die Bilanzsumme deutlich über dem Stand des Vorjahres, aber ein großer Mittelzufluss nach den Ereignissen des 11. September 2001 ließ sie am 25. September auf den neuen Rekordbetrag von GFr. 89 894 Mio. steigen. In den folgenden Wochen sank sie zwar wieder, aber dieser Rückgang wurde vor dem Jahresende durch neue Zuflüsse weitgehend wettgemacht, sodass die Bilanzsumme beinahe wieder den Höchststand vom September erreichte. Im ersten Quartal 2002 trat ein leichter Rückgang ein, der aber viel weniger ausgeprägt war als in den Vorjahren.

### *Passiva*

Am 31. März 2002 betrugen die Gold- und Währungseinlagen (ohne Repo-Geschäfte) insgesamt GFr. 82 018 Mio. (Vorjahr: GFr. 70 117 Mio.). Die Gold-einlagen sanken um GFr. 311 Mio. auf GFr. 2 531 Mio. und machten damit 3,1% der gesamten Fremdmittel aus (Vorjahr: 4,1%). Die Währungseinlagen erhöhten sich dagegen während des Geschäftsjahres um GFr. 12 212 Mio. (ohne Repo-Geschäfte). Für das ganze Jahr war der Tagesdurchschnitt der Währungseinlagen um 16% höher als im Vorjahr. Zum Teil ist diese Entwicklung auf ein höheres Geschäftsvolumen von asiatischen Kunden zurückzuführen, die nun vermehrt den Dealing Room nutzen, der im Oktober 2000 in der BIZ-Repräsentanz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong eröffnet wurde.

Die Zunahme der Währungseinlagen im vergangenen Geschäftsjahr entfiel weitgehend auf US-Dollar-Anlagen, hauptsächlich handelsfähige BIZ-Instrumente, aber auch Termineinlagen. Am 31. März 2002 betrug der Anteil des US-Dollars an den Fremdmitteln in Währungen (einschl. Repo-Geschäfte) 69,2%, verglichen mit 66,9% im Vorjahr. Trotz eines kleinen Zuwachses bei den Euro-Anlagen fiel der Anteil des Euro an den Fremdmitteln auf der gleichen Basis im Jahresverlauf von 20,7% auf 18,6%.

Die Währungseinlagen von Zentralbanken und anderen Währungsbehörden stiegen von GFr. 64 687 Mio. auf GFr. 76 228 Mio. am 31. März 2002, was einem gegenüber dem Vorjahr (96,2%) kaum veränderten Anteil von 95,9% der gesamten Fremdmittel in Währungen (ohne Repo-Geschäfte) entspricht. Die Mittel anderer Einleger (vorwiegend internationaler Organisationen) betrugen GFr. 3 258 Mio. Zwar setzte sich bei den BIZ-Kunden der Trend fort, die durchschnittliche Laufzeit ihrer Anlagen zu verlängern und vermehrt Marktrisiken einzugehen, um ihre Rendite zu steigern, doch tendierten einige Kunden in der zweiten Hälfte des Geschäftsjahres dazu, in Erwartung eines Anstiegs der weltweiten Zinssätze die Duration ihrer BIZ-Anlagen zu verkürzen.

<sup>1</sup> Der in diesem Kapitel erwähnte Goldfranken (abgekürzt GFr.) entspricht 0,29032258... Gramm Feingold (Art. 4 der Statuten). Aktiva und Passiva werden zu einem Goldpreis von US-\$ 208 je Unze Feingold (also 1 Goldfranken = US-\$ 1,94149...) in Goldfranken umgerechnet.

## *Aktiva*

Die bei der BIZ angelegten Mittel werden am Markt platziert, hauptsächlich in Form von Anlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf sowie Käufen von kurzfristigen Staatspapieren. Außerdem gewährt die BIZ Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der in der Regel besichert ist. Kreditrisiko, Fristentransformation und Marktrisiko im Zusammenhang mit den Finanzgeschäften der Bank in Basel und Hongkong werden durch eine eigenständige Risikokontrolle, die direkt dem Stellvertretenden Generaldirektor untersteht, streng überwacht. Besonders sorgfältig wird darauf geachtet, dass jederzeit ausreichend Liquidität vorhanden ist, um auch einen unvorhergesehenen Barmittelbedarf von Kunden befriedigen zu können.

Die Anlagen in Währungen betragen am 31. März 2002 GFr. 83 690 Mio., verglichen mit GFr. 71 636 Mio. ein Jahr zuvor. Darin enthalten sind GFr. 124 Mio. an Krediten für Zentralbanken (Vorjahr: GFr. 210 Mio.). Die Goldaktiva der Bank gingen im gleichen Zeitraum von GFr. 3 521 Mio. auf GFr. 3 210 Mio. zurück, da die Goldeinlagen abnahmen.

Abgesehen von einem Bestand von 192 Tonnen Gold werden die eigenen Mittel der Bank hauptsächlich in liquiden Staatspapieren der wichtigsten Industrieländer angelegt, es hat jedoch auch eine gewisse Diversifizierung in erstklassige Kreditprodukte und Wertpapiere internationaler Organisationen stattgefunden.

Die Bank verwendet ferner verschiedene Derivate, um ihre eigenen Mittel effizienter zu verwalten und Risiken bei den Fremdmitteln abzusichern (s. Anmerkung 10a zum Jahresabschluss). Bei diesen Derivaten handelt es sich vorwiegend um einfache klassische Instrumente, insbesondere Futures und Zinsswaps.

## 6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 2002 abgelaufene 72. Geschäftsjahr schloss mit einem Reingewinn von GFr. 225,7 Mio. (Vorjahr: GFr. 271,7 Mio.). In den Geschäften der Bank mit Fremdmitteln wurden beträchtliche Buchverluste verzeichnet, denn angesichts sinkender Zinssätze und infolgedessen steigender Marktwerte ihrer Forderungen gegenüber der BIZ handelten die Zentralbankkunden erneut aktiv mit ihrem Portfolio an BIZ-Instrumenten. Ökonomisch gesehen wurden diese Verluste durch nicht realisierte Gewinne bei den Aktiva und außerbilanziellen Transaktionen ausgeglichen, die den Fremdmitteln gegenüberstehen. Gemäß den derzeitigen Rechnungslegungsgrundsätzen der Bank werden diese nicht realisierten Gewinne jedoch erst nach und nach, entsprechend der Laufzeit der betreffenden Forderungen, in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Ohne diese Faktoren waren die Gewinne aus den Geschäften mit Fremdmitteln etwas geringer als im Vorjahr, da den zusätzlichen Erträgen aus dem beträchtlichen Wachstum der Kundeneinlagen ein betragsmäßig leicht größerer Effekt engerer Geschäftsmargen gegenüberstand. Die Zinserträge aus der Anlage der eigenen Mittel sanken geringfügig, da sich die Eigenmittel der Bank mit der Aktienrücknahme im Januar 2001 verringert hatten. Die generell niedrigeren Zinssätze führten jedoch auch zu realisierten Kapitalgewinnen

beim Anlagebestand der Bank und einem erhöhten Ertrag aus dem Wertpapierausgleichskonto. Der Verwaltungsrat beschloss im Übrigen, keine Zuweisung an die Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle vorzunehmen, da diese Rückstellung derzeit ausreichend hoch sei.

Der Jahresgewinn ergibt sich nach Abzug von GFr. 67,4 Mio. für Verwaltungskosten einschließlich Abschreibungen, was gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 67,0 Mio. einem Anstieg von weniger als 1% entspricht. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – lag der Anstieg der Verwaltungskosten ebenfalls unter 1%. Innerhalb dieses Postens stiegen die Abschreibungen in Schweizer Franken um 8% (in Goldfranken ebenfalls um 8%); die Ursache dafür waren die erneuten Investitionen der Bank in IT- und sonstige Ausstattung.

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten wird der Generalversammlung vorgeschlagen, den Reingewinn von GFr. 225,7 Mio. wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 52,6 Mio. zur Zahlung einer Dividende von CHF 380 je Aktie. Diese Dividende ist für 452 073 Aktien zahlbar. Vor der Aktienrücknahme waren 529 125 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Davon hält die Bank 77 052 als eigene Aktien, nämlich 74 952 Aktien, die sie von ehemaligen Privataktionären und Zentralbanken zurückgenommen hat, sowie 2 100 sonstige. Auf die eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt;
- ii) GFr. 26,9 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3,0 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 143,2 Mio., den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Der Verwaltungsrat schlägt vor, die oben genannte Dividende am 15. Juli 2002 an die Aktionäre zu zahlen, die am 31. März 2002 im Aktienregister der Bank eingetragen waren.

Der Rechnungsabschluss wurde von der PricewaterhouseCoopers AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, dass die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die dazugehörigen Anmerkungen für das am 31. März 2002 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermitteln. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluss.

## 7. Aktienkapital der BIZ

### *Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien*

Nach dem Beschluss der außerordentlichen Generalversammlung der Bank vom 8. Januar 2001, sämtliche von Privataktionären gehaltenen Aktien zurückzunehmen (Einzelheiten s. 71. Jahresbericht vom Juni 2001, S. 196–97), war bis Ende April 2002 für über 99% der betroffenen Aktien die Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie ausgezahlt worden. Die Bank bemüht sich weiter, mit den verbliebenen ehemaligen Privataktionären, die die Entschädigung noch nicht beansprucht haben, in Kontakt zu treten.

Einige ehemalige Privataktionäre fechten die Bedingungen der Rücknahme, insbesondere den Betrag der für ihre Aktien gezahlten Entschädigung, an. Die Bank hat beantragt, dass alle derartigen Forderungen an das durch die Haager Vereinbarungen eingesetzte Schiedsgericht verwiesen werden; derzeit sind dort Schiedsverfahren anhängig. Gemäß Artikel 54 der Statuten der Bank ist bei Streitigkeiten zwischen der Bank und ihren ehemaligen Privataktionären im Zusammenhang mit der Rücknahme ausschließlich dieses Schiedsgericht zuständig. Verfahren, die von ehemaligen Privataktionären bei nationalen Gerichten in den USA eingeleitet wurden, sind entweder abgewiesen worden oder sind während des Verfahrens beim Schiedsgericht ausgesetzt; das Gleiche strebt die Bank bei einer Klage von ehemaligen Privataktionären vor einem französischen Gericht an.

### *Aufteilung der jugoslawischen Ausgabe des Aktienkapitals der Bank*

Nach einer Einigung der fünf Nachfolgestaaten der ehemaligen Sozialistischen Föderativen Republik Jugoslawien und ihrer Zentralbanken wurde bei der außerordentlichen Generalversammlung der Bank vom 11. Juni 2001 beschlossen, die Aktien der ursprünglichen jugoslawischen Ausgabe des Kapitals der Bank zu vernichten und eine gleiche Anzahl neuer Aktien zu begeben, die unter den Zentralbanken von Bosnien und Herzegowina, Jugoslawien, Kroatien, der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien und Slowenien aufgeteilt werden. Gleichzeitig wurde beschlossen, die Aktien, die 1997 provisorisch an vier dieser Zentralbanken ausgegeben worden waren (68. Jahresbericht vom Juni 1998, S. 207), zu vernichten. Infolgedessen verringerte sich das begebene Kapital der Bank von 529 165 auf 529 125 Aktien.

## 8. Veränderungen im Verwaltungsrat

Am 28. Februar 2002 endete die Amtszeit von Urban Bäckström, Gouverneur der Sveriges Riksbank, als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom Januar 2002 wurde Nout H.E.M. Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, mit Wirkung vom 1. März 2002 für die Dauer von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der Bank gewählt.

Im März 2002 bestätigte Sir Edward George, Gouverneur der Bank of England, Lord Kingsdown als Verwaltungsratsmitglied für eine weitere Amtszeit von drei Jahren bis zum 6. Mai 2005. In derselben Sitzung des Verwaltungsrats wurde Lord Kingsdown für eine weitere Amtszeit bis zum 6. Mai 2005 als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats wiedergewählt, und Urban Bäckström wurde als Mitglied des Verwaltungsrats für eine weitere Amtsdauer von drei Jahren bis zum 31. März 2005 bestätigt.

Unter den ersten Stellvertretern der Ex-officio-Mitglieder gab es zwei Änderungen. Jean-Claude Trichet, Gouverneur der Banque de France, berief mit Wirkung vom Dezember 2001 Marc-Olivier Strauss-Kahn zum Nachfolger von Jean-Pierre Patat, und Sir Edward George ernannte mit Wirkung vom Juni 2002 Paul Tucker anstelle von Ian Plenderleith.

In der Direktion der Bank gab es im Geschäftsjahr 2001/02 keine Änderungen.

---

Der Verwaltungsrat gedachte in seiner Sitzung vom Januar 2002 in tiefer Trauer seines ehemaligen Mitglieds Jelle Zijlstra, der am 23. Dezember 2001 im Alter von 83 Jahren verstorben war. Jelle Zijlstra hatte von Juli 1967 bis Dezember 1981 dem Verwaltungsrat angehört und in dieser Zeit auch das Amt des Präsidenten der BIZ und des Vorsitzenden des Verwaltungsrats bekleidet.

Die Bank nahm ferner mit großem Bedauern den Tod zweier ehemaliger Mitglieder ihrer Geschäftsleitung zur Kenntnis. Am 5. Juni 2001 verstarb im Alter von 80 Jahren Maurice Toussaint, der 1971 zur Bank gekommen und bis zu seiner Pensionierung im Jahr 1986 Direktor in der Bankabteilung gewesen war. Am 5. Juni 2002 verstarb im Alter von 90 Jahren Antonio d’Aroma. Er war 1962 als Generalsekretär zur Bank gekommen und am 1. Januar 1975 zum Beigeordneten Generaldirektor ernannt worden. Im September 1978 war er in den Ruhestand getreten.

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 2002

# Bilanz vom 31. März 2002

(in Mio. Goldfranken, s. Anmerkung 2a zum Jahresabschluss)

2001	Aktiva	2002
	<b>Gold</b>	
2 195,3	Barren	1 910,3
<u>1 325,8</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>1 299,6</u>
3 521,1		3 209,9
20,3	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	3 292,3
4 597,8	Schatzwechsel	9 588,1
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
27 894,8	bis zu 3 Monaten	28 435,1
<u>16 901,6</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>17 102,9</u>
44 796,4		45 538,0
3 882,0	Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere bis zu 3 Monaten	1 660,7
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
4 490,3	bis zu 3 Monaten	3 753,3
<u>13 849,2</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>19 857,6</u>
18 339,5		23 610,9
113,2	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	115,4
783,7	Verschiedenes	699,1
<u>76 054,0</u>		<u>87 714,4</u>

Nach Verwendung des Reingewinns		Vor Verwendung des Reingewinns	Nach Verwendung des Reingewinns
2001	Passiva	2002	
330,7	Kapital	330,7	330,7
3 134,7	Reserven	3 134,7	3 307,8
(384,0)	Eigene Aktien	(384,0)	(384,0)
56,0	Währungsumrechnungskonto	25,5	25,5
	Einlagen (Gold)		
2 178,1	Sicht	1 909,8	1 909,8
282,5	bis zu 3 Monaten	266,4	266,4
381,7	von mehr als 3 Monaten	355,2	355,2
2 842,3		2 531,4	2 531,4
	Einlagen (Währungen)		
2 690,5	Sicht	2 510,3	2 510,3
28 204,1	bis zu 3 Monaten	36 369,5	36 369,5
36 380,2	von mehr als 3 Monaten	40 606,6	40 606,6
67 274,8		79 486,4	79 486,4
	Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		
990,6	bis zu 3 Monaten	660,0	660,0
1 760,3	Verschiedenes	1 704,0	1 704,0
	Gewinn- und Verlustrechnung	225,7	
48,6	Dividende		52,6
76 054,0		87 714,4	87 714,4

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2002 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Mio. Goldfranken)

	2001	2002
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	5 532,0	6 049,2
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	5 193,3	5 756,1
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	338,7	293,1
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1,1	0,9
Direktion und Personal	39,3	39,0
Geschäfts- und Bürokosten	18,5	18,7
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	58,9	58,6
Abschreibungen	8,1	8,8
	67,0	67,4
Reingewinn für das Geschäftsjahr	271,7	225,7
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 2002 abgeschlossene Geschäfts- jahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 380 Schweizer Franken auf 452 073 Aktien		52,6
360 Schweizer Franken auf 452 113 Aktien	48,6	
	48,6	52,6
	223,1	173,1
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	44,6	26,9
	178,5	146,2
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0
	175,5	143,2
Zuweisung an den Freien Reservefonds	175,5	143,2
	-	-

# Veränderung des Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 2002 abgeschlossenen Geschäftsjahres  
(in Mio. Goldfranken)

## I. Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken (Mio.)
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 31. März 2001 laut Bilanz	529 165	330,7
Stand am 31. März 2002 laut Bilanz	529 125	330,7

Weitere Angaben s. Anmerkung 7 zum Jahresabschluss.

## II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 31. März 2001 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 2000/01	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7
Zuzüglich: Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 2001/02	–	26,9	3,0	143,2	173,1
Stand am 31. März 2002 laut Bilanz	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8

## III. Dem Kapital und den Reservefonds per 31. März 2002 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	330,7	330,7	661,4
Währungen	–	2 977,1	2 977,1
Stand am 31. März 2002 laut Bilanz	330,7	3 307,8	3 638,5

# Anmerkungen zum Jahresabschluss

für das am 31. März 2002 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Mio. Goldfranken)

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz in Basel, Schweiz. Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ, die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 50 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; dazu werden weitere Mitglieder aus sechs dieser Länder ernannt.

Der Abschluss für das Geschäftsjahr 2001/02 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

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

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

Der Nettobetrag, der sich aus Wechselkursdifferenzen bei der Umrech-

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

*b) Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

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

Gewinne und Verluste aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestands werden über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist. Gewinne auf diesem Konto werden über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert, und zwar über einen Zeitraum, 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*

Der Einstandswert der Grundstücke, der Gebäude und der Geschäftsausstattung der Bank wird kapitalisiert. Er wird linear über die geschätzte Nutzungsdauer dieser Aktiva wie folgt abgeschrieben:

Grundstücke: keine Abschreibung

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: 4 Jahre

Sonstige Ausstattung: 4–10 Jahre

#### h) Währungsumrechnungskonto

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

Jedes Jahr überprüft der Verwaltungsrat die Höhe dieser Rückstellung, weist ihr wenn nötig einen Betrag zu und bestimmt ihre Verwendung. Die Rückstellung ist im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

### 3. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Aktiva	2001	2002
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	2 195,3	1 910,3
Termineinlagen in Gold:		
bis zu 3 Monaten	372,0	328,4
von mehr als 3 Monaten	953,8	971,2
	<u>3 521,1</u>	<u>3 209,9</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betragen GFr. 661,4 Mio. am 31. März 2002, was 192 Tonnen Feingold entsprach (2001: GFr. 661,7 Mio.; 192 Tonnen).

### 4. Schatzwechsel

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	2001	2002
Buchwert	<u>4 597,8</u>	<u>9 588,1</u>

Der Marktwert der Schatzwechsel betrug am 31. März 2002 GFr. 9 587,0 Mio. (2001: GFr. 4 601,1 Mio.).

## 5. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bank verfügte über folgende Bestände:

	2001	2002
Buchwert	18 339,5	23 610,9

Der Marktwert der Staats- und anderen Wertpapiere betrug am 31. März 2002 GFr. 23 649,6 Mio. (2001: GFr. 18 558,4 Mio.).

## 6. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

	Grundstücke + Gebäude	IT + sonstige Ausstattung	Insgesamt
Einstandswert:			
Anfangsstand am 1. April 2001	125,8	31,9	157,7
Investitionen		8,0	8,0
Wechselkursberichtigungen	3,3	0,9	4,2
Einstandswert am 31. März 2002	129,1	40,8	169,9
Abschreibungen:			
Kumulierte Abschreibungen			
am 1. April 2001	29,5	15,0	44,5
Abschreibungen für das laufende Jahr	2,3	6,5	8,8
Wechselkursberichtigungen	0,8	0,4	1,2
Kumulierte Abschreibungen am 31. März 2002	32,6	21,9	54,5
Nettobuchwert am 31. März 2002	96,5	18,9	115,4

Der Einstandswert der Grundstücke der Bank betrug am 31. März 2002 GFr. 23,5 Mio. (2001: GFr. 22,9 Mio.).

## 7. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	2001	2002
Genehmigtes Kapital:		
600 000 Aktien zu je 2 500 GFr.	1 500,0	1 500,0
Begebenes Kapital: 529 125 Aktien (2001: 529 165)	1 322,9	1 322,8
eingezahlt zu 25%	330,7	330,7

- a) Die außerordentliche Generalversammlung vom 8. Januar 2001 änderte die Statuten der Bank dahingehend, dass die Möglichkeit, BIZ-Aktien zu halten, ausschließlich auf Zentralbanken beschränkt wird. Dementsprechend wurden die 72 648 Aktien der amerikanischen, der belgischen und der französischen Ausgabe, die von Privataktionären (d.h. nicht Zentralbanken) gehalten wurden, gegen eine Entschädigung von 16 000 Schweizer Franken je Aktie obligatorisch zurückgenommen. Zum selben Preis nahm die Bank 2 304 Aktien zurück, die von anderen Zentralbanken als der des jeweiligen Emissionslandes gehalten wurden; die Rücknahme von 500 dieser Aktien wurde nach dem 31. März 2001 abgeschlossen. Der Verwaltungsrat wird zu gegebener Zeit, nach von ihm festzulegenden Modalitäten, diese Aktien unter den bestehenden Aktionärszentralbanken der Bank aufteilen. Die Stimmrechte dieser Aktien werden davon nicht berührt; sie verbleiben bei den Notenbanken Belgiens, Frankreichs und der USA.
- b) Die Kosten für die Rücknahme dieser insgesamt 74 952 Aktien, die sich auf GFr. 384,0 Mio. belaufen, werden in der Bilanz der Bank unter „Eigene Aktien“ als negativer Passivposten ausgewiesen.
- c) 40 Aktien wurden im Geschäftsjahr 2001/02 annulliert. Dabei handelte es sich um die provisorische Ausgabe von je 10 Aktien an die Notenbanken von Bosnien und Herzegowina, Kroatien, der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien und Slowenien.
- d) Die Zahl der umlaufenden Aktien, für die eine Dividende für das Geschäftsjahr 2001/02 zahlbar ist, setzt sich wie folgt zusammen:

Begebenes Kapital am 31. März 2002	529 125
Abzüglich: Eigene Aktien	
Von Privataktionären und Zentralbanken	74 952
Sonstige	2 100
Umlaufende dividendenberechtigte Aktien insgesamt	452 073

## 8. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	2001	2002
Gesetzlicher Reservefonds	33,1	33,1
Allgemeiner Reservefonds	1 303,7	1 330,6
Besonderer Dividenden-Reservefonds	71,5	74,5
Freier Reservefonds	1 726,4	1 869,6
	3 134,7	3 307,8

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt (s. auch Tabelle II in „Veränderung des Kapitals und der Reserven der Bank“).

## 9. Einlagen

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen wiesen folgende Aufgliederung nach Laufzeiten auf:

	2001	2002
Zentralbanken		
Sicht	2 293,7	2 214,2
bis zu 3 Monaten	27 176,4	34 372,8
von mehr als 3 Monaten	35 216,9	39 641,0
Andere Einleger		
Sicht	396,8	296,1
bis zu 3 Monaten	1 027,7	1 996,7
von mehr als 3 Monaten	1 163,3	965,6
	67 274,8	79 486,4

## 10. Außerbilanzielle Geschäfte

### 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 Steuerung der Zins- und Währungsrisiken der Bank bei ihren Aktiva und Passiva eingesetzt. Bei der Beurteilung von außerbilanziellen Engagements wendet die Bank dieselben Bonitätskriterien an wie bei allen anderen Anlagen.

### Nominalbetrag

	2001	2002
Währungskontrakte:		
Devisenswaps und -termingeschäfte	11 542,4	4 704,2
Währungsswaps	1 776,1	5 438,0
Optionen	–	207,9
Zinskontrakte:		
Zinsswaps	41 012,6	69 767,5
Forward Rate Agreements und Futures	21 864,3	29 837,1

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 2002 auf GFr. 1 601,3 Mio. (2001: GFr. 1 476,1 Mio.).

### b) Treuhandgeschäfte

Treuhandgeschäfte werden nicht in der Bilanz ausgewiesen, da sie zwar im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt werden.

	2001	2002
Nominalwert der für Kunden verwahrten Wertpapiere	8 400,5	8 140,4
Für verschiedene Einleger verwahrtes Gold	700,3	587,3

### c) Pensionssystem und Sparplan des Personals

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

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

Am 31. März 2002 betrug der Marktwert der Nettoaktiva des Pensionsfonds GFr. 257,1 Mio. (2001: GFr. 256,3 Mio.), was einem Deckungsgrad von 108% (2001: 117%) gegenüber dem zuletzt (am 30. September 2001) ermittelten jährlichen versicherungsmathematischen Betrag der Verpflichtungen des Fonds entsprach. Der Marktwert der Nettoaktiva des Sparfonds betrug am 31. März 2002 GFr. 24,6 Mio. (2001: GFr. 23,8 Mio.), was einem Deckungsgrad von 106% (2001: 102%) bezüglich seiner zu diesem Datum bestehenden Verbindlichkeiten entsprach. Der jüngste Jahresabschluss des Pensions- und des Sparfonds wurde für das Jahr erstellt, das am 30. September 2001 endete.

## 11. Eventualverbindlichkeiten

Einige ehemalige Privataktionäre äußerten sich unzufrieden über die Höhe der Entschädigung, die die Bank ihnen im Zusammenhang mit der obligatorischen Rücknahme der nicht von Zentralbanken gehaltenen Aktien zahlt. Derzeit sind Verfahren beim Schiedsgericht in Den Haag anhängig, und eine Klage ist beim Handelsgericht in Paris eingereicht worden. Die Bank hat erklärt, dass – sollte das Schiedsgericht den Betrag der Entschädigung erhöhen – der erhöhte Betrag für alle zurückgenommenen Aktien gelten würde.

# 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 2002 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basel, 13. Mai 2002

# Fünffjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Gold</b>					
<i>Barren</i>	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3	1 910,3
<i>Terminguthaben und Kredite</i>	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8	1 299,6
	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	7,8	8,3	11,4	20,3	3 292,3
Schatzwechsel	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1
Terminguthaben und Kredite in Währungen	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7
Staats- und andere Wertpapiere	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	124,7	120,7	113,2	115,4
Verschiedene Aktiva	258,7	44,5	82,0	783,7	699,1
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>	<b>87 714,4</b>
Eingezahltes Kapital	323,2	323,2	330,7	330,7	330,7
Reserven <i>(nach Verwendung des Reingewinns)</i>					
<i>Gesetzlicher Reservefonds</i>	32,3	32,3	33,1	33,1	33,1
<i>Allgemeiner Reservefonds</i>	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7	1 330,6
<i>Besonderer Dividenden-Reservefonds</i>	62,5	65,5	68,5	71,5	74,5
<i>Freier Reservefonds</i>	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4	1 869,6
	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7	3 307,8
Eigene Aktien	–	–	–	(384,0)	(384,0)
Währungsumrechnungskonto	247,2	265,4	191,9	56,0	25,5
Einlagen					
<i>Gold</i>	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4
<i>Währungen</i>	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4
	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	30,7	121,5	103,0	990,6	660,0
Pensionssystem des Personals	257,0	–	–	–	–
Verschiedene Passiva	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3	1 704,0
Dividende	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>	<b>76 054,0</b>	<b>87 714,4</b>

# Fünfjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1998	1999	2000	2001	2002
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	314,9	370,4	376,6	338,7	293,1
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9
<i>Direktion und Personal</i>	39,4	40,9	40,6	39,3	39,0
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	15,0	18,6	19,4	18,5	18,7
Verwaltungskosten vor Abschreibungen	55,7	60,8	61,2	58,9	58,6
<i>Abschreibungen</i>	–	6,0	7,6	8,1	8,8
	55,7	66,8	68,8	67,0	67,4
Reingewinn für das Geschäftsjahr	259,2	303,6	307,8	271,7	225,7
Dividende	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
	206,6	246,2	253,1	223,1	173,1
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	41,3	49,2	50,6	44,6	26,9
	165,3	197,0	202,5	178,5	146,2
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
Zuweisung an den Freien Reservefonds	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
	–	–	–	–	–

# Verwaltungsrat

Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Lord Kingsdown, London  
Stellvertretender Vorsitzender

Urban Bäckström, Stockholm  
Vincenzo Desario, Rom  
David Dodge, Ottawa  
Antonio Fazio, Rom  
Sir Edward George, London  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
Masaru Hayami, Tokio  
William J. McDonough, New York  
Guy Quaden, Brüssel  
Jean-Pierre Roth, Zürich  
Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Vicomte Verplaetse, Brüssel  
Ernst Welteke, Frankfurt am Main

## *Stellvertreter*

Bruno Bianchi oder Stefano Lo Faso, Rom  
Roger W. Ferguson oder Karen H. Johnson, Washington  
Peter Praet oder Jan Smets, Brüssel  
Jürgen Stark oder Stefan Schönberg, Frankfurt am Main  
Marc-Olivier Strauss-Kahn oder Michel Cardona, Paris  
Paul Tucker oder Paul Fisher, London

## *Unterausschüsse des Verwaltungsrats*

Konsultativkomitee  
Geschäftsprüfungsausschuss  
unter dem Vorsitz von Lord Kingsdown

## Oberste Führungsebene der Bank

Andrew Crockett	Generaldirektor
André Icard	Stellvertretender Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungsleiter
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Robert D. Sleeper	Leiter der Bankabteilung
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
Peter Dittus	Stellvertretender Generalsekretär
Josef Tošovský	Vorsitzender, Institut für Finanzstabilität



# Mitgliedszentralbanken der BIZ

Banco Central de la República Argentina	Lietuvos Bankas (Litauen)
Reserve Bank of Australia	Central Bank of Malaysia
Banque Nationale de Belgique	Narodna Banka na Republika Makedonija
Centralna banka Bosne i Hercegovine	Banco de México
Banco Central do Brasil	De Nederlandsche Bank
Bulgarian National Bank	Norges Bank (Norwegen)
The People's Bank of China	Oesterreichische Nationalbank
Danmarks Nationalbank	Narodowy Bank Polski (Polen)
Deutsche Bundesbank	Banco de Portugal
Eesti Pank (Estland)	Banca Natională a României (Rumänien)
Europäische Zentralbank	Central Bank of the Russian Federation (Russland)
Suomen Pankki (Finnland)	Saudi Arabian Monetary Agency
Banque de France	Sveriges Riksbank (Schweden)
Bank of Greece (Griechenland)	Schweizerische Nationalbank
Hong Kong Monetary Authority	Monetary Authority of Singapore
Reserve Bank of India	Národná Banka Slovenska (Slowakei)
Central Bank of Ireland	Banka Slovenije (Slowenien)
Sedlabanki Islands	Banco de España
Banca d'Italia	South African Reserve Bank
Bank of Japan	Bank of Thailand
Narodna Banka Jugoslavije	Ceská národní banka (Tschechische Republik)
Bank of Canada	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi
The Bank of Korea	Magyar Nemzeti Bank (Ungarn)
Hrvatska narodna banka (Kroatien)	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
Latvijas Banka (Lettland)	Bank of England

