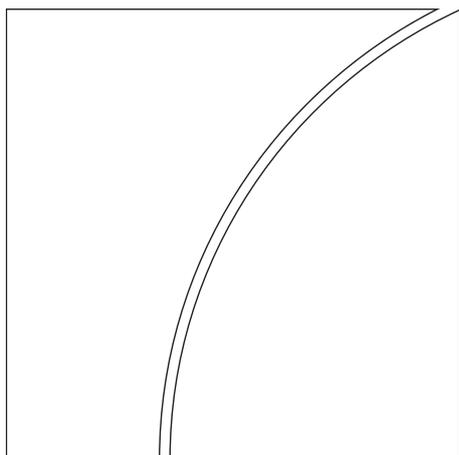




BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH



# **74. Jahresbericht**

1. April 2003–31. März 2004

Basel, 28. Juni 2004

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 2004. Alle Rechte vorbehalten.  
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle  
genannt wird.*

ISSN 1021-2485 (Druckversion)

ISSN 1682-7724 (Online)

ISBN 92-9131-358-0 (Druckversion)

ISBN 92-9197-358-0 (Online)

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

# Inhalt

Vorwort .....	1
<b>I. Einleitung: Zeit für eine Neuorientierung? .....</b>	<b>3</b>
Stärkeres Wachstum setzt ein .....	4
Weitere Entwicklungen – teils erwartet, teils unerwartet .....	8
<b>II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern .....</b>	<b>12</b>
Schwerpunkte .....	12
Weltweite Konjunkturbelebung 2003 .....	13
<i>Beschleunigung des Wirtschaftswachstums</i> .....	13
<i>Veränderte Wachstumsstruktur</i> .....	15
<i>Ausblick</i> .....	17
Produktivitätsaussichten .....	19
<i>Produktivitätsniveau</i> .....	19
<i>Produktivitätszuwachs</i> .....	20
<i>Produktivitätsmaße des Unternehmenssektors</i> .....	21
<i>Ausblick</i> .....	23
Inflation .....	24
<i>Inflationsaussichten</i> .....	25
Vermögenspositionen des privaten Sektors .....	26
<i>Unternehmensbilanzen</i> .....	26
<i>Vermögenspositionen der privaten Haushalte</i> .....	28
Ausblick für die öffentlichen Haushalte .....	29
<i>Besorgnis wegen schwacher Haushaltslage</i> .....	29
<i>Das Problem des demografischen Wandels</i> .....	31
Leistungsbilanzen .....	32
<i>Zunehmende weltweite Leistungsbilanzungleichgewichte</i> .....	32
<i>Beträchtliche Unsicherheiten auf mittlere Sicht</i> .....	35
<i>Anpassungsprozess</i> .....	37
<b>III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....</b>	<b>40</b>
Schwerpunkte .....	40
Rückkehr von Kapitalzuflüssen .....	42
<i>Bestimmungsfaktoren der jüngsten Kapitalzuflüsse</i> .....	44
<i>Wie nachhaltig sind die Kapitalzuflüsse?</i> .....	46
Wechselkurse und Akkumulation von Währungsreserven .....	47
<i>Wirtschaftspolitische Reaktionen</i> .....	47
<i>Herausforderungen für die Zukunft</i> .....	49
Kreditinduzierte Nachfrage und Ausgaben der privaten Haushalte .....	52
<i>Haben sich die Kreditnehmer übernommen?</i> .....	54
<i>Sind die Immobilienmärkte überhitzt?</i> .....	55
<i>Wirtschaftspolitische Reaktionen und offene Fragen</i> .....	55
Wirtschaftsboom in China und Indien .....	57
<i>Ursprünge des jüngsten Aufschwungs in China</i> .....	57

<i>Regionale und globale Auswirkungen</i> .....	58
<i>Nachhaltigkeit des gegenwärtigen Aufschwungs</i> .....	59
<i>Beschleunigtes Wachstum in Indien</i> .....	61
Rohstoffmärkte und Preise .....	63
<i>Jüngste Entwicklungen und langfristige Trends</i> .....	63
<i>Potenzieller wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf</i> .....	66
IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern .....	69
Schwerpunkte .....	69
Entwicklungen im Einzelnen .....	69
<i>USA</i> .....	69
<i>Euro-Raum</i> .....	73
<i>Japan</i> .....	75
<i>Länder mit Inflationsziel</i> .....	77
Weltweite Liquidität: Die Rolle der Geldpolitik in den G3 .....	80
Kommunikation in der Geldpolitik .....	82
<i>Die Bedeutung guter Kommunikation</i> .....	83
<i>Trends zu größerer Offenheit</i> .....	84
<i>Auswertung bisheriger Erfahrungen</i> .....	86
<i>Gründe für unterschiedliche Kommunikationsstrategien</i> .....	87
<i>Herausforderungen an die Kommunikation</i> .....	88
V. Devisenmärkte .....	91
Schwerpunkte .....	91
Wechselkursbewegungen: die Fakten .....	92
Wechselkursbewegungen: die Bestimmungsfaktoren .....	96
<i>Das Leistungsbilanzdefizit der USA</i> .....	96
<i>Zinsdifferenzen</i> .....	97
<i>Wechselkurspolitik in Asien</i> .....	99
Finanzierung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und Rolle der Währungsreserven .....	101
<i>Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern     seit 1973</i> .....	102
<i>Die Rolle von Währungsreserven</i> .....	105
VI. Finanzmärkte .....	110
Schwerpunkte .....	110
Renditenstrukturkurven und Geldpolitik .....	110
<i>Renditenstrukturkurven und Erwartungen</i> .....	111
<i>Die Verkaufswelle im Sommer</i> .....	113
<i>Wandel der Korrelationen zwischen Anleihemärkten</i> .....	115
<i>Aufbau staatlicher Reserven</i> .....	116
<i>Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft und     Anleiherenditen in den USA</i> .....	116
<i>Funktionieren der Märkte bei niedrigen Zinssätzen</i> .....	118
Aktienmärkte und Risikobereitschaft .....	119
<i>Die Rolle der Fundamentaldaten</i> .....	120
<i>Die Rolle der Risikobereitschaft der Anleger</i> .....	121
Märkte für Unternehmensanleihen und Kreditrisiko .....	123
<i>Verbesserung der Fundamentaldaten</i> .....	124

<i>Wiederaufleben der Risikobereitschaft</i> .....	126
Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften .....	127
<i>Anfälligkeit gegenüber Änderungen der Finanzierungsbedingungen</i> ..	127
<i>Umschuldungen</i> .....	130
Hintergründe und Folgen des Renditenstrebens .....	131
<i>Nominale Zielrenditen</i> .....	131
<i>Die Rolle von Arbitrage-CDO</i> .....	133
<i>Folgen des Renditenstrebens</i> .....	134
VII. Finanzsektor .....	135
Schwerpunkte .....	135
Ertragslage des Finanzsektors .....	135
<i>Geschäftsbanken</i> .....	136
<i>Das japanische Bankensystem</i> .....	138
<i>Investment Banking</i> .....	140
<i>Versicherungssektor</i> .....	141
Bestimmungsfaktoren der positiven Ertragslage .....	142
<i>Konjunkturelle Faktoren</i> .....	142
<i>Strukturelle Faktoren</i> .....	144
<i>Umstrukturierungen im Bankensektor</i> .....	144
<i>Strategien im Privatkundengeschäft</i> .....	146
<i>Risikotransfermärkte</i> .....	146
Höhere Risikobereitschaft .....	148
<i>Hinweise auf größere Risikobereitschaft</i> .....	148
<i>Einflussfaktoren für das Eingehen höherer Risiken</i> .....	150
<i>Potenzielle Gefahren</i> .....	151
Verschuldung der privaten Haushalte und Finanzstabilität .....	152
VIII. Schlussbemerkungen: Wandel, Unsicherheit und wirtschaftspolitische Strategie .....	157
Ist der Aufschwung nachhaltig? .....	159
Maßnahmen zur Förderung der Währungs- und Finanzstabilität .....	164
Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit .....	175
Verwaltungsrat und oberste Führungsebene .....	206
Mitgliedszentralbanken der BIZ .....	209
Jahresabschluss .....	211
Bericht der Buchprüfer .....	234
5-Jahres-Überblick .....	235

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 4. und 10. Juni 2004 abgeschlossen.

## Grafiken

II.1	Realzins, struktureller Haushaltssaldo und Produktionslücke . . . . .	14
II.2	Gesamtwirtschaftliche Gewinnquote und Sparquote der privaten Haushalte . . . . .	16
II.3	Indikatoren für Unterauslastung in der US-Wirtschaft . . . . .	17
II.4	Konjunkturerholungen in den USA . . . . .	18
II.5	Trends der totalen Faktorproduktivität . . . . .	23
II.6	Veränderung der Inflation und Produktionslücke, 1979–2004 . . . . .	26
II.7	Sektorale Verschuldung . . . . .	27
II.8	Sektorale Finanzierungssalden . . . . .	34
II.9	Leistungsbilanz, Nachfragerlücke und realer effektiver Wechselkurs . . . . .	37
III.1	Industrieproduktion . . . . .	40
III.2	Bestimmungsfaktoren der Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften . . . . .	45
III.3	Nominale effektive Wechselkurse . . . . .	47
III.4	Kurzfristige Zinssätze in Asien . . . . .	50
III.5	Kreditvergabe an private Haushalte und Immobilienpreise . . . . .	53
III.6	Importnachfrage Chinas . . . . .	59
III.7	Investitionen, Geldmenge, Kreditvergabe und Preise in China . . . . .	60
III.8	Der IT-Sektor in Indien . . . . .	62
III.9	Rohstoffpreise und nominaler effektiver Wechselkurs in den USA . . . . .	64
III.10	Reale Rohstoffpreise (ohne Öl) aus historischer Sicht . . . . .	65
III.11	Grundstoffexporteure und Volatilität des BIP-Wachstums . . . . .	67
IV.1	Wirtschaftsindikatoren in den USA . . . . .	70
IV.2	Kurswechselstrategien in den USA . . . . .	72
IV.3	Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum . . . . .	73
IV.4	Inflationsbereinigte Preise für Wohneigentum . . . . .	74
IV.5	Wirtschaftsindikatoren in Japan . . . . .	76
IV.6	Bilanz der Bank of Japan . . . . .	77
IV.7	Inflation und Leitzins in Ländern mit Inflationsziel . . . . .	78
IV.8	Wechselkurse in Ländern mit Inflationsziel . . . . .	79
IV.9	G3-Geldpolitik und Indikatoren der weltweiten Liquidität . . . . .	80
IV.10	Prognosefehler der Märkte bezüglich der Geldpolitik . . . . .	86
IV.11	Reaktion der Marktsätze auf geldpolitische Beschlüsse . . . . .	87
V.1	Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Euro und Yen . . . . .	92
V.2	Wechselkurse anderer Industrieländer . . . . .	93
V.3	Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften . . . . .	93
V.4	Wahrscheinlichkeitsverteilung des Dollars gegenüber Euro und Yen . . . . .	94
V.5	Nominaler effektiver Wechselkurs von Dollar, Euro und Yen . . . . .	95
V.6	US-Leistungsbilanzdefizit und seine Finanzierung . . . . .	96
V.7	Portfolioströme zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften . . . . .	98
V.8	Effekt von Interventionen am Yen/Dollar-Markt . . . . .	99
V.9	12-Monats-Terminkurse . . . . .	101
V.10	Leistungsbilanzkorrekturen und Finanzierungsströme . . . . .	103
V.11	USA: Leistungsbilanzkorrekturen und Finanzierungsströme . . . . .	104

VI.1	Kurz- und langfristige Zinssätze .....	111
VI.2	Volatilität und Laufzeitprämien an Festzinsmärkten .....	112
VI.3	Terminkurven .....	113
VI.4	Schatzpapiere und hypothekarisch unterlegte Wertpapiere (MBS) in den USA .....	114
VI.5	Wachstumsprognosen, überraschende Daten und Anleihemarktkorrelationen .....	115
VI.6	Auswirkungen überraschender Beschäftigungszahlen (ohne Landwirtschaft) auf die Renditen von US-Schatzpapieren .....	117
VI.7	Funktionieren der Märkte bei niedrigen Zinssätzen .....	118
VI.8	Aktienmärkte .....	119
VI.9	Gewinnwachstum und Gewinnwarnungen .....	120
VI.10	Volatilität und Risikobereitschaft an Aktienmärkten .....	122
VI.11	Renditenaufschläge .....	123
VI.12	Mittelaufnahme an den Kapitalmärkten .....	124
VI.13	Bonität von Unternehmen .....	125
VI.14	Differenzierung an den Kreditmärkten .....	127
VI.15	Aufstrebende Volkswirtschaften .....	128
VI.16	Auslandsverschuldung aufstrebender Volkswirtschaften .....	129
VI.17	Renditenstreben .....	132
VII.1	Kurse von Bankaktien .....	136
VII.2	Kreditwachstum .....	137
VII.3	Bankensektor in Japan .....	139
VII.4	Indikatoren für das Investmentgeschäft der Banken .....	140
VII.5	Versicherungsgesellschaften: Aktienbestände und Ertragslage ...	141
VII.6	Öffentlich zugängliche Märkte für Gewerbeimmobilien .....	144
VII.7	Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken .....	147
VII.8	Umsatzvolumen am Sekundärmarkt für Kredite .....	148
VII.9	Risikopreise an den Konsortialkredit- und Anleihemärkten .....	149
VII.10	Liquidität und Risikoverhalten großer Investmentbanken .....	150
VII.11	Eigenkapitalquote der Banken .....	150
VII.12	Reagibilitätsanalyse der Schuldendienstquoten .....	154

## Tabellen

II.1	Wachstum und Inflation .....	12
II.2	Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum .....	13
II.3	Produktivitätsniveau .....	20
II.4	Produktivitätszuwächse .....	22
II.5	Welthandel und Preise .....	25
II.6	Fiskalindikatoren 2003 .....	30
II.7	Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen .....	33
II.8	Ersparnis und Investitionen .....	34
III.1	Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanz .....	41
III.2	Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften ...	43
III.3	Währungsreserven .....	48
III.4	Geldmengenaggregate: Anstieg über das Wachstum des nominalen BIP hinaus .....	51
III.5	Außenhandel Chinas .....	58
III.6	Ausgewählte Rohstoffpreise, März 2004 .....	63
IV.1	Meldungen von Zentralbanken .....	85

V.1	Wechselkurse und Zinsdifferenzen .....	97
V.2	Jährliche Veränderung der offiziellen Währungsreserven .....	100
V.3	Finanzierungsströme und Leistungsbilanzkorrekturen .....	102
V.4	Wechselkursvolatilität und Veränderung der Reserven .....	107
V.5	Relative Höhe der Währungsreserven .....	108
VII.1	Rentabilität großer Banken .....	137
VII.2	Preise gewerblicher Immobilien .....	143
VII.3	Umstrukturierung des Bankensektors .....	145
VII.4	Preise für Wohneigentum und Verschuldung der privaten Haushalte .....	153

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

## 74. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 28. Juni 2004 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2004 abgeschlossene 74. Geschäftsjahr vorlegen.

Erstmals hat die Bank ihren Jahresabschluss mit dem Sonderziehungsrecht (SZR) anstelle des Goldfrankens als Recheneinheit erstellt. Längerfristig von größerer Bedeutung sind die Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie der Offenlegung der Bank; diese wurden damit den internationalen Entwicklungen angenähert. Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt auf dieser Basis SZR 536,1 Mio., verglichen mit SZR 592,8 Mio. im Vorjahr; die Vorjahreszahl wurde aufgrund der erwähnten Änderungen neu berechnet. Nähere Angaben zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2003/04 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 201). Zu den geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden s. Anmerkung 2 zum Jahresabschluss (S. 216), zu ihren finanziellen Auswirkungen s. Anmerkung 31 (S. 229).

Der Verwaltungsrat schlägt vor, die Dividende erstmals in SZR anzugeben. In Anwendung von Artikel 51 der Statuten der Bank empfiehlt er der Generalversammlung daher, SZR 104,0 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 225 je Aktie zu verwenden, zahlbar in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, SZR 86,4 Mio. dem Allgemeinen Reservefonds, SZR 20,5 Mio. dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von SZR 325,2 Mio. dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2003/04 den Aktionären am 2. Juli 2004 gezahlt.

Basel, 10. Juni 2004

MALCOLM D. KNIGHT  
Generaldirektor



## I. Einleitung: Zeit für eine Neuorientierung?

Nach dem Konjunkturabschwung, der Anfang 2001 eingesetzt hatte, herrschte längere Zeit Enttäuschung wie auch Verwunderung, dass die geld- und fiskalpolitischen Impulse, obgleich stärker als je zuvor, keine deutlicheren Erfolge bei der Belebung des weltweiten Wirtschaftswachstums zutage brachten. Anlass zur Sorge für die Zentralbanken war vor allem, dass eine erhöhte Risikoscheu bei Märkten und Finanzinstituten einige der wichtigsten Transmissionskanäle der expansiven Geldpolitik zu versperren schien. Später hellte sich dieses trübe Bild auf: Die Finanzmärkte fanden wieder Grund zum Optimismus und wurden weiterhin durch eine außerordentlich akkommodierende Wirtschaftspolitik gestützt. Mit 0% in Japan, 1% in den USA und 2% im Euro-Raum lagen die Leitzinsen in den wichtigsten industrialisierten Volkswirtschaften ganz oder fast auf dem tiefsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. Diese weltweiten Auftriebskräfte wurden noch durch eine weitere außergewöhnliche Entwicklung verstärkt: Vor allem um der Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken, intervenierten im Berichtszeitraum mehrere Länder massiv an den Devisenmärkten. Außerdem lockerten sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften generell die Finanzierungsbedingungen.

Ein Rückblick auf das letzte Jahr, wie er im Mittelpunkt dieser Einleitung steht, beweist wohl, dass die Wirtschaftspolitik die kräftige Erholung der Weltkonjunktur entscheidend mitgeprägt hat. Außer im Euro-Raum lag das Wirtschaftswachstum praktisch überall deutlich über den Prognosen von vor einem Jahr. Zudem hat das kräftigere Wachstum bisher noch nicht zu einer nennenswerten Beschleunigung der Kerninflation der Verbraucherpreise geführt. Ein Blick nach vorn, wie ihn die Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts tun werden, zeigt, dass die Prognosen von einer Fortsetzung dieser glücklichen Konstellation ausgehen, gestützt insbesondere durch ein relativ starkes Produktivitätswachstum in einigen Industrieländern. Was also ist zu befürchten, abgesehen von den üblichen Messfehlern und der Tatsache, dass Prognosen genauso gut falsch sein können?

Ein denkbare Problem wäre eine unerwartete Beschleunigung der Inflation; Vorboten davon sind vielleicht der jüngste starke Anstieg der Rohstoffpreise und die damit verbundene Inflation in China. Eine andere Sorge könnten Preisblasen bei Vermögenswerten und unrentable Investitionen sein, mit denen ein übermäßiges Kreditwachstum in der Vergangenheit oft einherging. Die Ausweitung der Aufschläge bei Staatsanleihen und hochrentierenden Unternehmensanleihen, die im April 2004 begann, ist womöglich ein frühes Anzeichen für einen Abbau latenter Übersteigerungen.

Ob finanzielle Anspannungen auf kurze Sicht als wahrscheinlich eingeschätzt werden oder nicht – fest steht, dass die jetzige expansive Konjunkturpolitik nicht auf Dauer beizubehalten ist. Die entscheidende Herausforderung in der Aufschwungphase wird darin bestehen, die Wirtschaftspolitik zu straffen, ohne eine Weltwirtschaft zu destabilisieren, die ohnehin wirtschaftliche und finanzielle Ungleichgewichte aufweist.

Längerfristig stellt sich die Frage nach den tief greifenden Konsequenzen dreier miteinander verflochtener globaler Strukturänderungen. Erstens haben Deregulierung und Globalisierung an den Märkten für Güter und Dienstleistungen weltweit die Produktivität gestärkt und wohl auch die Inflation gedämpft. Zweitens dürfte mit der Liberalisierung im Finanzsektor das Potenzial für Höhenflüge und anschließende Einbrüche in der Kreditvergabe und bei den Preisen von Vermögenswerten gewachsen sein. Drittens konzentriert sich die Geldpolitik immer mehr auf die Kontrolle der Inflation und hat außerdem an Glaubwürdigkeit gewonnen. Vor dem Hintergrund der ersten beiden Veränderungen könnte diese letztgenannte deutlich geringere geldpolitische Straffungen bei ungewöhnlich raschem Wachstum oder vermuteten Übersteigerungen im Finanzsystem bedeuten. Immer vorausgesetzt, dass die Inflation unter Kontrolle ist, wäre aber auch denkbar, dass die Geldpolitik es sich leisten zu können glaubt, auf eine Konjunkturabschwächung oder auf finanzielle Schwierigkeiten infolge vorangegangener Übersteigerungen wesentlich energischer zu reagieren als in der Vergangenheit.

Eine solche Asymmetrie in der Geldpolitik – und im Übrigen auch in der Fiskalpolitik – hat zu der begrüßenswerten Verringerung der konjunkturellen Schwankungen in den letzten Jahren beigetragen. Dieser Ansatz könnte auf die Dauer jedoch auch riskant sein. Schließlich ist der Spielraum für Reaktionen auf weitere unwillkommene Schocks bereits recht begrenzt, da die Staatsschuldenquoten im jüngeren Vergleich immer noch sehr hoch sind und die Nominalzinsen nahe bei null liegen.

Vorerst können wir von Glück sagen, dass eine weltweite Konjunkturerholung im Gang ist und Schocks nicht Realität, sondern nur Eventualität sind. Hat sich der Aufschwung erst einmal etabliert, wird aber eine ungewöhnlich starke Neuorientierung der Fiskal- und Geldpolitik erforderlich sein, um deren Flexibilität wiederherzustellen. Darüber hinaus müssten die analytischen Annahmen, die der Formulierung der Wirtschaftspolitik bisher zugrunde lagen, rigoros überprüft werden. Angesichts des raschen und drastischen wirtschaftlichen und finanziellen Strukturwandels, der vielleicht noch nicht einmal abgeschlossen ist, wäre es vermutlich leichtsinnig, wenn die Wirtschaftspolitik einfach annähme, dass ihre alten Antworten ihre Gültigkeit behalten werden.

## Stärkeres Wachstum setzt ein

Dem weltweiten Abschwung Anfang dieses Jahrzehnts setzten die wichtigsten Industrieländer, allen voran die USA, ungewöhnlich starke fiskal- und geldpolitische Impulse entgegen, ermöglicht durch die niedrigen Inflationsraten, die im Berichtszeitraum generell bestehen blieben.

In den USA war die Fiskalpolitik mit Ausgabensteigerungen und Steuer-senkungen bemerkenswert expansiv. Die Geldpolitik schwenkte dauerhaft auf einen höchst akkommodierenden Kurs ein. Das Ziel für den Tagesgeldsatz wurde bei 1% gehalten, und darüber hinaus wurden große Anstrengungen unternommen, um insbesondere die Anleihemärkte davon zu überzeugen, dass diese Ausrichtung für einen beträchtlichen Zeitraum beibehalten werden würde. Ein etwas anderer, jedoch ebenfalls expansiver Kurs wurde in Japan verfolgt, wo das enorme Haushaltsdefizit und die hohe Verschuldung eine weitere fiskalpolitische Stimulierung einschränkten. Daher wurde die Geldpolitik der quantitativen Lockerung intensiviert, und es wurde verstärkt versucht, die Öffentlichkeit zu überzeugen, dass sämtliche Teile der Regierung nun an einem Strang zogen, um die Deflation zu beenden. Im Euro-Raum stieg das Haushaltsdefizit in drei Ländern (darunter die beiden größten Volkswirtschaften) über die Obergrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Während dies von Ländern, die die Regeln eingehalten hatten, scharf kritisiert wurde, war der damit verbundene Ausgabeneffekt hilfreich, ebenso wie der anhaltend akkommodierende Kurs der Europäischen Zentralbank (EZB).

Entsprechend der relativen Lockerung der Geldpolitik in den USA und der wachsenden Belastung durch die außenwirtschaftlichen Defizite und die Auslandsverschuldung war der US-Dollar im letzten Jahr trendmäßig schwächer. Vor allem Länder mit einem festen Wechselkurs gegenüber dem Dollar stellten sich nachdrücklich gegen diesen „Export“ des US-Disinflationsdrucks. In Japan erreichten die Devisenmarktinterventionen der Währungsbehörden, mit denen eine zu rasche Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar und dem chinesischen Renminbi verhindert werden sollte, ein nie gekanntes Ausmaß. Auch andere Länder, insbesondere in Asien, intervenierten massiv an den Devisenmärkten. Viele aufstrebende Volkswirtschaften reagierten auf den Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar auch mit einer Lockerung der Geldpolitik. Ferner verschoben einige Länder Lateinamerikas sowie Mittel- und Osteuropas ihre Pläne für einen fiskalpolitischen Sparkurs und Strukturreformen, die zuvor angesichts des Abwertungsdrucks auf ihre Währungen als notwendig erachtet worden waren. Die längerfristigen Konsequenzen einmal beiseite gelassen, begünstigte auch dies den Aufschwung.

Praktisch alle Finanzmärkte reagierten lebhaft auf diese generelle Lockerung der Geldpolitik, wenn auch mit sehr unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung. Die langfristigen Anleiherenditen in den USA, die seit Jahren einem Abwärtstrend gefolgt waren, blieben im Berichtszeitraum im Wesentlichen auf ungewöhnlich niedrigem Niveau konstant. Hinter dieser allgemeinen Stabilität verbargen sich jedoch wechselnde Phasen, in denen die Märkte auf Kräfte reagierten, die höhere bzw. niedrigere Renditen verlangten. Höhere Renditen schienen z.B. aufgrund der nach oben korrigierten Erwartungen für das Wachstum und die Haushaltsdefizite gerechtfertigt; gebremst wurden die Renditen u.a. durch massive Käufe von US-Schatzpapieren durch asiatische Zentralbanken und die Hinweise der Federal Reserve hinsichtlich ihrer voraussichtlichen geldpolitischen Schritte. Die Renditen im Euro-Raum entwickelten sich die meiste Zeit recht synchron zu den US-Renditen, koppelten sich gegen Ende des Berichtszeitraums jedoch in gewissem Maße

ab, als die US-Renditen scharf anzogen. Dies stand durchaus im Einklang mit den gedämpfteren Wachstumsaussichten im Euro-Raum.

An den meisten anderen Finanzmärkten war die Situation wesentlich klarer. Die Preise von Vermögenswerten stiegen fast im gesamten Berichtszeitraum kräftig an, was zusätzlich zur Vertrauensbildung beitrug und den Konjunkturaufschwung förderte. Die weltweiten Aktienmärkte entwickelten sich besonders dynamisch, angeführt von den Technologiewerten und den Aktien aufstrebender Volkswirtschaften. Die Renditenaufschläge auf hochriskante Unternehmensanleihen sanken deutlich, ebenso wie die Credit-Default-Swap-Spreads. Auch die Aufschläge auf Staatsanleihen verringerten sich, und aufstrebende Volkswirtschaften, darunter etliche mit fragwürdiger Bonität, fanden wieder leichter Zugang zu den Kapitalmärkten. Am wichtigsten war vielleicht, dass die Preise von Wohnimmobilien – ebenso wie die entsprechende Verschuldung – in vielen Ländern weiter stiegen. Erst in den letzten Monaten des Berichtszeitraums begannen sich diese Trends an einigen Märkten umzukehren bzw. erheblich an Dynamik zu verlieren.

Zum Teil könnten diese Preisanstiege bei den Vermögenswerten mit den niedrigen Anleiherenditen zusammenhängen. Durch niedrigere nominale Hypothekenzinsen veränderte sich das Zahlungsprofil der Schuldner und verringerten sich unmittelbare Liquiditätsprobleme. Es ist somit weder überraschend noch beunruhigend, dass sich dies schließlich sowohl in höheren Preisen von Wohnimmobilien als auch in höheren Schuldenständen niederschlug. Problematischer ist dagegen, dass die niedrigeren Anleiherenditen Anlass zu wachsender Risikofreudigkeit gewesen sein könnten. Für Versicherungsgesellschaften, die vertraglich verpflichtet waren, hohe Renditen auf ihre Passiva zu zahlen, wurde das Eingehen größerer Risiken beinahe zur Überlebensfrage. Eine ähnliche Versuchung dürfte auch für Pensionsfonds bestanden haben, deren angestrebte Rendite über der von Staatsanleihen lag. Da die Erinnerung an vorangegangene finanzielle Verluste zu verblassen begann, war es außerdem nur natürlich, dass das Vertrauen zurückkehrte. Mit dem einsetzenden Preisanstieg schienen die Erwartungen zudem durch Extrapolation gebildet zu werden, wie es in der Vergangenheit oft der Fall gewesen war.

Doch neben dem Zinsargument lässt sich zur Begründung der Preissteigerungen bei Vermögenswerten auch die Tatsache heranziehen, dass sich an vielen Märkten gleichzeitig die Fundamentaldaten verbesserten. In den Industrieländern verringerten sich beispielsweise die Unternehmenskonkurse und die Verluste im Konkursfall. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, vor allem in Asien, scheint die Wirtschaftspolitik jetzt angemessener und wachstumsfördernder zu sein als vor einem Jahrzehnt. Die Preise von Wohnimmobilien wurden in vielen Ländern durch Bebauungsvorschriften, Zuwanderung und die Präferenz der Käufer für bestimmte Regionen in jeweils unterschiedlichem Maße nach oben getrieben. Diese Einflussfaktoren dürften nicht so bald nachlassen, könnten allerdings durch andere überdeckt werden.

Mit größerer Sicherheit lässt sich sagen, dass die Kombination einer lockeren Wirtschaftspolitik und dynamischerer Finanzmärkte zu einer Beschleunigung der globalen Konjunkturentwicklung beitrug. Unter den

Industrieländern waren die USA führend, dicht gefolgt von Australien und vom Vereinigten Königreich. Unter dem Einfluss kräftiger Zuwächse bei den Unternehmensgewinnen begann sich die erwartete Verschiebung der Ausgaben zu Investitionen abzuzeichnen, doch der Verbrauch blieb ebenfalls robust. Die privaten Haushalte nutzten entweder die höheren Wohnimmobilienpreise, um liquide Mittel aus Wohneigentum zu Ausgabezwecken abzuschöpfen, oder sie refinanzierten ihre Hypotheken, um die monatlichen Zinszahlungen zu senken. Auch in etlichen anderen Industrieländern, darunter einige der kleineren Länder des Euro-Raums, war ein sehr lebhaftes Wirtschaftswachstum die Regel. In Japan wurden ebenfalls Anzeichen einer unmittelbar bevorstehenden Erholung erkennbar, denn die Exporte stiegen sprunghaft an, vor allem nach China. Noch ermutigender war, dass auch die Investitionsausgaben großer japanischer Unternehmen allmählich wieder zunahmen. Ein Jahrzehnt lang waren positive Cashflows vornehmlich zur Reduzierung von Schulden aus der Boomphase der achtziger Jahre verwendet worden.

In mehreren größeren kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften waren die Anzeichen für eine Konjunkturerholung deutlich schwächer. Zwar profitierten diese Länder trotz der effektiven Aufwertung des Euro weiterhin von dem Auftrieb, der von den steigenden Exporten ausging, und die Dynamik schien auf das Vertrauen der Unternehmen überzugreifen. Das Problem bestand jedoch darin, dass die Ausgabenzurückhaltung der Verbraucher anhielt, obwohl die Vermögenspositionen der privaten Haushalte im internationalen Vergleich recht solide waren. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit Plänen, die Strukturmängel am Arbeitsmarkt, bei den Renten, im Gesundheitswesen und in der Steuerverwaltung unmittelbar anzugehen, dürften hier durchaus eine Rolle gespielt haben, ebenso wie der verbreitete Eindruck einer höheren Inflation nach der Einführung des Euro. Dass Vermögen aus Wohneigentum in diesen Ländern nicht so leicht in liquide Mittel umgewandelt werden kann wie z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich, heißt auch, dass der Verbrauch stärker von den Nettoeinnahmen abhängig ist und darum anfälliger war für die weiter unten erörterten Rückschläge an den Arbeitsmärkten.

Auch die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften wiesen im Berichtszeitraum ein höheres Wachstum auf. Oft begünstigten positive internationale Einflüsse, insbesondere höhere Rohstoffpreise und leichter zugängliche Finanzmärkte, gemeinsam mit einer stärkeren Inlandsnachfrage das Wachstum. China erzielte ein beeindruckendes Ergebnis mit Folgewirkungen in ganz Asien und sogar darüber hinaus. Vor dem Hintergrund massiver Kapitalzuflüsse und eines sehr hohen Wachstums der Inlandskredite stiegen die chinesischen Unternehmensinvestitionen auf über 40% des BIP. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens blieben die Investitionen deutlich hinter früheren Höchstständen zurück. Dies war möglicherweise auf nach wie vor bestehende Überkapazitäten in einigen Ländern sowie auf den internationalen Wettbewerbsdruck zurückzuführen. In einer Reihe von Ländern beschleunigte sich jedoch der Konsum, wobei oftmals staatliche Maßnahmen zur Förderung der Inlandsnachfrage eine Rolle spielten. Auch die indische Wirtschaft fiel positiv auf. Während die landwirtschaftliche Produktion von

günstigen Wetterbedingungen profitierte, steigerten die langsamen, aber stetigen Strukturreformen offenbar zunehmend das Produktionspotenzial und die internationale Wettbewerbsfähigkeit Indiens.

In anderen aufstrebenden Regionen war das Wirtschaftswachstum zumeist weniger dynamisch als in Asien, wenngleich es zum Teil durch länderspezifische Kräfte gestützt wurde. Die Erholung im Nahen Osten, in Afrika und in Russland wurde offenkundig von den höheren Öl- und sonstigen Rohstoffpreisen vorangetrieben, während das Wachstum in Lateinamerika stark von der Überwindung der vorausgegangenen Krisen in Argentinien und Venezuela profitierte. Die beginnende, jedoch noch unsichere Erholung in Mexiko dagegen hatte tiefere Wurzeln, denn die Belebung in den USA förderte das Wachstum erheblich, wenn auch zeitlich verzögert. Das günstige weltweite Zinsumfeld kam bis vor kurzem auch Brasilien zugute, obwohl sich eine breit angelegte Erholung nach wie vor nicht eindeutig abzeichnet.

In Mittel- und Osteuropa setzte sich das Wachstum fort, beschleunigte sich aber nicht, was zum Teil möglicherweise mit der schleppenderen Erholung im Euro-Raum zusammenhing. Insbesondere die neuen EU-Mitgliedsländer standen weiterhin unter dem Einfluss des Beitrittsoptimismus und damit zusammenhängender Kapitalzuflüsse einerseits und der Notwendigkeit, hartnäckige Strukturprobleme anzugehen, andererseits.

## Weitere Entwicklungen – teils erwartet, teils unerwartet

Als die weltweite Erholung an Dynamik gewann, kristallisierten sich andere Wirtschaftstrends deutlicher heraus. Zwar waren die meisten eher willkommen, doch kamen einige zugleich recht überraschend. In den Schlussbemerkungen wird darauf eingegangen, ob diese unerwarteten Entwicklungen die Anfälligkeit der Weltwirtschaft erhöhen und was die Wirtschaftspolitik gegebenenfalls dagegen tun könnte.

Eine allgemein erwartete Folge des rascheren Wachstums war eine kräftige weltweite Belebung des internationalen Handels, insbesondere innerhalb Asiens. China importiert mittlerweile im großen Stil Vor- und Zwischenprodukte für die Montage und den anschließenden Export von Endprodukten und avanciert in rasantem Tempo zum Fertigungszentrum der Welt. In diesem Umfeld des wachsenden Außenhandels stellt es einen bedeutenden Sinneswandel dar, dass Japan und Indien den Aufstieg Chinas inzwischen offenbar nicht mehr so sehr als Bedrohung, sondern vielmehr als Chance begreifen.

Im Zuge der Konjunkturerholung hat sich außerdem der US-Handelsbilanzsaldo weiter verschlechtert. Dies steht zwar im Einklang mit dem vergleichsweise kräftigeren Wachstum der US-Wirtschaft, doch war es eine Überraschung für diejenigen, die erwartet hatten, dass das US-Wachstum unter der Last des Eindrucks binnen- und außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte ins Stocken geraten würde. Zudem trug zwar die effektive Abwertung des Dollars dazu bei, die Verschlechterung des Handelsbilanzsaldos einzudämmen, doch war die Veränderung des effektiven Wechselkurses selbst dadurch begrenzt, dass viele Länder aus unterschiedlichen Gründen an den Devisenmärkten

intervenierten. Soweit die anschließenden Anlagen ausländischer Währungsreserven in US-Wertpapieren zur Senkung der US-Anleiherenditen beitrugen, ließe sich sogar argumentieren, dass sowohl der „Elastizitätskanal“ als auch der „Absorptionskanal“ der zu erwartenden Anpassung im Außenhandel in ihrer Wirkung eingeschränkt waren. Offen bleibt, wie lange dieser stetige, lieferantenkreditartige Strom von Gütern und Kapital von Asien in die USA noch aufrechterhalten werden kann.

Trotz der Dynamik der weltweiten Erholung wurde erst gegen Ende des Berichtszeitraums ein deutlicher Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise erkennbar. Selbst in den USA, wo die Wirtschaft rasch wuchs und die Währung abwertete, blieb die Inflation unter dem Einfluss von immer noch vorhandenen, wenn auch rasch schrumpfenden Produktionslücken meist auf sehr niedrigem Niveau. Im Euro-Raum glitt die Inflation, wenngleich durch die Währungsaufwertung beeinflusst, Anfang 2004 unter das 2%-Niveau, bevor sie infolge der gestiegenen Ölpreise wieder anzog. In Japan schien der Deflationsdruck nachzulassen, sogar nach Bereinigung um die Effekte von Messfehlern und den kräftigen Anstieg verschiedener administrierter Preise.

Unter den größeren Volkswirtschaften gab es in China die deutlichsten Anzeichen für einen Anstieg der Inflation. Angesichts der vorausgegangenen Deflation war ein gewisser Preisauftrieb zunächst durchaus willkommen und wurde durch Bemühungen der Regierung, die Kreditschöpfung und die Investitionstätigkeit zu fördern, sogar gestärkt. In den letzten Quartalen sind jedoch die Bedenken wegen einer Überhitzung erheblich gewachsen, und durch eine Kombination marktbasierter und administrativer Schritte sollen sowohl die Kreditvergabe als auch die Ausgaben gedämpft werden. In mehreren anderen industrialisierten Volkswirtschaften wurden die Leitzinsen angesichts eines raschen Nachfragewachstums und sich abzeichnender finanzieller Übersteigerungen heraufgesetzt, obwohl die gegenwärtige Verbraucherpreis-inflation unter Kontrolle zu sein scheint.

Mit dieser bisher relativ gedämpften Verbraucherpreisentwicklung weltweit gingen allerdings eine Reihe unterschiedlicher Preistrends einher. Die Preise von Endprodukten geben schon seit einiger Zeit generell nach. Gründe hierfür sind Produktivitätssteigerungen in der Fertigungsindustrie weltweit sowie Exporte aus jüngeren aufstrebenden Volkswirtschaften. Dagegen steigen die Dienstleistungspreise in der Regel rascher. Zu diesem allgemeinen Trend kam im Berichtszeitraum eine neue, noch drastischere Entwicklung hinzu. Die Preise von Öl und anderen Rohstoffen stiegen sehr kräftig an, worin nicht nur der globale Aufschwung, sondern auch das zunehmende Gewicht rohstoffintensiver Investitionen in China zum Ausdruck kam. Glücklicherweise konnte dieser Preisanstieg zumindest bisher relativ leicht in den Gewinnmargen absorbiert werden, vor allem in Ländern, wo Kosteneinsparungen infolge früherer wirtschaftlicher und finanzieller Schwierigkeiten am weitesten fortgeschritten sind.

Entsprechend dem Bestreben, im scharfen internationalen Wettbewerb die Kosten unter Kontrolle zu halten, stehen dem jüngsten Konjunkturanstieg in vielen Industrieländern ein gedämpftes Lohnwachstum und eine ungewöhnliche Zurückhaltung bei Neueinstellungen gegenüber. In den USA

scheinen die Unternehmen den technologischen Fortschritt infolge der jüngsten Investitionen genutzt zu haben, um die Arbeitsproduktivität deutlich zu steigern. Die drastisch sinkenden Kapitalkosten einerseits und der Anstieg der Kosten für die medizinische Versorgung und sonstige Lohnnebenleistungen andererseits waren ein weiterer Grund dafür, der Steigerung der Kapitalintensität den Vorzug gegenüber einer Schaffung von Arbeitsplätzen zu geben. Ähnliche Einflussfaktoren waren zuletzt auch in Europa und Japan erkennbar, wo traditionellere strukturelle Hindernisse für die Einstellung insbesondere junger und alter Arbeitnehmer hinzukamen. Am schwersten getroffen von der schwachen Arbeitskräftenachfrage in den Industrieländern sind zumeist die weniger Qualifizierten, die nicht ohne weiteres umgeschult werden können, wenn ihre Arbeitsplätze aufgrund des technologischen Fortschritts wegfallen. Infolge des Anteils des Faktors Arbeit in handelbaren Gütern und Dienstleistungen wird es für sie außerdem immer schwerer, gegenüber niedriger bezahlten Arbeitskräften in aufstrebenden Volkswirtschaften zu bestehen. Bisher hat die verhaltene Entwicklung am Arbeitsmarkt jedoch nicht zu einer generellen Einschränkung der Konsumausgaben außerhalb Kontinentaleuropas geführt. Dies war zugleich überraschend und willkommen, wengleich es in mehreren Ländern mit einer kontinuierlich ansteigenden Verschuldung der privaten Haushalte einherging.

Ein weiterer Nebeneffekt des stärkeren Wirtschaftswachstums und des größeren Optimismus an den Finanzmärkten war ihr Beitrag zur Stärkung der Finanzinstitute. Besonders hilfreich war dabei, dass notleidende Kredite in Kontinentaleuropa und Japan zunehmend veräußert werden konnten. In den Industrieländern schwächte eine Kombination ungewöhnlich steiler Renditenstrukturkurven, steigender Preise von Vermögenswerten, niedrigerer Kosten und höherer Einnahmen die Bedenken hinsichtlich Banken, Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften sowie Pensionsfonds deutlich ab. Mit dem sich beschleunigenden Wirtschaftswachstum infolge eines staatlich geförderten Anstiegs der Kreditschöpfung gab es in China dagegen immer mehr Befürchtungen, dass viele dieser Kredite notleidend werden könnten, was die ohnehin stark beanspruchten Kreditinstitute zusätzlich schwächen würde. Die größte Gefahr schien bei Krediten an lokale Gebietskörperschaften und staatseigene Unternehmen zu bestehen, bei denen die Gewinne nicht im Vordergrund standen.

Viele Finanzinstitute, die sich auf das Konsumentengeschäft, vor allem mit Hypotheken, konzentrierten, schnitten im Berichtszeitraum besonders gut ab. Dies begünstigte in vielen Industrieländern eine allgemeine Neuausrichtung des Geschäfts von Finanzinstituten. Sogar in Japan gab es Anzeichen dafür, dass die Banken sich stärker der Kreditvergabe an Verbraucher und kleinere Unternehmen zuzuwenden begannen, wo die Zinsmargen größer waren. Auch in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, insbesondere in Asien sowie in Mittel- und Osteuropa, war der Trend zur Kreditvergabe an private Haushalte zu beobachten. Vor dem Hintergrund anhaltend hoher inländischer Ersparnisbildung, z.B. in vielen asiatischen Ländern, wurde dies besonders begrüßt. Allerdings zeigt die Erfahrung Koreas seit ein oder zwei Jahren auch, dass diese Entwicklung außer Kontrolle geraten kann. Nach

einem vorangegangenen Konsumboom, der von einer rasant steigenden Kreditgewährung durch Banken und Kreditkartengesellschaften gefördert worden war, schwächten sich dort infolge sprunghaft zunehmender Privatkonkurse die Konsumausgaben im vergangenen Jahr wieder ab. Die koreanische Regierung war bemüht, die Abwicklungsverfahren für die einzelnen Gläubiger und Schuldner zu verbessern, doch die dämpfende Wirkung auf das Wachstum der Inlandsnachfrage dürfte noch eine Weile zu spüren sein.

Neben dem allgemein positiven Effekt des rascheren Wirtschaftswachstums auf ihre finanzielle Verfassung kam den Finanzinstituten zumeist eine generelle Verbesserung des Risikomanagements zugute. Der Kulturwandel im Finanzsektor, der in beträchtlichem Umfang mit der Fertigstellung der neuen Eigenkapitalregelung (Basel II) zusammenhängt, intensivierte sich weiter. Allerdings wurden im vergangenen Jahr auch beunruhigende Nachlässigkeiten in der internen Führung sowohl von Unternehmen als auch von Finanzinstituten, in der Überwachung und in der Marktdisziplin aufgedeckt. Bei der Parmalat-Affäre beispielsweise wurden Mängel auf allen Ebenen deutlich: Geschäftsleitung, interne Revision, Wirtschaftsprüfer, Gläubigerbanken, Emissionsinstitute, Rating-Agenturen und Analysten von Investmentbanken, samt der meisten zuständigen Überwachungsinstanzen. Und trotzdem hatte der teuerste Unternehmenskonkurs der Geschichte keinerlei Einfluss auf die Marktpreise von Unternehmenskrediten. Ob dies eine angemessene Reaktion auf einen massiven Betrug mit Einzelfallcharakter oder ein unglückliches Nebenprodukt der in letzter Zeit gestiegenen Risikobereitschaft an den Finanzmärkten war, bleibt offen, dürfte aber zunehmend klarer werden, wenn sich die Märkte auf einen schließlich erfolgenden Anstieg der Leitzinssätze einstellen.

## II. Entwicklung in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

In den fortgeschrittenen Industrieländern erholte sich die Wirtschaft 2003, unterstützt durch kräftige geld- und fiskalpolitische Impulse in den USA und eine Nachfragebelebung in Japan. Gleichzeitig blieb das Wachstum im Euro-Raum verhalten. Die jüngste Aufschwungphase war dadurch geprägt, dass sich die Ausgabendynamik von den privaten Haushalten zu den Unternehmen verlagerte. Zudem haben die Deflationsängste nachgelassen.

Für dieses Jahr wird mit einer weltweit weiter anziehenden Konjunktur und erneut niedrigen Inflationsraten gerechnet (Tabelle II.1). Gleichwohl könnte der Aufschwung aus mehreren Gründen in Gefahr geraten. Zum einen verlangt die sich verschlechternde Haushaltslage in verschiedenen Ländern immer dringlicher nach wieder glaubwürdigen mittelfristigen Rahmenkonzepten für den Abbau der Haushaltsdefizite. Zum anderen hat die Verschuldung der privaten Haushalte weiter zugenommen, während sich die Unternehmensbilanzen verbessert haben. Zudem haben sich die globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen ausgeweitet, und noch steht nicht fest, wie künftige Korrekturen erfolgen werden.

Bei der Beurteilung, ob diese mittelfristigen Faktoren Anlass zu ernsthafter Besorgnis sind, spielen Annahmen über die künftige Produktivitätsentwicklung eine entscheidende Rolle. Zwar sind Ländervergleiche ungenau, doch geben die Produktivitätssteigerungen in den USA einigen Grund zum Optimismus.

Wachstum und Inflation										
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent										
	Reales BIP					Verbraucherpreise <sup>1</sup>				
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Fortgeschrittene Industrieländer <sup>3</sup>	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
USA	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Euro-Raum	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Japan	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Vereinigtes Königreich	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Kanada	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australien	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Sonstige Länder <sup>3, 4</sup>	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

<sup>1</sup> Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index. <sup>2</sup> Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. <sup>3</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>4</sup> Dänemark, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz.

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

## Weltweite Konjunkturbelebung 2003

### *Beschleunigung des Wirtschaftswachstums*

Konjunkturerholung  
gewann an  
Dynamik

Die in den Industrieländern 2002 einsetzende Konjunkturbelebung hat sich insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2003 gefestigt. Angesichts des flachen Verlaufs des vorherigen Abschwungs, einer Korrektur bei den Investitionen nach dem Boom Ende der neunziger Jahre und der großen Risikoscheu Anfang 2003 wegen geopolitischer Spannungen und Aufsehen erregender Corporate-Governance-Skandale kam dies etwas überraschend.

Zwei Säulen  
des globalen  
Wachstums

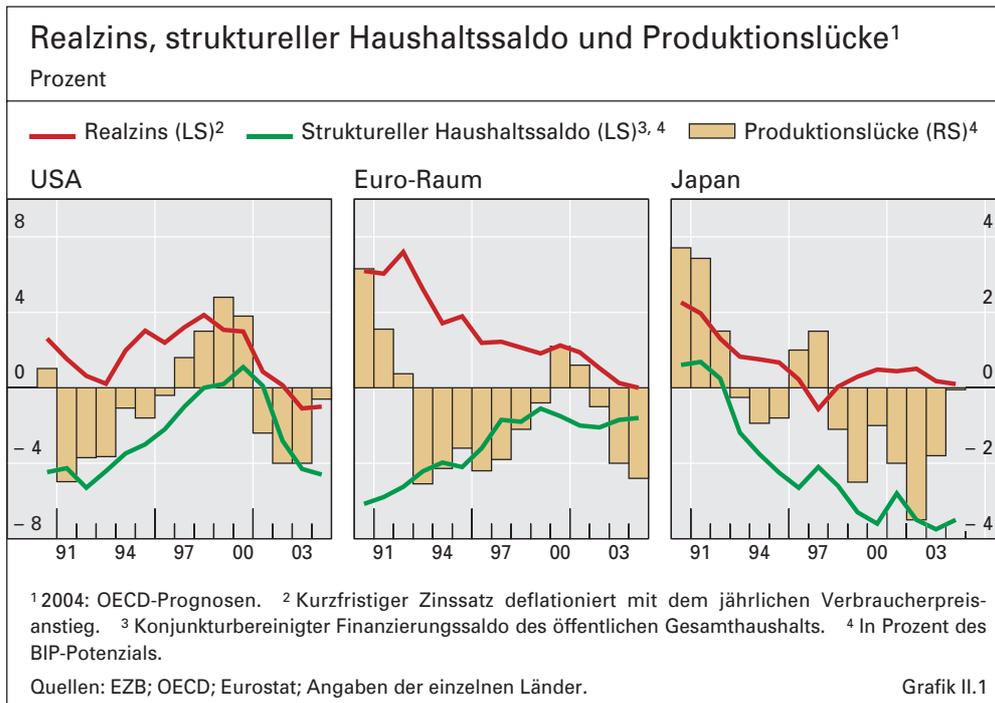
Über einen rasant wachsenden Welthandel breitete sich die Konjunkturbelebung unter vielen wichtigen Volkswirtschaften aus. Kräftige Impulse gingen, nicht unerwartet, von den USA aus, wo sich die Erholung verstetigte, doch die globale Nachfrage profitierte auch von einem Boom in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Wie die Analysen in Kapitel III zeigen, wurde die rasche Entwicklung dieser Region in den letzten Jahren zu einem entscheidenden Faktor; auf sie entfiel 2003 etwa die Hälfte des weltweiten Produktionszuwachses (Tabelle II.2).

Diese Wachstumsverlagerung hat mehrere Implikationen. Einerseits hat das beschleunigte Exportwachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens die Aufmerksamkeit auf etwaige negative Folgen für die Industrieländer gelenkt, denn es verstärkt den Druck auf die weniger qualifizierten Arbeitskräfte, der durch den technologischen Fortschritt ohnedies bereits vorhanden ist. Andererseits hat in jüngster Zeit auch die Inlandsnachfrage in einigen asiatischen Ländern erheblich an Dynamik gewonnen, und es hat sich gezeigt, dass Asien zunehmend auch Exporte aus den Industrieländern

Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum					
Prozentpunkte					
	Durchschnitt 1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1</sup>
Fortgeschrittene Industrieländer	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
<i>Darunter: Nachfrage der:</i>					
<i>Privaten Haushalte<sup>2</sup></i>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
<i>Unternehmen<sup>3</sup></i>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
<i>Öffentlichen Haushalte<sup>4</sup></i>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Darunter: USA	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
Euro-Raum	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
Japan	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens <sup>5</sup>	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
Darunter: China und Indien	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Übrige Welt	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Weltweites Wachstum <sup>6</sup>	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

<sup>1</sup> Auf der Basis von IWF- und OECD-Prognosen. <sup>2</sup> Ausgaben der privaten Haushalte für den Endverbrauch zuzüglich Bruttovermögensinvestitionen der privaten Haushalte für Wohnimmobilien. <sup>3</sup> Bruttoanlageinvestitionen des privaten Sektors (ohne Wohnimmobilien). <sup>4</sup> Ausgaben der öffentlichen Haushalte für den Endverbrauch zuzüglich öffentlicher Bruttoanlageinvestitionen. <sup>5</sup> Asien ohne Japan. <sup>6</sup> Prozent.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.2



nachfragt. China ist zu einem der größten Importländer der Welt geworden, und seine früheren Außenhandelsüberschüsse gegenüber den USA und der Europäischen Union haben sich zu den asiatischen Nachbarländern, darunter Japan, verlagert. Zudem dürfte die größere globale Arbeitsteilung in der verarbeitenden Industrie und im Dienstleistungssektor die Effizienz und den Lebensstandard überall erhöhen. Vor allem werden alle Verbraucher von niedrigeren Preisen für Industrieerzeugnisse und Dienstleistungen profitieren, da die hohen Produktivitätsgewinne in Asien auf die Exportpreise durchschlagen.

Die Rolle Chinas

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde die Nachfrage 2003 von einer expansiven Haushalts- und Geldpolitik gestützt. Das konjunkturbereinigte Haushaltsdefizit weitete sich aus, da steigende öffentliche Ausgaben sowie Steuersenkungen weiterhin als Wachstumsstützen fungierten (Grafik II.1). Die wichtigste Ausnahme war der Euro-Raum; dort war das strukturelle Defizit rückläufig, obwohl sich das Haushaltsdefizit vor dem Hintergrund des schwachen Wachstums ausweitete. Bei anhaltend niedrigen Leitzinsen und langfristigen Renditen waren auch die Finanzierungsbedingungen günstig. Die Realzinssätze, die sich bereits ihrem historischen Tief genähert oder es unterschritten hatten, gingen weiter zurück. Getrieben von positiven Wirtschaftsmeldungen und Unternehmensgewinnen sowie einem allgemeinen Renditenstreben, verengten sich an den wichtigsten Märkten die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen, und die Aktienkurse stiegen (Kapitel IV und VI).

Haushalts- und Geldpolitik für globale Konjunkturerholung bedeutsam

Trotz immer engerer internationaler Verflechtungen war das Wachstum uneinheitlich. In den USA mit ihrer besonders expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik fiel die konjunkturelle Erholung kräftig aus, und in Japan war sie ebenfalls beachtlich: Die Wachstumsrate lag über dem Potenzial, und die Produktionslücke verringerte sich rasch. Auch wenn die wirtschaftliche

Wichtige Industrieländer mit unterschiedlichen Ergebnissen

Erholung in Japan bisher weitgehend von der Auslandsnachfrage getragen wurde, scheint sie insofern vielversprechender als frühere Aufschwünge, als – zum ersten Mal seit dem Platzen der Preisblase bei den Vermögenswerten Anfang der neunziger Jahre – die Inlandsnachfrage ohne nennenswerte fiskalpolitische Stimulierung gestiegen ist. Die größte Enttäuschung war der Euro-Raum. Die Inlandsnachfrage blieb schwach, und der Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum kehrte sich um und fiel deutlich negativ aus. So wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum 2003 kaum noch; in Deutschland und den Niederlanden war sie sogar rückläufig. Auch die Schweiz befand sich in einer Rezession. Kanada hatte erheblich niedrigere reale Nettoexporte zu verzeichnen, da die Währungsaufwertung schwerer wog als die Auswirkungen des starken Wachstums in den USA. Trotz großer negativer idiosynkratischer Schocks blieb die Inlandsnachfrage jedoch dank beträchtlicher Terms-of-Trade-Gewinne erhalten. In Australien wuchs die Wirtschaft weiterhin zügig.

#### *Veränderte Wachstumsstruktur*

Ausgabenwachstum von privaten Haushalten zu Unternehmen verlagert

Im Berichtszeitraum fiel besonders auf, dass sich die Nachfrageausweitung schrittweise von den Ausgaben der privaten Haushalte zu denen der Unternehmen verschob. Der private Verbrauch, 2002 der wichtigste Impulsgeber, wuchs in den USA etwas langsamer und blieb im Euro-Raum schwach. Genauso wurden Investitionen in Wohneigentum zwar durch günstige Finanzierungsbedingungen gestützt, gewannen aber nicht wesentlich an Dynamik. Da die Unternehmen endlich mehr investierten und ihre Lagerbestände weiterhin aufstockten, wurde das Wachstum hauptsächlich von den gestiegenen Ausgaben im Unternehmenssektor getragen.

Robuster Konsum ...

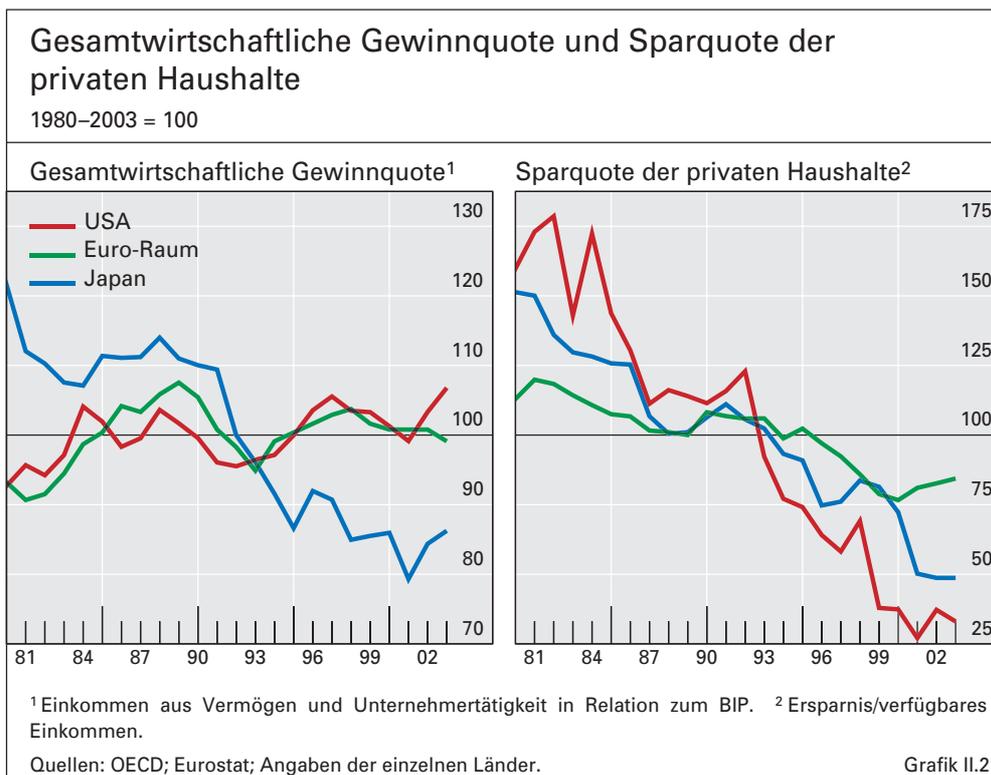
Der private Verbrauch blieb relativ robust, obwohl er sich im vorherigen Konjunkturabschwung erstaunlich stark behauptet hatte. Die anhaltend moderate Inflation stützte das Ausgabeverhalten, und die privaten Haushalte waren auch die größten Nutznießer der expansiven Fiskalpolitik. Positive Vermögenseffekte infolge der Erholung der Aktienmärkte und der weiter steigenden Preise für Wohneigentum waren ebenfalls hilfreich. Das durchschnittliche Verhältnis des Nettovermögens zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, das von 1999 bis 2002 gesunken war, stieg 2003 in den wichtigsten OECD-Ländern wieder, und zwar über den Durchschnittswert der neunziger Jahre. Niedrige Kreditzinssätze heizten unmittelbar die Nachfrage nach Gebrauchsgütern an. Zusammen mit dem Preisanstieg beim Wohneigentum boten sie den privaten Haushalten Anreiz zur Refinanzierung bestehender Hypotheken bzw. zur Abschöpfung liquider Mittel aus Wertzuwächsen beim Wohneigentum. Diejenigen, die mit der Refinanzierung ihre Zinszahlungen senken konnten, hatten nun mehr Mittel für Ausgabenzwecke zur Verfügung. Wer seine Hypothekenschuld erhöhte, erhielt zusätzliche Mittel nicht nur für den Konsum, sondern auch zur Tilgung teurerer Kredite oder für andere Anlagen. Die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum, definiert als Differenz zwischen Nett hypothekenkredit und Investitionen in Wohneigentum, stieg 2003 in den USA auf 3½% und im Vereinigten Königreich auf 7% des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte.

Doch die Schwäche an den Arbeitsmärkten bremste den privaten Verbrauch in gewissem Maße. Dass die Arbeitslosigkeit nur mäßig stieg, ist insbesondere in Japan und den USA vor allem mit der niedrigeren Erwerbsquote zu erklären. Insgesamt sind in den OECD-Ländern in den letzten drei Jahren netto praktisch keine neuen Arbeitsplätze entstanden. Trotz deutlicher Nachfragebelebung ging die Beschäftigung in Japan weiter zurück und stieg in den USA nur geringfügig. Die Entwicklung in Japan ist auf anhaltende Umstrukturierungen zurückzuführen, doch die im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen niedrige Zahl neuer Arbeitsplätze in den USA lässt sich nicht ohne weiteres erklären. Praktisch unverändert blieb die Beschäftigung im Euro-Raum, und in Deutschland ging sie sogar zurück. Gleichwohl stieg im Euro-Raum die Arbeitsintensität des BIP-Zuwachses erneut, was dem Arbeitsmarkt zugute kam, aber auch den gemessenen Produktivitätszuwachs begrenzte.

... doch keine Beschleunigung wegen schwacher Arbeitsmärkte ...

Eine verhaltene Lohnentwicklung verstärkte die negativen Auswirkungen der schwachen Beschäftigungslage auf die Einkommen der privaten Haushalte. Trotz insgesamt stärkerer Produktivitätsfortschritte in den letzten Jahren stieg das reale Erwerbseinkommen je Beschäftigten in den OECD-Ländern nur leicht; dies bedeutet, dass die Lohnquoten im Unternehmenssektor sanken. Deutlich zu erkennen war dies im vergangenen Jahr in den USA, wo höhere Lohnnebenleistungen offenbar durch den geringeren Lohnanstieg teilweise aufgezehrt wurden. In Japan erhöhten sich die Löhne 2003 zwar kaum, doch wenigstens sanken sie nun nicht mehr. Die wichtigste Ausnahme war der Euro-Raum, wo sich der Anstieg des realen Erwerbseinkommens je Beschäftigten im Unternehmenssektor trotz der schwachen Konjunkturentwicklung und des niedrigen Produktivitätswachstums beschleunigt hat.

... und Lohnzurückhaltung



Unternehmensausgaben allmählich lebhafter

Angesichts besserer Absatzaussichten, günstiger Finanzierungsbedingungen und steigender aggregierter Gewinnquoten in den Industrieländern belebte sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 allmählich (Grafik II.2). Auch dürften aufgrund zeitlich begrenzter Steuersenkungen in den USA Investitionspläne vorgezogen worden sein. Zusätzlich gestützt wurden die Ausgaben im Unternehmensbereich von der steigenden Bedeutung der IT-Ausrüstung, die zu einem deutlich schnelleren Veralten des Kapitalstocks geführt hat. Seit Ende der achtziger Jahre haben sich z.B. in den USA allein die zur Aufrechterhaltung der derzeitigen Kapitalausstattung der Unternehmen in Relation zum BIP erforderlichen Bruttoinvestitionen fast verdoppelt. In Japan und Australien nahmen die Investitionen 2003 besonders stark zu und stiegen im Jahresverlauf dann auch im Euro-Raum immer mehr.

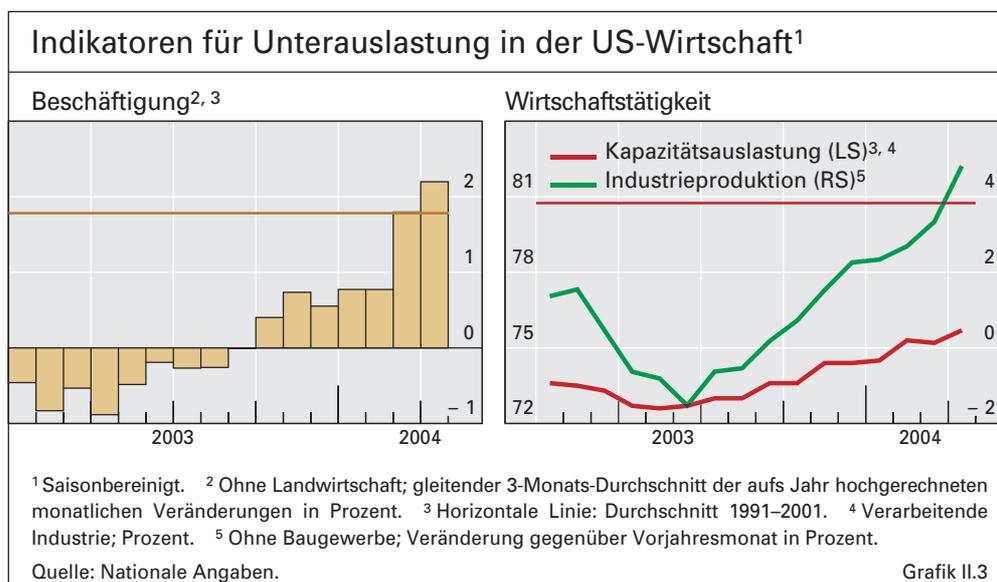
### Ausblick

Weiteres Wachstum allgemein erwartet ...

Auf kurze Sicht wird allgemein mit einer weiteren Beschleunigung des Konjunkturaufschwungs gerechnet, und für 2004 wird ein Wachstum der Weltwirtschaft um 4½% erwartet. Die neuesten Daten zur Industrieproduktion und Kapazitätsauslastung in den USA deuten darauf hin, dass erhebliche Kapazitätsreserven zwar bereits absorbiert wurden, der Kapitalstock aber immer noch Spielraum für eine inflationsfreie Expansion bietet (Grafik II.3). Auch in Japan begann das Jahr sehr dynamisch, und das Wirtschaftswachstum dürfte 2004 über den meisten Schätzwerten für das Potenzialwachstum liegen. Im Euro-Raum, der im weltweiten Aufschwung voraussichtlich wieder zurückliegen wird, fehlen indes noch die Voraussetzungen für eine wesentliche Belebung der Inlandsnachfrage.

... doch weiterhin Unsicherheit über außenwirtschaftliche Entwicklungen ...

Trotz allgemein positiver Aussichten bleibt einiges ungewiss. Seit 2002 hat die Währungsaufwertung die Aussichten für die Nettoexporte des Euro-Raums und seit kurzem auch Japans gedämpft. Zudem könnte der Preisanstieg bei Rohstoffen, insbesondere beim Öl, die Realeinkommen in den



Industrielländern schmälern, auch wenn negative Terms-of-Trade-Effekte in Ländern, deren Währung gegenüber dem US-Dollar aufwertete, teilweise abgeschwächt wurden.

Auch die derzeitige Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik dürfte mit der Zeit nachlassen, denn die Haushaltspläne lassen eine gewisse Stabilisierung des strukturellen Haushaltsdefizits auf OECD-Ebene erkennen. Zudem sind die langfristigen Zinssätze seit März 2004 erheblich gestiegen, und die Finanzmarkterwartungen höherer Leitzinsen in den USA haben sich gefestigt.

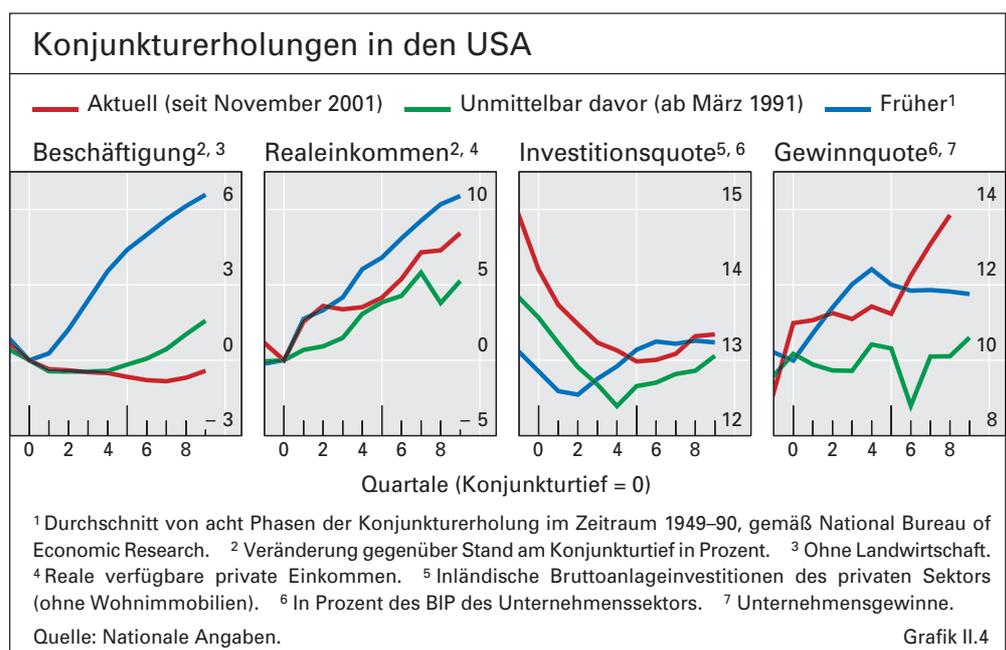
In den USA wird mit einer weiteren Zunahme der Unternehmensausgaben gerechnet. In den letzten Jahren bestand jedoch nur eine lockere Verbindung zwischen Gewinnen und Investitionen, und die derzeitige Unterauslastung der Kapazitäten lässt sich kaum präzise messen. In Japan könnten die Aussichten weniger günstig sein. Im Vergleich zu anderen Ländern ist das Verhältnis der Investitionen zum BIP noch hoch, und der Kapitalstock ist weiterhin stetig gestiegen. Im Euro-Raum sind die Aussichten uneinheitlich. Die gegenwärtigen Investitionsquoten wirken mäßig hoch, Kapitalproduktivität und Gewinne blieben indes schwach.

Sollten, solange sich an den Arbeitsmärkten noch keine wirkliche Erholung abzeichnet, hohe Produktivitätszuwachsrate Anlass zu Besorgnis sein? Dem Phänomen der „jobless recovery“ – einer Erholung ohne Schaffung neuer Arbeitsplätze – in den USA galt besondere Aufmerksamkeit; dort werden erst seit ganz kurzer Zeit Beschäftigungszuwächse verzeichnet (Grafik II.4). Einerseits könnten die offenbar schlechten Einkommensperspektiven das Vertrauen beeinträchtigen, und die Unternehmen könnten Gewinne zur Reduzierung ihrer Schulden verwenden. Andererseits haben sich durch die produktivitätsinduzierte Erholung der gesamtwirtschaftlichen Produktion die Realeinkommen erhöht, sodass die Ausgaben – unabhängig davon, wie diese Einkommenssteigerungen anfänglich verteilt sind – nach und nach zunehmen dürften. Zum Beispiel könnte die jüngste Schwäche der nominalen Erwerbsein-

... Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik ...

... Investitionsentscheidungen ...

... und Aussichten für Arbeitsplätze



kommen die Verbraucherpreise letztendlich drücken und somit die Kaufkraft erhöhen. Eine andere Möglichkeit wäre, dass ein niedrigeres Wachstum bei den Nominallöhnen zum Teil durch höhere Dividenden kompensiert würde, denn letztlich sind die privaten Haushalte Eigentümer der Unternehmen. In jüngster Zeit ist das Nichterwerbseinkommen der privaten Haushalte in den USA tatsächlich erheblich gestiegen; dies gilt insbesondere für Unternehmerlöhne und Dividendeneinkommen. Höhere Unternehmensgewinne dürften schließlich Aktienkurssteigerungen begünstigen, die positive Vermögens-effekte auf die Ausgaben auslösen könnten.

Fragen zur  
Nachhaltigkeit der  
Erholung

Es stellen sich verschiedene Fragen hinsichtlich der Nachhaltigkeit der derzeitigen Erholung. Eine Frage ist, ob die expansive Haushalts- und Geldpolitik irgendwann Inflationsdruck verursachen könnte. Eine weitere Frage ist, ob die Vermögenspositionen angesichts der bereits hohen Verschuldung im privaten wie auch im öffentlichen Sektor zur Stützung der Ausgaben stark genug sind. Eine dritte Frage ist, ob die derzeitige Situation mit ihren großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zu halten ist. Ein entscheidender Faktor ist jeweils, in welchem Tempo die Industrieländer ihre Produktivität längerfristig zu steigern vermögen.

## Produktivitätsaussichten

### *Produktivitätsniveau*

Produktivität  
entscheidend

Kaum zu überschätzen ist die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Entwicklung der Arbeitsproduktivität, d.h. des Ausstoßes pro Einheit des Faktors Arbeit. Für den Lebensstandard eines Landes spielt sie eine wichtige Rolle, und da sie die Ertragserwartungen und somit die Aktienkurse beeinflusst, ist sie auch für die Finanzmärkte von großer Bedeutung. Für die Wirtschaftspolitik sind Schätzungen des Produktivitätswachstums und somit des Produktionspotenzials ein wichtiger Faktor bei der Ermittlung des Inflationsdrucks – mit entsprechenden Implikationen für die Zinssätze – sowie bei der Beurteilung der fiskalpolitischen Ausrichtung und der Tragbarkeit von Haushaltspositionen. Auf globaler Ebene bestimmen die unterschiedlichen Produktivitätszuwachs-raten der Länder deren relative wirtschaftliche Leistung, wobei auch andere Struktur-faktoren, wie die Dynamik der Erwerbsbevölkerung, wichtig sind. Umgekehrt haben die Implikationen unterschiedlicher Produktivitätszuwachs-raten für die relativen erwarteten Kapitalerträge entscheidenden Einfluss auf die internationalen Kapitalströme, und inwieweit die höheren Produktivitäts-niveaus oder -gewinne einiger Länder auch in anderen Ländern erzielt werden können, wirkt sich auf die globalen Wachstumsaussichten aus.

Hohes Produktivitäts-  
niveau in den USA

Als Erstes ist das große Gefälle beim Pro-Kopf-BIP (kaufkraftbereinigt) zu beachten (Tabelle II.3). Mit einem Vorsprung von etwa 30% besetzen die USA den Spitzenplatz vor anderen großen industrialisierten Volkswirtschaften. Im Vergleich dazu ist der Abstand des Euro-Raums zu den USA bei der Produktion je Beschäftigten geringer. Der wichtigste Grund hierfür ist der niedrigere Beschäftigungsgrad, der bestimmte gesellschaftliche Präferenzen (z.B. vorzeitiger Ruhestand), aber auch eine höhere strukturelle Arbeitslosigkeit widerspiegelt. Wird die Produktion pro geleistete Arbeitsstunde zugrunde gelegt,

Produktivitätsniveau <sup>1</sup>						
USA = 100						
	Pro-Kopf-BIP		Arbeitsproduktivität			
	1995	2003	je Beschäftigten		je Arbeitsstunde	
			1995	2003	1995	2003
Euro-Raum	69	70	86	84	90	88
Darunter: Deutschland	74	71	82	79	92	90
Frankreich	72	75	95	96	101	106
Italien	72	71	95	87	98	88
Spanien	54	63	80	80	74	72
Irland	62	87	88	99	81	97
Japan	81	74	78	74	70	67
Vereinigtes Königreich	69	79	74	81	72	77
Kanada	80	87	91	92	87	84
Schweden	73	75	80	80	84	84

<sup>1</sup> Gesamtwirtschaft; Berechnung anhand von Kaufkraftstandards.  
Quelle: Eurostat. Tabelle II.3

verringert sich der Rückstand des Euro-Raums gegenüber den USA wegen der geringeren Arbeitszeit im Euro-Raum auf etwa 10%. Der Euro-Raum liegt bei der gesamtwirtschaftlichen Produktion pro Kopf also zum Teil deshalb hinter den USA, weil seine Bürger etwas weniger produktiv sind, vor allem aber wegen Strukturverhärtungen und der größeren Freizeit. Die relative Position Japans bei der Arbeitsproduktivität ist noch ungünstiger.

### Produktivitätszuwachs

Seit dem Zweiten Weltkrieg näherten Europa und Japan ihr Produktivitätsniveau fast stetig dem der USA an. Anscheinend endete diese Konvergenz jedoch Anfang der neunziger Jahre und hat sich seither möglicherweise sogar umgekehrt. Besonders deutlich zu erkennen waren diese Unterschiede seit dem letzten Abschwung, als die Produktivität in den USA in den Jahren 2002 und 2003 markant stieg.

Handelt es sich um eine echte Trendwende, oder werden nur zyklische Unterschiede und/oder Messfehler sichtbar? Wegen der zeitlichen Verzögerung, mit der sich der Faktor Arbeit jeweils an Veränderungen der Produktion anpasst, verläuft die Arbeitsproduktivität prozyklisch. Wenn Unternehmen z.B. in der Rezession Arbeitskräfte gehortet haben, können sie bei wieder steigender Nachfrage die Produktion ohne nennenswerte Erhöhung der gemessenen Arbeitskräfte steigern. Der Produktivitätszuwachs dürfte also in der Aufschwungphase sprunghaft steigen. Empirische Untersuchungen legen nahe, dass die Konjunkturzyklen in nahezu allen Industrieländern die Produktivität tatsächlich positiv beeinflussen. Da die USA in der jüngsten Periode das höchste Wirtschaftswachstum zu verzeichnen hatten, dürfte die „zyklische Komponente“ des Produktivitätszuwachses in den USA im Vergleich zu anderen Ländern größer geworden sein.

Was Messfehler betrifft, so konzentrieren sich die meisten internationalen Vergleiche auf Veränderungen der Produktivität, da Messungen des Produk-

Relatives Ergebnis der USA seit kurzem besser

Traditionell deutlich zyklische Entwicklung des Produktivitätszuwachses

Vergleiche von Produktivitätsveränderungen wie auch -niveaus ungenau ...

tivitätsniveaus bekanntermaßen ungenau sind. Doch auch hier kann es Messprobleme geben. In einigen Sektoren wird die Wertschöpfung unterschiedlich berechnet, was deren Gewichtung im BIP und somit deren Beitrag zum Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion beeinflussen kann. Ein Beispiel hierfür ist, dass in den USA Einzel- und Großhandel, deren Wertschöpfung schwerer zu messen sein dürfte, erheblich zum Anstieg des Produktivitätszuwachses der letzten Jahre beigetragen haben. Zudem bestehen bei der Messung des Produktionszuwachses offensichtlich beträchtliche methodische Unterschiede zwischen den Ländern. Ein allgemein bekanntes Problem ist dabei die Verwendung hedonischer Preisindizes, mit denen Qualitätsverbesserungen insbesondere bei IT-Produkten, aber auch in anderen Bereichen besser berücksichtigt werden können. Ein weiteres Problem ist die Bemessung von Ausgaben für Software. Diese Ausgaben wurden in den USA in erheblich größerem Umfang als in den anderen wichtigen Industrieländern als Investitionen behandelt (die im Gegensatz zu Ausgaben für Vorleistungen positiv zum BIP-Wachstum beitragen). Ein drittes Messproblem ist die Verwendung von verketteten statt festen Indizes zur Deflationierung der nominalen Wachstumsraten. Mehrere Berechnungen lassen darauf schließen, dass das für Europa gemessene BIP-Wachstum vielleicht um fast einen halben Prozentpunkt jährlich höher ausfiele, wenn die statistischen Methoden den in den USA verwendeten Methoden ähnlicher wären. Erhebliche Ungewissheiten bestehen schließlich auch in Bezug auf die Messung des Beschäftigungswachstums. Einige Schätzungen zeigen, dass dies bei der Berechnung des Arbeitsproduktivitätszuwachses in einigen Ländern bis zu einem weiteren halben Prozentpunkt jährlich ausmachen könnte.

... doch Änderungen des Produktivitätszuwachses wohl besser vergleichbar

Sind die statistischen Messungen über die Zeit konsistent, verschwinden die gravierendsten Verzerrungen, die sich bei der Schätzung sowohl des Wirtschafts- als auch des Beschäftigungswachstums ergeben, meistens wieder. Das bedeutet, dass die Messgrößen für Veränderungen des Produktivitätswachstums besser vergleichbar sein dürften. Dennoch können sich Messabweichungen im Laufe der Zeit ausweiten; allerdings haben sie in den letzten Jahrzehnten anscheinend weniger als einen halben Prozentpunkt zu der Veränderung der gemessenen Differenzen der jährlichen Produktivitätszuwachsrate in den wichtigsten Industrieländern beigetragen.

#### *Produktivitätsmaße des Unternehmenssektors*

Trendwachstum der Arbeitsproduktivität im Unternehmenssektor in den OECD-Ländern divergent

Werden die Vergleiche auf den Unternehmenssektor beschränkt, lassen sich die besonderen Schwierigkeiten umgehen, die mit der Messung der Produktion im öffentlichen Sektor verbunden sind. Dann zeigt sich als genereller langfristiger Trend in den Industrieländern, dass der Arbeitsproduktivitätszuwachs seit den sechziger Jahren im Durchschnitt gesunken ist. Von dieser Abschwächung waren die meisten Länder betroffen, allerdings in sehr unterschiedlichem Ausmaß (Tabelle II.4). Einige Länder verzeichneten ein stetig rückläufiges Trendwachstum der Arbeitsproduktivität (z.B. Belgien, Spanien); in anderen Ländern (z.B. Deutschland, Italien, Japan) war der Rückgang uneinheitlicher – in den achtziger Jahren beschleunigte sich der Produktivitätszuwachs, allerdings nur vorübergehend. In einer dritten Ländergruppe

Produktivitätszuwächse <sup>1</sup>								
	Arbeitsproduktivität				Totale Faktorproduktivität			
	Früherer Trend		Aktueller Trend		Früherer Trend		Aktueller Trend	
	Beginn	Trenddurchschnitt	Beginn	Trenddurchschnitt	Beginn	Trenddurchschnitt	Beginn	Trenddurchschnitt
USA	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Euro-Raum <sup>2</sup>	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Deutschland	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
Frankreich	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italien	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
Spanien	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Niederlande	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Belgien	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finnland	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irland	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Japan	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Vereinigtes Königreich	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Kanada	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australien	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Schweden	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Norwegen	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Insgesamt	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

Anmerkung: Die Trends der Arbeitsproduktivität und der totalen Faktorproduktivität werden geschätzt durch Regression ihres Logarithmus auf Zeittrends  $T^i$  (da  $l$  Brüche im Trend in der Spezifikation zugelassen sind, wenn sie auf dem 95%-Niveau signifikant sind) und  $CY$ , einen Indikator der Position im Konjunkturzyklus (Kapazitätsauslastung in der Industrie, normalisiert). Bei der totalen Faktorproduktivität  $TFP$  z.B. ergibt sich somit  $\log TFP = \sum_{i=1}^{t-h} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$ , mit  $\alpha$ ,  $\beta$  und  $\gamma$  als Parameter und  $U$  als Residuum der Schätzung.

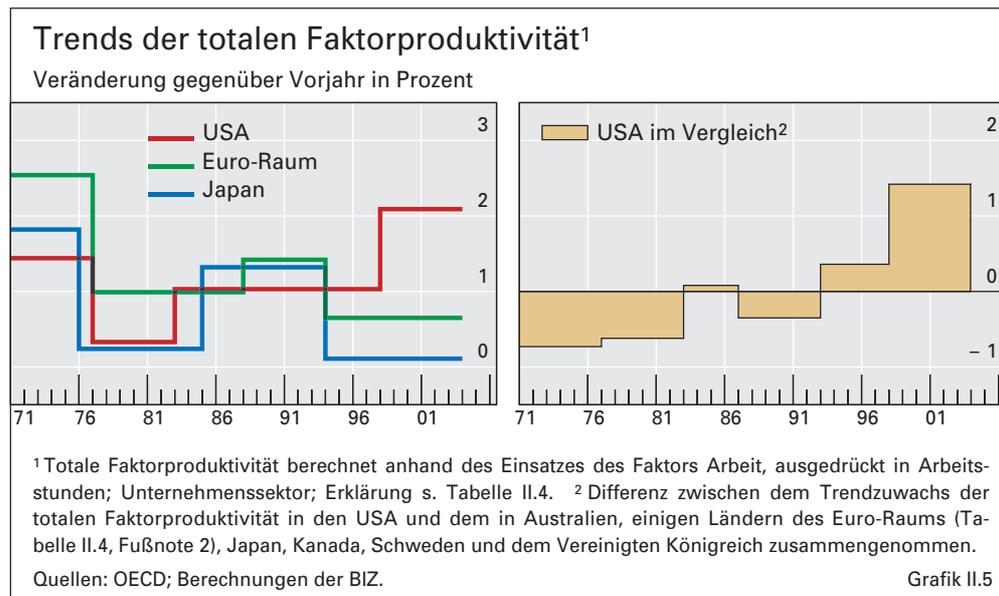
<sup>1</sup> Unternehmenssektor; Produktivitätssteigerungen berechnet anhand des Einsatzes des Faktors Arbeit, ausgedrückt in Arbeitsstunden. <sup>2</sup> Gewichteter Durchschnitt von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Spanien auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ. Tabelle II.4

(Frankreich, Kanada, nordische Länder) ging das Trendwachstum der Produktion je Arbeitsstunde nach den sechziger Jahren deutlich zurück, ist in den letzten Jahren aber wieder gestiegen. Die USA sind ein Sonderfall; hier beschleunigte sich der Produktionszuwachs je geleistete Arbeitsstunde und steigt nun offensichtlich mit der gleichen Dynamik wie vor den siebziger Jahren.

Diese divergierenden Entwicklungen könnten unterschiedliche Muster der Kapitalakkumulation (Steigerung der Kapitalintensität) sowie die jeweilige Geschwindigkeit des technologischen Fortschritts (gemessen anhand der Zuwachsrates der totalen Faktorproduktivität) widerspiegeln. Werden zyklische Einflüsse außer Acht gelassen, weist der Trendzuwachs der totalen Faktorproduktivität erhebliche Unterschiede auf. In einer ersten Ländergruppe (Frankreich, Kanada, Schweden, USA) hat es eine deutliche Verbesserung gegeben. Beachtlich war der Anstieg in den USA, wo sich die totale Faktorproduktivität in den achtziger und auch in den neunziger Jahren beschleunigte; derzeit wird die Wachstumsrate auf 2% pro Jahr geschätzt (Grafik II.5). Zur zweiten Gruppe gehören viele Länder aus dem Euro-Raum, Japan und das Vereinigte Königreich. Hier ging das Trendwachstum der totalen Faktor-

Technologischer Fortschritt und Kapitalakkumulation unterschiedlich



produktivität deutlich zurück. In Japan und Italien scheint sie tatsächlich zu stagnieren oder sogar zurückgegangen zu sein, da der Produktionszuwachs vor allem auf den höheren Einsatz des Faktors Arbeit und auf die Steigerung der Kapitalintensität zurückzuführen ist.

USA deutlich vorn

Zusammenfassend ist zu sagen, dass unter den großen Industrieländern die Arbeitsproduktivität in den USA am höchsten ist und in jüngster Zeit am schnellsten gestiegen ist. In diesem Ergebnis spiegelt sich nicht so sehr die stärkere Kapitalakkumulation wider als vielmehr das höhere Tempo des technologischen Fortschritts, das auch in der letzten Rezession gehalten wurde. Noch wichtiger ist vielleicht, dass sich das Ergebnis der USA relativ gesehen verbessert hat, denn dort hat sich das Wachstum der totalen Faktorproduktivität beschleunigt, in den meisten anderen Ländern hingegen verlangsamt.

#### Ausblick

Rolle von IT-  
Investitionen ...

Ob sich der wachsende Vorsprung der USA bei der totalen Faktorproduktivität gegenüber anderen Ländern wieder verringern wird, ist schwer zu beurteilen. Sicher ist, dass die stetigen Produktivitätssteigerungen in den USA seit den achtziger Jahren nicht nur mit dem vermehrten Einsatz von IT-Ausrüstung zu erklären sind. Denn diese hat auch in anderen Ländern zugenommen, ohne eine deutliche Verlangsamung der totalen Faktorproduktivität zu verhindern. Vielmehr dürfte das beschleunigte Trendwachstum der totalen Faktorproduktivität in den USA weitgehend der vorangegangenen Deregulierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte zuzuschreiben sein. Die daraus entstandene Wettbewerbsintensivierung könnte durch stärkere Anreize, die Produktions- und Vertriebskosten zu senken, zu Innovationen angespornt haben. In der Tat sind im IT-Sektor in den USA große Herstellerfirmen entstanden – in einem Sektor, der sowohl durch intensiven Wettbewerb als auch durch einen rasanten technologischen Fortschritt gekennzeichnet ist. Auch im Groß- und Einzelhandel, wo der Wettbewerb ebenfalls massiv ist, wurde ein beträchtlicher Produktivitätszuwachs verzeichnet. Der Arbeitsmarkt in den

... und Struktur-  
reformen bei der  
Produktivitäts-  
steigerung

USA hat ebenso hierzu beigetragen; dies beweisen der langfristige Rückgang der strukturellen Arbeitslosigkeit seit den siebziger Jahren und die Tatsache, dass Arbeitnehmer rasch von schrumpfenden in wachsende Sektoren wechseln. Die Umsetzung von Strukturreformen dürfte somit eine entscheidende Voraussetzung für das Entstehen stärkerer Marktanreize und für die Nachahmung des amerikanischen Innovationsprozesses sein.

Gleichwohl besteht eine gewisse Unsicherheit darüber, ob die aktuellen Wachstumstrends der Produktivität andauern und ob die Industrieländer künftig höhere Potenzialwachstumsraten verzeichnen können. Einerseits dürfte die jüngste Verbesserung des Produktivitätszuwachses in den USA von begrenzter Dauer sein. Insbesondere die Bereitschaft der Unternehmen zur Kostensenkung sowie die verzögerte Wirkung der bisherigen großen Investitionen in IT-Ausrüstung haben das Produktivitätsniveau und damit das gemessene Wachstum wohl eine Zeit lang gesteigert. Diese Effekte könnten sich jedoch eines Tages abschwächen. Andererseits könnte die Tatsache, dass die in den beiden letzten Jahrzehnten umgesetzten Strukturreformen die Nachfrage nach weniger qualifizierten Arbeitskräften tendenziell gestärkt haben, den gemessenen Gesamtproduktivitätszuwachs in den USA und einigen europäischen Ländern (z.B. Irland, Niederlande, Vereinigtes Königreich) auch in erheblichem Maße gebremst haben. Als eine positive Folge davon ist die strukturelle Arbeitslosigkeit nun niedriger. Irgendwann könnten solche Übergangseffekte nachzulassen beginnen, sodass in den nächsten Jahren möglicherweise ein höherer zugrunde liegender Produktivitätszuwachs erkennbar wird. Insgesamt scheint sich abzuzeichnen, dass die Trendwachstumsraten des BIP in den wichtigsten Industrieländern erheblich voneinander abweichen. Verschiedenen Schätzungen zufolge könnte das Potenzialwachstum in den USA fast 3½% p.a. betragen, verglichen mit rund 2½% im Vereinigten Königreich, 2% im Euro-Raum und 1½% in Japan.

Längerfristig  
höheres  
Potenzialwachstum?

## Inflation

Anfang 2003 kamen Bedenken wegen des deflationären Drucks auf, legten sich aber im weiteren Verlauf des Berichtszeitraums wieder. Selbst in Japan, wo sowohl die Verbraucherpreise als auch die Grundstückswerte in den letzten Jahren kontinuierlich gefallen sind, ist allmählich das Gefühl entstanden, dass im Kampf gegen die Deflation die Wende nahen dürfte. Die 2003 wieder gestiegenen Preise für Industrieerzeugnisse und auch der sprunghafte Anstieg der Rohstoffpreise haben dazu beigetragen, die Deflationsängste zu zerstreuen.

Deflationsängste  
gedämpft

Dennoch bleibt die Inflation weltweit niedrig. Ein wichtiger Faktor war der Einfluss negativer Produktionslücken. Der hiermit verbundene Druck auf die Preise wurde in letzter Zeit durch die oben erörterten Produktivitätsgewinne und eine verhaltene Lohnentwicklung verstärkt. Der Euro-Raum war eine gewisse Ausnahme, da dort die Inflation nur langsam auf eine sich ausweitende negative Produktionslücke reagierte. Sie blieb nahe des EZB-Schwellenwerts von 2%. Dahinter stehen zum Teil die verzögerten Effekte der Euro-Einführung, vor allem aber die Rigidität der Arbeitskosten sowie Versuche der Regierungen, durch indirekte Steuern und höhere Gebühren für öffentliche Dienstleistungen ihre Einnahmen zu steigern.

Globale Inflation  
weiterhin niedrig

Fest verankerte  
Inflations-  
erwartungen

Die Inflationserwartungen blieben ebenfalls auf niedrigem Niveau fest verankert. Der Renditenunterschied zwischen inflationsindexierten Anleihen und herkömmlichen Anleihen lässt darauf schließen, dass im Berichtszeitraum die Inflationserwartungen bis zu einem Zeithorizont von 10 Jahren im Euro-Raum und in den USA nach wie vor bei 1½% bis 2½% lagen. Trotz deutlicher Verschiebungen der Wachstumsaussichten sowie merklicher Anpassungen der Wechselkurse blieb diese relative Stabilität bestehen. In den größeren Industrieländern war der Einfluss von Währungsschwankungen auf die Preise bislang sogar ausgesprochen begrenzt. Der Verbraucherpreisanstieg blieb in den USA trotz des schwächeren Dollars niedrig. Entsprechend ist trotz aufwertender Währungen weder die Inflation im Euro-Raum gesunken noch die Deflation in Japan gestiegen. Dennoch hat die Verlangsamung der Verbraucherpreisentwicklung nach dem wechselkursbedingten Rückgang der Importpreise in Kanada und Australien die Debatte über Umfang und Dynamik von Überwälzeffekten in kleineren offenen Volkswirtschaften wieder aufleben lassen.

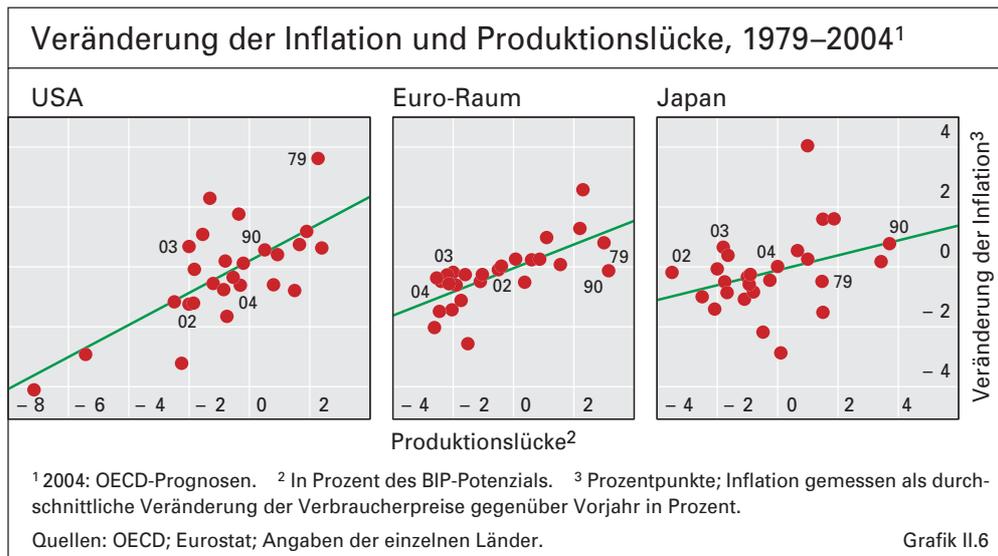
#### *Inflationsaussichten*

Trotz höherer  
Rohstoffpreise  
weiter niedrige  
Inflation erwartet

Unmittelbare Inflationsgefahr könnte, wenn überhaupt, wohl vor allem von den rasant steigenden Rohstoffpreisen ausgehen (Tabelle II.5). Sollte die Industrieproduktion in China weiterhin stark expandieren und sollten große Industrieländer beginnen, im Gleichschritt zu wachsen, könnten die Rohstoffpreise durchaus weiter steigen. Zusätzlich könnten wiederum die Preise von rohstoffintensiven Exporten aus China steigen. Allerdings machen die Rohstoffe (ohne Öl) in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur einen sehr kleinen Teil der Gesamtkosten aus, höhere Rohstoffpreise in US-Dollar wirken sich in Ländern mit aufwertender Währung deutlich schwächer aus, und der jüngste Ölpreisanstieg hat größtenteils bereits auf die Preise durchgeschlagen. Einige Beobachter haben auch darauf aufmerksam gemacht, dass die zunehmende Liquidität in der Weltwirtschaft die Inflation antreiben oder zu höheren Preisen von Vermögenswerten führen könnte (Kapitel IV und VII). Beruhigender ist, dass sich das Geldmengenwachstum in den wichtigsten Industrieländern in letzter Zeit verlangsamt hat.

Welthandel und Preise <sup>1</sup>					
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent					
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Außenhandelsvolumina	7,3	–0,5	3,1	5,2	7,1
Außenhandelspreise (US-Dollar)	–0,8	–3,5	0,9	11,6	6,1
Industrieerzeugnisse	–0,9	–2,8	2,4	14,5	7,7
Öl	2,1	–13,8	2,5	15,8	3,8
Sonstige Rohstoffe	–0,5	–4,0	0,5	7,1	7,6
Terms of Trade, fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>3</sup>	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

<sup>1</sup> Nur Güter. <sup>2</sup> IWF-Prognosen. <sup>3</sup> Fortgeschrittene Industrieländer und jüngere industrialisierte Volkswirtschaften Asiens (Hongkong SVR, Korea, Singapur und Taiwan, China).  
Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle II.5



Es wird aber auch die Ansicht vertreten, dass die disinflationären Grundtendenzen noch eine Zeit lang wirksam sein werden. Erfahrungsgemäß sollten negative Produktionslücken mit einem Rückgang der Inflation einhergehen (Grafik II.6). In der verarbeitenden Industrie sind Überkapazitäten besonders groß und könnten angesichts der stärkeren globalen Integration und des rasanten Wachstums der asiatischen Produktionskapazitäten in Wirklichkeit größer sein, als nationale Zahlen vermuten lassen. Auch an den wichtigsten Arbeitsmärkten sind noch erhebliche ungenutzte Kapazitäten vorhanden, sodass der Anstieg der Lohnstückkosten moderat bleiben dürfte, insbesondere in den Ländern, die einen starken Produktivitätszuwachs verzeichneten.

Disinflationäre Kräfte in dieser Konjunkturphase noch wirksam

## Vermögenspositionen des privaten Sektors

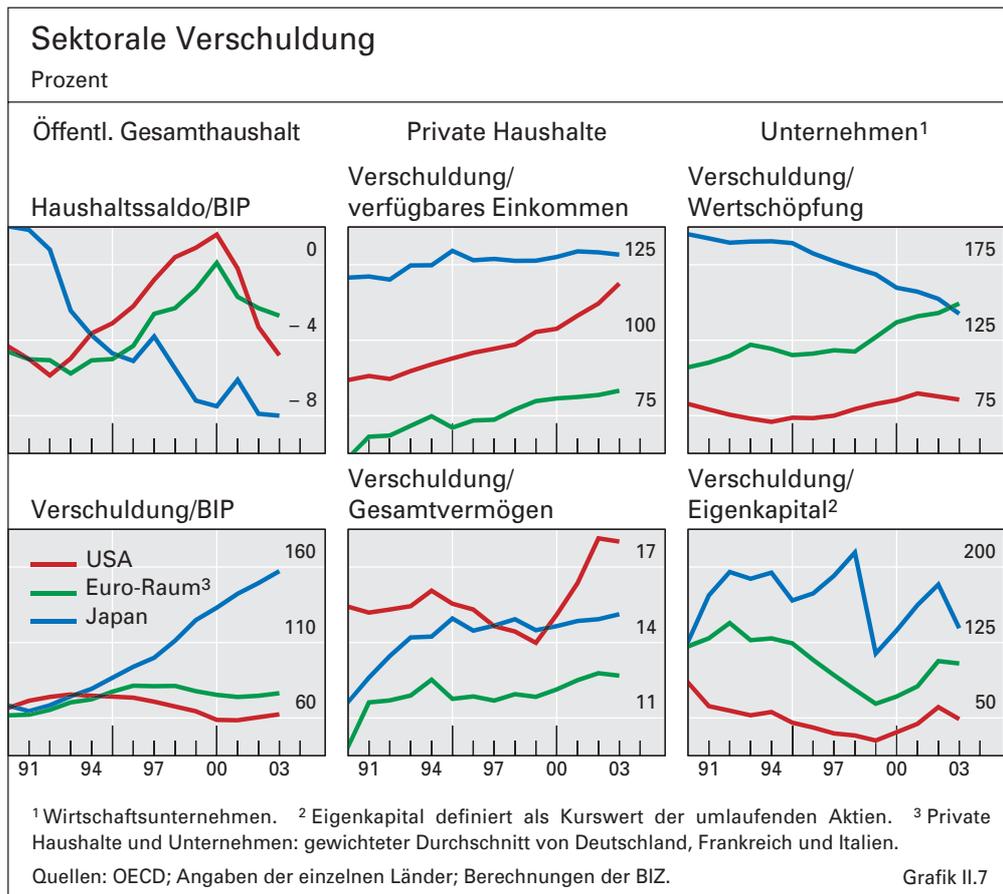
### Unternehmensbilanzen

Nach dem jüngsten Konjunkturabschwung wurde der Abbau der Schuldenlast für zahlreiche Unternehmen zu einem wichtigen Ziel, und weltweit wurde in dieser Hinsicht viel erreicht. Eine höhere Nachfrage, begrenzte Neueinstellungen, ein verhaltener Lohnanstieg und (möglicherweise) größere Preissetzungsspielräume haben zu einem kräftigen Anstieg der Unternehmensgewinne beigetragen. Durch die Zurückhaltung bei den Anlageinvestitionen, gekoppelt mit dem Einfluss der niedrigen Zinsen auf den Schuldendienst, haben sich auch die Finanzierungssalden der Unternehmen verbessert. Die Erholung der Preise von Finanzvermögenswerten kam den Unternehmensbilanzen ebenfalls zugute. Der Verschuldungsgrad sank in der Regel (Grafik II.7), liegt allerdings immer noch deutlich höher als beim Höchststand der Aktienkurse.

Gewisse Verbesserung der Unternehmensbilanzen ...

In Japan war die Verbesserung besonders ausgeprägt. So stieg der Finanzierungsüberschuss der Unternehmen trotz eines spürbaren Investitionschubs im Jahr 2003 auf 7% des BIP. Die Unternehmensverschuldung fiel auf rund 140% der Wertschöpfung im Unternehmenssektor, verglichen

... insbesondere in Japan



mit fast 200% Anfang der neunziger Jahre. Auch in den USA hat sich die Finanzlage der Unternehmen verbessert. Kräftige Produktivitätsgewinne schlugen sich unmittelbar in den Unternehmenserträgen nieder, und die gesamtwirtschaftliche Gewinnquote erreichte kürzlich wieder ihren vorherigen Höchststand aus dem Jahr 1997, deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt (Grafik II.2 links). Der Anstieg der Unternehmensverschuldung, Ende der neunziger Jahre noch bei über 10% jährlich, hat sich verlangsamt, und die Verschuldung der Unternehmen liegt nun, gemessen an ihrer Wertschöpfung, wieder näher am Durchschnitt der neunziger Jahre. Im Euro-Raum hingegen hat sich die Unternehmensrentabilität kaum verbessert, was auf die Nachfrageschwäche, die Währungsaufwertung, rigide Arbeitskosten und niedrige Produktivitätssteigerungen zurückzuführen ist. Daher sind die Schulden der Unternehmen im Verhältnis zur Wertschöpfung weiter angestiegen.

Risiken bleiben

Obwohl sich die Situation der Unternehmen seit dem letzten Konjunkturabschwung verbessert hat, bestehen noch verschiedene Unsicherheiten. Erstens gibt es immer noch deutliche Unterschiede zwischen den Sektoren. In den USA verzeichneten vor allem Finanzinstitute und IT-Unternehmen höhere Gewinne. Im Gegensatz dazu haben sich die Gewinne von Handels- und Versorgungsunternehmen sowie von Herstellern von Gebrauchsgütern (ohne IT) kaum verändert. In Japan konzentrierte sich die Verbesserung auf große, exportorientierte Unternehmen aus der verarbeitenden Industrie. Zweitens sind die Kreditkonditionen für kleine und mittlere Unternehmen sowohl in Japan als auch in einigen Ländern Europas nach wie vor schwierig. Drittens haben

ungewöhnlich niedrige Zinsen für risikofreie Vermögenswerte sowohl die Aktienwerte (und damit den Verschuldungsgrad) als auch den Schuldendienst begünstigt. Zusätzlich getrübt wird der Ausblick schließlich viertens durch Unsicherheiten hinsichtlich der Höhe der Pensionsverbindlichkeiten der Unternehmen und durch die jüngsten Bilanzskandale.

### *Vermögenspositionen der privaten Haushalte*

Die Vermögenspositionen der privaten Haushalte geben ein noch uneinheitlicheres Bild ab. In den wichtigsten OECD-Ländern hat die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem Einkommen in den letzten zehn Jahren kontinuierlich zugenommen, bedingt vor allem durch das kräftige Wachstum der Hypothekenverschuldung in einem weiterhin innovativen Finanzumfeld. Die wachsende Bedeutung der Hypothekenverschuldung lässt vermuten, dass dem Anstieg der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im Allgemeinen ein entsprechender Zuwachs an Vermögenswerten gegenüberstand, sodass sich das Nettovermögen der privaten Haushalte insgesamt nicht verändert hat. So erhöhte sich z.B. der Anteil der privaten Haushalte mit Wohneigentum in den USA von Mitte der neunziger Jahre bis 2003 um fast 5 Prozentpunkte. Zudem ist der Anstieg der Verschuldung vor dem Hintergrund des langfristigen Abwärtstrends der Zinsen zu sehen, durch den sich die „finanziell tragbare“ Verschuldung der privaten Haushalte erhöht hat.

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte gewachsen ...

In den meisten Industrieländern hat sich die Sparquote der privaten Haushalte im letzten Jahrzehnt zugleich spürbar verringert (Grafik II.2 rechts). Besondere Beachtung fanden dabei die USA und das Vereinigte Königreich, wo der private Verbrauch in jüngster Zeit die größte Dynamik aufwies. Im Vergleich zu den übrigen OECD-Ländern ist die Sparquote der privaten Haushalte dort tatsächlich recht niedrig. In langfristiger Betrachtung gingen die Sparquoten jedoch auch in Australien, Japan und Kanada deutlich zurück. Die wichtigste Ausnahme von diesem weltweiten Trend ist der Euro-Raum. So ist die Sparquote der privaten Haushalte in Frankreich seit Ende der achtziger Jahre kontinuierlich angestiegen. Auch in den übrigen Ländern des Euro-Raums hat sie sich in den letzten Jahren wieder erhöht. Dahinter stehen möglicherweise sowohl eine höhere wahrgenommene Inflation nach der Einführung des Euro als auch ungünstige Entwicklungen an den Arbeitsmärkten, aber auch Unsicherheiten im Hinblick auf die Rentenversicherungssysteme und die öffentlichen Finanzen sowie die Durchführung von Strukturreformen ganz allgemein.

... Ersparnis dagegen kontinuierlich rückläufig

Die im langfristigen Vergleich niedrigen Sparquoten der privaten Haushalte in den OECD-Ländern könnten darauf schließen lassen, dass Nachfrage in der Vergangenheit zum Teil vorweggenommen wurde und eine Rückkehr zur „Normalität“ einen Ausgabenrückgang zur Folge hätte. Doch die langfristigen Maßstäbe könnten auch obsolet geworden sein. Der kontinuierliche Anstieg der Nettovermögen der privaten Haushalte in den meisten Ländern in den letzten Jahrzehnten könnte bedeuten, dass das Gleichgewichtsniveau der privaten Ersparnisse gesunken ist. Eine wichtige Ausnahme ist Japan, wo sich die Sparquote seit 1991 halbiert hat, während das Nettovermögen beträchtlich zurückgegangen ist. Die jüngsten Trends der Ersparnisbildung spiegeln zudem

Anstieg der Sparquoten vielleicht nicht zwingend ...

möglicherweise eine effizientere Bereitstellung von Hypothekenkrediten wider, insbesondere in den USA und anderen Volkswirtschaften, wo die privaten Haushalte unrealisierte Wertzuwächse aus Wohneigentum leichter für die Beschaffung liquider Mittel nutzen können. Die Verfügbarkeit solcher Sicherheiten kann die Kreditkosten erheblich senken und die Glättung des Konsums über mehrere Perioden verbessern, womit sich jeweils auch die Wohlfahrt erhöht.

... private Haushalte jedoch anfällig gegenüber negativen Schocks

Es lässt sich jedoch nicht ausschließen, dass Wohneigentümer ihr Vermögen überschätzt haben und die höhere Verschuldung ihre Anfälligkeit gegenüber Schocks verstärkt hat (Kapitel VI und VII). Etwaige plötzliche Zinserhöhungen würden vor allem die Wohneigentümer im Vereinigten Königreich, in Australien und in Spanien treffen, da Hypothekenkredite dort hauptsächlich zu variablen Zinssätzen vergeben werden. Sollten höhere Zinssätze allerdings die Erwartung eines stärkeren Wirtschaftswachstums, rascherer Einkommenszuwächse und niedrigerer Arbeitslosigkeit widerspiegeln, würde dies die Tragfähigkeit der Verschuldung der privaten Haushalte erhöhen.

## Ausblick für die öffentlichen Haushalte

### *Besorgnis wegen schwacher Haushaltslage*

Der Einsatz der Fiskalpolitik zur Stützung des Weltwirtschaftswachstums in den vergangenen Jahren hat Befürchtungen hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung aufkommen lassen. So hat sich der Finanzierungsüberschuss des öffentlichen Gesamthaushalts in den USA in nur drei Jahren in ein Defizit in Höhe von 5% des BIP gedreht. Auch in Europa haben sich die Haushaltssalden verschlechtert, wenn auch in einem deutlich geringeren Ausmaß. In Japan ist das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts mit nahezu 8% des BIP noch immer sehr hoch.

Haushaltsdefizite haben Konjunkturabschwung abgefedert ...

Haushaltsdefizite erfordern stets eine sorgfältige Überwachung, doch ihre derzeitige Höhe ist – mit Japan als wichtigster Ausnahme – nicht außergewöhnlich. Überdies kamen die fiskalpolitischen Maßnahmen (wenn auch vielleicht durch Zufall) genau rechtzeitig, um den jüngsten Konjunkturabschwung zu dämpfen. Allerdings unterstreicht gerade diese Flexibilität die Bedeutung einer mittelfristigen Verankerung der Haushaltsdisziplin, die für Zurückhaltung in guten Zeiten sorgt, damit die Wirtschaftspolitik in schlechten Zeiten antizyklisch reagieren kann. Glücklicherweise betraf der jüngste Anstieg der öffentlichen Haushaltsdefizite hauptsächlich die Länder, die während des vorangegangenen Konjunkturaufschwungs ausreichend Handlungsspielraum geschaffen hatten, insbesondere die USA und das Vereinigte Königreich.

... und Verschuldung ist noch nicht eindeutig zu hoch

Die öffentliche Verschuldung ist in vielen Ländern noch nicht eindeutig exzessiv. In den USA sind die Bruttoverbindlichkeiten des öffentlichen Gesamthaushalts gemessen am BIP noch weit niedriger als Anfang der neunziger Jahre. Im Euro-Raum hat sich die Lage in den Ländern, in denen die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung am stärksten gefährdet war (z.B. Belgien), sogar verbessert. Doch im Durchschnitt haben sich die öffentlichen Verbindlichkeiten im vergangenen Jahrzehnt erhöht und übersteigen heute in den drei größten Volkswirtschaften Kontinentaleuropas die im Maastricht-Vertrag

festgelegte Obergrenze von 60% des BIP. Für Japan wird damit gerechnet, dass die öffentliche Verschuldung, die gemessen am BIP weiterhin jährlich um rund 5 Prozentpunkte ansteigt, in diesem Jahr 160% des BIP erreichen wird.

Natürlich sind dem Anstieg der öffentlichen Verschuldung Grenzen gesetzt. Eine schlechte Haushaltslage kann zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führen und private Investitionen verdrängen, falls die Märkte nicht mit einer Korrektur rechnen. Würde versucht, eine derartige Entwicklung durch geldpolitische Impulse aufzuhalten, könnte der Inflationsdruck zunehmen. Die vergangenen Jahrzehnte haben gezeigt, dass die Notwendigkeit einer einschneidenden Anpassung umso größer wird, je länger die Haushaltskonsolidierung hinausgezögert wurde. Die Haushaltskonsolidierung in einigen hoch verschuldeten Ländern Europas, z.B. in Belgien und Italien in den neunziger Jahren, erforderte drastische Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben und erhebliche Steuererhöhungen.

Aber Grenzen für Anstieg der öffentlichen Verschuldung ...

Fiskalindikatoren 2003							
	Finanzierungssaldo	Struktureller Haushalts-saldo <sup>1</sup>	Konjunkturer Saldo <sup>2</sup>	Nettoschuld	Bruttoschuld	Aufwand der Schuldenstabilisierung <sup>3</sup>	Risiko für Zinszahlungen <sup>4</sup>
USA	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Euro-Raum	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Deutschland	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
Frankreich	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italien	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
Spanien	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Niederlande	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Belgien	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Österreich	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Griechenland	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portugal	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finnland	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irland	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Japan	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Vereinigtes Königreich	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Kanada	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australien	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Schweden	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Dänemark	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Norwegen	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Neuseeland	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Insgesamt <sup>5</sup>	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Anmerkung: Sämtliche Angaben beziehen sich auf den öffentlichen Gesamthaushalt und sind in Prozent des BIP ausgedrückt.

<sup>1</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo; Norwegen: ohne Einnahmen aus dem Ölgeschäft. <sup>2</sup> Finanzierungssaldo abzüglich des strukturellen Haushaltssaldos. <sup>3</sup> Zur Stabilisierung der Nettoschuld (Griechenland, Irland, Portugal: Bruttoschuld) erforderliche Veränderung der Finanzlage bei Wachstum des nominalen BIP entsprechend dem Potenzial. <sup>4</sup> Potenzielle Zinszahlungen abzüglich tatsächlicher Bruttozinszahlungen; potenzielle Zinszahlungen sind diejenigen, die fällig wären, wenn der Abstand zwischen dem Wachstum des nominalen BIP und dem anfallenden Zins der Bruttoschuld (Griechenland: Nettoschuld) seinem Durchschnitt 1994–2003 entspräche. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

Quellen: IWF; OECD; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.6

... daher früher  
oder später  
Haushalts-  
konsolidierung ...

Aus dieser längerfristigen Perspektive sind in vielen großen Ländern beträchtliche Verbesserungen der Haushaltslage notwendig, um die Nettoschuldenquote auch nur auf dem derzeitigen Niveau zu stabilisieren (Tabelle II.6). Außerdem sind die Zinsen gegenwärtig sehr niedrig. Würden sie sich wieder ihrem langfristigen Durchschnitt annähern, hätte dies einen steigenden Schuldendienst auf eine immer noch wachsende Verschuldung zur Folge. Besonders in den Ländern mit vergleichsweise hohen strukturellen Defiziten gilt es zudem, vorbeugend einen gewissen Handlungsspielraum wiederherzustellen, umso mehr angesichts der in den vergangenen Jahren so übermäßig optimistischen offiziellen Haushaltsprognosen und der oben erörterten Unsicherheit im Hinblick auf das Potenzialwachstum.

... und glaubwürdige  
mittelfristige  
Verankerung nötig

Verschiedene Regierungen haben bereits angekündigt, die öffentlichen Defizite in den kommenden Jahren zu senken, sofern die Konjunkturerholung anhält. Doch manche dieser Pläne sind sehr ambitioniert, und es ist durchaus denkbar, dass die Finanzmärkte sie für unrealistisch bzw. potenziell unzureichend halten. Dies verleiht der Forderung nach einer glaubwürdigen mittelfristigen Haushaltsstrategie in den wichtigsten Industrieländern Gewicht, wenngleich ein gewisser Spielraum für diskretionäre Maßnahmen beibehalten werden sollte. Die jüngste Lockerung der fiskalpolitischen Regeln, die entscheidend zur Haushaltskonsolidierung in den neunziger Jahren beigetragen hatten, ist daher Anlass zu Besorgnis. So haben z.B. im Euro-Raum mehrere Länder die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Defizitgrenzen überschritten. In den USA wurde das System der Obergrenzen für diskretionäre Ausgaben, das in den neunziger Jahren eingeführt worden war, aufgegeben. In Japan wächst die Notwendigkeit, eine langfristige Strategie gegen die wachsende öffentliche Verschuldung zu implementieren.

#### *Das Problem des demografischen Wandels*

Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen des demografischen Wandels Anlass zu Besorgnis

Langsam, aber sicher setzt sich die Erkenntnis durch, dass die in den Industrieländern eingegangenen staatlichen Verpflichtungen für Pensions- und Rentenzahlungen sowie die medizinische Versorgung der älteren Bevölkerung nicht ohne zusätzliche wirtschaftspolitische Maßnahmen eingehalten werden können. Diese Problematik ist vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Verschiebung der Altersstruktur der Bevölkerung zu betrachten. Unter der Annahme, dass sich die gegenwärtigen Trends bei Geburtenraten und Zuwanderung fortsetzen, wird die aktive Bevölkerung im Verhältnis zur nicht aktiven in den kommenden Jahrzehnten drastisch zurückgehen. Somit ist ein steiler Anstieg der Rentenansprüche zu erwarten. Dies birgt das Risiko, dass die sich daraus ergebende Abgabenbelastung einer im Verhältnis kleineren zukünftigen Generation von Beschäftigten übermäßig hoch wird, sodass die Leistungen massiv und schmerzhaft gekürzt oder durch eine höhere Inflation effektiv reduziert werden.

Um dies zu verhindern, sind drei Handlungsansätze vorstellbar. Der erste und wichtigste besteht darin, das öffentliche Bewusstsein für diese simple Arithmetik zu schärfen. Dies würde nahe legen, die sich aus dem demografischen Alterungsprozess ergebenden impliziten Verbindlichkeiten, die in der gegenwärtigen Rechnungslegung der öffentlichen Haushalte oftmals nicht

auftauchen, in vollem Umfang auszuweisen. Eine zweite, auf der ersten aufbauende Möglichkeit wäre, die zugesagten Leistungen auf geordnete Weise zu kürzen und so die Transferleistungen zwischen heutigen und zukünftigen Generationen von Beschäftigten zu begrenzen. Als Drittes wird häufig die Ergänzung der staatlichen Zusagen durch private Ersparnisse vorgeschlagen. Allerdings würde eine Änderung der Altersvorsorgesysteme kaum dazu beitragen, das Problem bereits erworbener Ansprüche zu lösen.

Am wichtigsten ist jedoch die Erhöhung des Ressourcen-Pools (d.h. des Volkseinkommens), aus dem die künftigen Sozialleistungen bestritten werden. Ein erster Lösungsvorschlag besteht darin, die Sparquote – und damit das zur Unterstützung künftiger Beschäftigter verfügbare Kapital – zu erhöhen, indem größeres Gewicht auf privat finanzierte Sparpläne gelegt wird. Oft werden diese Pläne als geeigneter angesehen, um die Konsequenzen des demografischen Wandels abzufedern, aber ob die inländische Ersparnis insgesamt tatsächlich zunehmen und dies die künftigen Einkommen positiv beeinflussen wird, lässt sich noch nicht mit Sicherheit sagen. Außerdem ist die Ersparnisbildung des Privatsektors in Ländern, die als Erste die Folgen der Alterung zu spüren bekommen werden (d.h. die europäischen Länder und Japan), schon relativ hoch, und ein weiterer Anstieg der Investitionen würde das Produktionspotenzial möglicherweise nicht effektiv erhöhen. Ein zweiter Lösungsvorschlag zielt darauf ab, die Erwerbsbevölkerung in der Zukunft, also dann, wenn höhere öffentliche Transfers zu leisten sein werden, zu vergrößern. Viele Länder haben bereits Maßnahmen ergriffen, um das Renteneintrittsalter heraufzusetzen, und manche werden gegebenenfalls erwägen, mehr ausländischen Arbeitskräften die Zuwanderung zu ermöglichen. Die Erfahrung lässt darauf schließen, dass Maßnahmen zur Eindämmung der strukturellen Arbeitslosigkeit und zur Erhöhung des Anteils der Erwerbsbevölkerung auch das Niveau des Produktionspotenzials spürbar beeinflussen könnten. Eine dritte denkbare Lösung ist, die Produktionsmenge, die mit einem gegebenen Einsatz an Arbeit und Kapital generiert wird, zu erhöhen. Bei einem höheren Wachstum der totalen Faktorproduktivität stünden einer schrumpfenden Gruppe Erwerbstätiger und einer wachsenden Gruppe Nichterwerbstätiger mehr Ressourcen für den Verbrauch zur Verfügung. Geht man davon aus, dass die oben erwähnten Trendunterschiede im Produktivitätswachstum bestehen bleiben, dann dürften die USA in einer besseren Ausgangslage sein als die meisten anderen Industrieländer.

Erhöhung des durchschnittlichen Lebensstandards am wichtigsten

## Leistungsbilanzen

### *Zunehmende weltweite Leistungsbilanzungleichgewichte*

Auch im Jahr 2003 wurde die Weltwirtschaft durch hohe Leistungsbilanzungleichgewichte geprägt (Tabelle II.7). Das US-Defizit stieg auf nahezu \$ 550 Mrd. bzw. etwa 5% des BIP. Überschüsse in der Leistungsbilanz wurden hauptsächlich in Asien, aber auch in Teilen Europas (vor allem in Deutschland, der Schweiz und Norwegen) verzeichnet. Aufgrund statistischer Unzuläng-

US-Leistungsbilanzdefizit ...

Leistungsbilanzsaldo in den wichtigsten Regionen					
Mrd. US-Dollar					
	Durchschnitt 1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1</sup>
USA	-150	-394	-481	-542	-496
Europäische Union	9	-6	67	36	48
Japan	107	88	113	138	144
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer	4	56	46	41	44
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	22	90	132	148	128
Übrige Welt	-72	-3	13	58	33
Welt <sup>2</sup>	-80	-169	-110	-121	-99

<sup>1</sup> IWF-Prognosen. <sup>2</sup> Zurückzuführen auf Fehler, Auslassungen und Asymmetrien in der Zahlungsbilanzstatistik.  
 Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.7

lichkeiten waren über \$ 100 Mrd. der weltweiten Defizite im Jahr 2003 nicht aufgliederbar. Dieses seit Ende der neunziger Jahre festgestellte Phänomen beeinträchtigt die Aussagekraft jeder Analyse der gegenwärtigen Leistungsbilanzsalden.

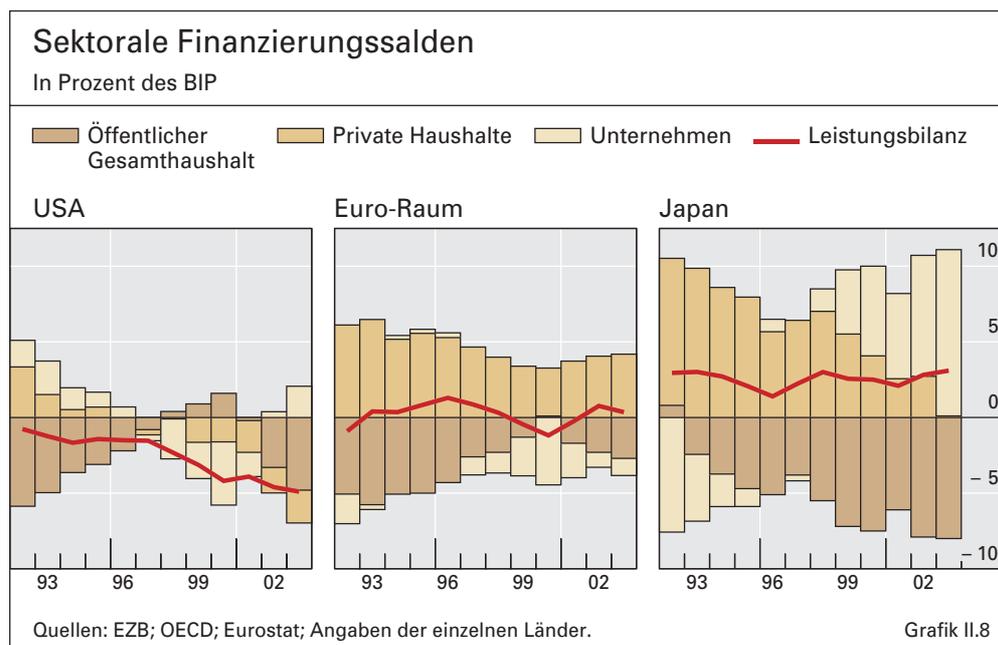
... seit Mitte der  
neunziger Jahre  
verdreifacht ...

Seit Mitte der neunziger Jahre hat sich das US-Leistungsbilanzdefizit gemessen am BIP mehr als verdreifacht. Der entsprechende zusätzliche Überschuss entfällt vorrangig auf die aufstrebenden Volkswirtschaften (insbesondere in Asien). Im Vergleich hierzu war die Leistungsbilanzentwicklung in den übrigen wichtigen Industrieländern stabiler. Japan verzeichnete erhebliche kontinuierliche Leistungsbilanzüberschüsse von etwa 2% bis 3% des BIP. Auch im Euro-Raum ist die Leistungsbilanz mit einem nur leichten durchschnittlichen Überschuss in den letzten zehn Jahren vergleichsweise stabil geblieben.

In den späten neunziger Jahren vergrößerten sich die Ungleichgewichte in den USA aufgrund des kräftigen Nachfragewachstums und des starken US-Dollars. In den letzten Jahren setzte sich diese Ausweitung jedoch trotz der Abschwächung des US-Dollars fort. Eine Rolle spielten dabei vermutlich sowohl ein klassischer J-Kurven-Effekt (Verschlechterung der Handelsbilanz in der Anfangsphase einer Währungsabwertung) als auch der höhere Ölpreis. Allerdings haben sich die US-Einfuhrpreise recht moderat entwickelt, da sich die ausländischen Exporteure allgemein an den Marktpreisen orientierten. Das US-Handelsbilanzdefizit scheint in der Tat dadurch determiniert worden zu sein, dass die Wirtschaft in den USA schneller gewachsen ist als die der meisten Handelspartner und dass die Elastizität der US-Importe gegenüber der Inlandsnachfrage in den USA offenbar größer ist als die Elastizität der US-Exporte gegenüber der Auslandsnachfrage.

... aufgrund  
wachsender Lücke  
zwischen  
Investitionen und  
Ersparnis

Der deutliche Anstieg des US-Bedarfs an Auslandsfinanzierung seit Mitte der neunziger Jahre geht definitionsgemäß mit einer wachsenden Lücke zwischen Investitionen und Ersparnisbildung einher. Vor dem letzten Konjunkturabschwung ging die Ersparnisbildung der privaten Haushalte zurück, und die Investitionen nahmen in Relation zum BIP zu. Diese beiden Faktoren



fürten trotz der deutlichen Verbesserung der öffentlichen Finanzen zu wachsenden Leistungsbilanzdefiziten (Grafik II.8). Nach der Rezession wurden dann die Investitionen gekürzt, und die Ersparnis des Unternehmenssektors nahm zu. Dennoch erhöhte sich die Kreditaufnahme der USA im Ausland weiter, als im öffentlichen Sektor ein hohes Ersparnisdefizit entstand. Dies weckte die Befürchtung, dass wie in den achtziger Jahren das Problem eines „Zwillingsdefizits“ entstanden war. Nachhaltiger war jedoch der Trend, dass hohe Leistungsbilanzdefizite mit anhaltend niedriger Nettoersparnis der privaten Haushalte einhergingen.

Ersparnis und Investitionen									
In Prozent des BIP									
	Investitionen			Leistungsbilanz			Inländische Ersparnis		
	Veränderung		Stand	Veränderung		Stand	Veränderung		Stand
	1997–2000	2000–03	2003	1997–2000	2000–03	2003	1997–2000	2000–03	2003
USA	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Euro-Raum	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Sonstige europäische Länder <sup>1</sup>	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Sonstige fortgeschrittene Länder <sup>2</sup>	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Japan	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Wichtigste aufstrebende Volkswirtschaften Asiens <sup>3</sup>	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Sonstige wichtige aufstrebende Volkswirtschaften <sup>4</sup>	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Insgesamt	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

<sup>1</sup> Dänemark, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich.    <sup>2</sup> Australien, Kanada, Neuseeland.    <sup>3</sup> China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand.    <sup>4</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, Polen, Russland, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: EZB; Eurostat; CEIC; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.8

Ersparnis und Investitionen außerhalb der USA

In Europa entwickelte sich die Ersparnisbildung insgesamt etwas stabiler; allerdings gab es innerhalb des Euro-Raums seit Mitte der neunziger Jahre erhebliche Veränderungen. In Deutschland entstand ein hoher Leistungsbilanzüberschuss, als die Investitionen zurückgingen. In Italien waren die Investitionen in Relation zum BIP stabiler, doch kam es durch den Rückgang der Ersparnisbildung der privaten Haushalte zu einem beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit. In Japan sanken Ersparnis und Investitionen kontinuierlich und parallel weiter (Tabelle II.8). In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wurden die Investitionen nach der Finanzkrise 1997/98 gekürzt und haben in den letzten Jahren nur leicht zugenommen, während sich die Sparquoten erholten. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften verbesserte sich die aggregierte Leistungsbilanz; dem stand ein Anstieg der Ersparnis bzw. ein Rückgang der Investitionen gegenüber.

#### *Beträchtliche Unsicherheiten auf mittlere Sicht*

Risiko des Protektionismus

Mit den sich ausweitenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und dem Eindruck, dass das Angebot kostengünstiger Waren und Dienstleistungen aus den schnell wachsenden Volkswirtschaften Asiens das Beschäftigungsniveau in den entwickelten Ländern bedrohe, ist das Risiko des Protektionismus gestiegen. Protektionistische Stimmungen könnten überdies durch die geplante Abschaffung von Importquoten für Textilien und das zunehmend öffentlich beachtete Outsourcing von IT-Dienstleistungen ins Ausland (z.B. nach Indien) verstärkt werden. Solche Bedenken sind eindeutig übertrieben, da die betreffenden Sektoren vergleichsweise klein sind. Außerdem haben viele Länder jahrelang bewiesen, dass sie den nachhaltigen Rückgang von Arbeitsplätzen für weniger qualifizierte Beschäftigte in der verarbeitenden Industrie bewältigen können. So ist die strukturelle Arbeitslosigkeit in den OECD-Ländern seit Mitte der neunziger Jahre zurückgegangen.

Finanzierung des US-Bedarfs an ausländischen Mitteln

Ein zweites Problem liegt in der Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (Kapitel V). Die Zusammensetzung der US-Kapitalzuflüsse hat sich in den vergangenen Jahren geändert; an die Stelle von privaten Direktinvestitionen und Aktienanlagen sind staatliche Anlagen in US-Staatsschuldentiteln, besonders von Zentralbanken in Asien, getreten. Die Abwertung des US-Dollars bis Februar dieses Jahres deutet möglicherweise auf eine stärkere Abhängigkeit von solchen Kapitalzuflüssen hin.

Wie anfällig die Kapitalströme in die USA gegenüber Stimmungsumschwüngen bei den Anlegern sind, ist unklar. Es ist die Befürchtung geäußert worden, dass die Nachfrage nach US-Dollar-Anlagen beeinträchtigt werden könnte, sollten die ausländischen Anleger sich größere Sorgen wegen der steigenden US-Verschuldung oder weniger günstiger Wachstumsaussichten machen. Dabei ist zu beachten, dass Ende 2002 die internationalen Nettoverbindlichkeiten der USA (zu Marktwerten bewertet) 25% des BIP ausmachten. Diese Relation dürfte sich in den kommenden Jahren erhöhen, da die Stabilisierung der Nettoschuldenquote einen aus heutiger Sicht unwahrscheinlichen deutlichen Rückgang des US-Leistungsbilanzdefizits erfordern würde.

Es gibt jedoch auch positivere Aspekte. So ist die Auslandsverschuldung der USA im langfristigen Vergleich zwar hoch, doch immer noch niedriger als

in manchen anderen Industrieländern, wie z.B. Australien (60% des BIP). Außerdem vollzog sich der Anstieg der US-Auslandsverbindlichkeiten vor dem Hintergrund einer größeren Liberalisierung im Finanzsektor und der damit verbundenen Zunahme des grenzüberschreitenden Eigentums am Kapitalstock. Dies legt die Vermutung nahe, dass die internationale Finanzierung selbst großer Lücken zwischen Ersparnis und Investitionen heute um einiges einfacher ist als in früheren Jahrzehnten.

Im Übrigen sind die mit den Leistungsbilanzsalden zusammenhängenden Kapitalströme nicht die einzige Quelle für Veränderungen der Nettovermögenspositionen. Auch Bewertungseffekte spielen eine Rolle. Beispielsweise war der Anstieg der US-Nettoauslandsschuld von 1983 bis 1990 (über \$ 400 Mrd.) nicht einmal halb so hoch wie die im selben Zeitraum kumulierten Leistungsbilanzdefizite. Dies lag zum großen Teil daran, dass der Dollarwert der auf Fremdwährung lautenden US-Vermögenswerte stieg, weil der Dollar während dieses Zeitraums überwiegend abwertete.

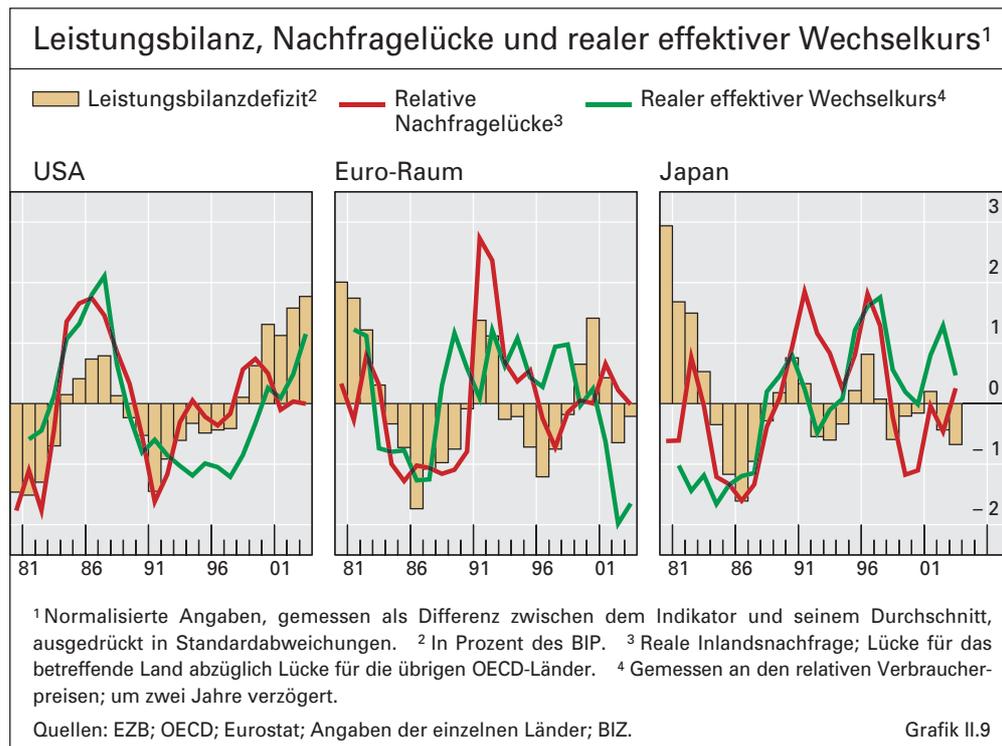
Bewertungseffekte beeinflussen Nettoauslandsvermögensposition ...

Vielleicht noch wichtiger ist, dass die USA eine Sonderrolle einnehmen, und zwar aus drei Gründen: Erstens spielt der Dollar eine herausragende Rolle als internationale Anker-, Reserve- und Interventionswährung (Kapitel V). So dürfte eine strukturelle Präferenz zugunsten von US-Vermögenswerten entstanden sein, als weltweit die Länder ihre Bestände an ausländischen Vermögenswerten erhöhten. Zweitens weisen die USA trotz der hohen und weiter zunehmenden Auslandsverschuldung immer noch einen leichten Überschuss in der Kapitalertragsbilanz auf. Das gegenwärtige weltweit niedrige Zinsniveau hat zweifellos die Nettoschuldner begünstigt. Hinzu kommt jedoch ein strukturelles Element, nämlich, dass die Rendite der US-Direktinvestitionen im Ausland durchweg höher war als die von im Auslandsbesitz befindlichen US-Vermögenswerten. Die seit langer Zeit im Ausland etablierten US-Unternehmen dürften also einen strukturellen Rentabilitätsvorteil haben. Drittens konnten die USA während des vergangenen Jahrzehnts umfangreiche und weiter zunehmende langfristige Kapitalzuflüsse anziehen. Sollte sich die jüngste deutliche Beschleunigung des Produktivitätswachstums in den USA im Vergleich zu anderen Industrieländern fortsetzen, könnte dies die Mittelzuflüsse auch auf mittlere Sicht stützen.

... und USA nehmen Sonderrolle ein ...

Weiterhin hohe Leistungsbilanzdefizite in den USA könnten dennoch mit einer Stabilisierung der US-Nettoauslandsverschuldung in Relation zum BIP auf längere Sicht zu vereinbaren sein, allerdings auf deutlich höherem Niveau als heute. Damit würden die Kosten für den Schuldendienst steigen. Erschwerend käme hinzu, dass sich die reale Rendite von US-Vermögenswerten im Auslandsbesitz mit der Zeit der Wachstumsrate der US-Wirtschaft wie auch der realen Rendite von ausländischen Vermögenswerten im Besitz von Gebietsansässigen in den USA annähern dürfte. Vor diesem Hintergrund ließe sich die Nettoauslandsverschuldungsquote der USA nur über einen ausgeglicheneren Leistungsbilanzsaldo (ohne Kapitalerträge) stabilisieren, d.h. einen deutlichen Rückgang des US-Handelsbilanzdefizits mit entsprechend niedrigeren Außenhandelsüberschüssen in anderen Ländern. Angesichts ihrer kleineren negativen Produktionslücke hätten die USA zweifellos ein niedrigeres Handelsbilanzdefizit, wenn ihre wichtigsten Handelspartner zum

... doch US-Handelsbilanzdefizit muss sinken



Potenzial zurückkehren würden. Eine nennenswerte Verringerung des Defizits dürfte sich aber trotzdem nur über weitere Anpassungen der relativen Preise (d.h. der realen Wechselkurse) und eine Verschiebung der weltweiten Inlandsnachfrage hin zu Ländern mit Überschüssen erreichen lassen (Grafik II.9).

### Anpassungsprozess

Wechselkursveränderungen

Ein schwächerer Dollar würde sich natürlich ausgleichend auf das US-Handelsbilanzdefizit auswirken. Die übrigen Länder würden ihren Außenhandelsüberschuss gegenüber den USA abbauen, und mit dem sinkenden Handelsbilanzdefizit würde die US-Absorption in Relation zur Produktion zurückgehen. Umfang und Geschwindigkeit einer derartigen Anpassung hängen jedoch von den relativen Außenhandelselastizitäten ab. Der Effekt von Währungsanpassungen ist möglicherweise auch geringer als allgemein angenommen, da Veränderungen der nominalen Wechselkurse sich oft nur zum Teil auf die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit übertragen. Beispielsweise wertete der US-Dollar von 1995 bis 2001 nominal effektiv um 34% auf, doch real effektiv betrachtet (gemessen an den relativen Lohnstückkosten in der verarbeitenden Industrie) betrug die Aufwertung nur 23%. Die US-Exportunternehmen begannen außerdem erst 1998 Marktanteile zu verlieren, was darauf schließen lässt, dass die Aufwertung des US-Dollars erst nach einer ganzen Weile spürbar wurde. Auch stiegen die US-Importe von 1998 bis 2003 trotz der deutlich verschlechterten US-Exportleistung nicht stärker an, als nach langfristiger Erfahrung zu erwarten gewesen wäre. Schließlich würde eine Verringerung des US-Handelsbilanzdefizits möglicherweise eine beträchtliche Dollarabwertung erfordern, da die Importe der USA die Exporte derzeit um rund 50% übersteigen.

Bilanzielle Auswirkungen einer Dollaranpassung

Eine Dollaranpassung könnte weit über die Grenzen der USA hinaus Auswirkungen haben. Eine erste mögliche Konsequenz ist eine schwächere

Nachfrage im Ausland. Viele Industrieländer stützen sich bislang auf die US-Importnachfrage als Wachstumsmotor, während ihre Nachfrage nach nicht handelbaren Gütern und Dienstleistungen keine eigene Dynamik entwickelt hat. Außerdem könnte ein spürbarer Wertverlust des Dollars Inflationsdruck in den USA auslösen, der möglicherweise sogar weltweit zu einem Zinsanstieg führen würde, wodurch sich die US-Nettokapitalerträge verringern würden. Würde der Dollar zu stark abwerten, könnte dies außerdem einen übermäßigen disinflationären Druck bei den US-Handelspartnern erzeugen, der unter Umständen stärker wäre als die direkte Preiswirkung bei einer Aufwertung. Rund die Hälfte der im Ausland gehaltenen US-Vermögenswerte lautet auf Fremdwährungen, während fast sämtliche US-Verbindlichkeiten in Dollar denominated sind. Bei einer Dollarabwertung würde sich daher die US-Nettoauslandsvermögensposition verbessern, obwohl die USA Nettoauslandsschuldner sind. Da der Gesamtbestand der Forderungen und Verbindlichkeiten der USA in den letzten zwei Jahrzehnten auf 62% bzw. 87% des US-BIP geklettert ist, würde der Bewertungseffekt einer Dollarabwertung um 10% die Nettoauslandsverschuldung bei sonst gleichen Gegebenheiten um rund 3% des BIP senken. Dies hätte eine spürbare Schwächung der Bilanzen in den Gläubigerländern zur Folge, was dort zu einer Verlangsamung der Ausgaben führen und somit den Anpassungsprozess behindern könnte.

Eine andere Möglichkeit zur Anpassung der Inlandsnachfrage wäre eine Erhöhung der inländischen Ersparnis in Ländern mit großen Leistungsbilanzdefiziten und eine Verringerung in Ländern mit Überschüssen. Traditionell reagieren die Handelsströme stärker auf Nachfrageveränderungen als auf Veränderungen der relativen Preise. In diesem Zusammenhang böte sich wohl eine Anpassung der Fiskalpolitik an, zumindest in den USA. Eine gewisse Straffung würde auch den längerfristigen Herausforderungen in Bezug auf die wachsende öffentliche Verschuldung des Landes Rechnung tragen. Allerdings hätte eine schnelle und kräftige Haushaltskonsolidierung in den USA möglicherweise eine kontraktive Wirkung auf die Weltwirtschaft, und angesichts hoher öffentlicher Schuldenquoten in den meisten Ländern erscheint auch die Alternative – eine Lockerung der Fiskalpolitik in Volkswirtschaften mit einer als zu hoch erachteten Sparquote – nur von begrenztem Reiz.

Die derzeitige internationale Konstellation der privaten Ersparnisbildung bietet ebenfalls einen gewissen Anpassungsspielraum, wenngleich konkrete wirtschaftspolitische Empfehlungen hier schwieriger sind. Die Sparquoten der privaten Haushalte sind in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten besonders niedrig, z.B. in den USA, dem Vereinigten Königreich und Australien; sie hätten aber Spielraum nach oben, wenn beispielsweise die Zinsen steigen sollten. Entsprechend könnten die privaten Haushalte in einigen Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, insbesondere den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, dazu angeregt werden, ihre Sparquoten zurückzuführen. Im Euro-Raum hat die Ersparnis der privaten Haushalte in letzter Zeit zugenommen, und dieser Trend ließe sich möglicherweise umkehren. In Japan ist die Sparquote der privaten Haushalte bereits kräftig gefallen, doch ist nicht klar, ob ein weiterer Rückgang möglich bzw. sinnvoll ist. Für eine Anpassung bei den Investitionen scheint kaum Spielraum vorhanden zu sein. So kann die

Höhere Ersparnis in Ländern mit großen Leistungsbilanzdefiziten

Investitionsquote in den USA nach der bereits erfolgten deutlichen Korrektur nur noch begrenzt weiter fallen. In Asien ist die Investitionsquote im internationalen Vergleich weiterhin relativ hoch, und es könnte leicht zu unproduktiven Investitionen kommen. In den Volkswirtschaften außerhalb Asiens, die sich noch in einem frühen Stadium ihrer wirtschaftlichen Entwicklung befinden, könnten höhere Investitionen dem Produktionspotenzial entscheidenden Schub geben.

Drei Anpassungs-  
szenarien

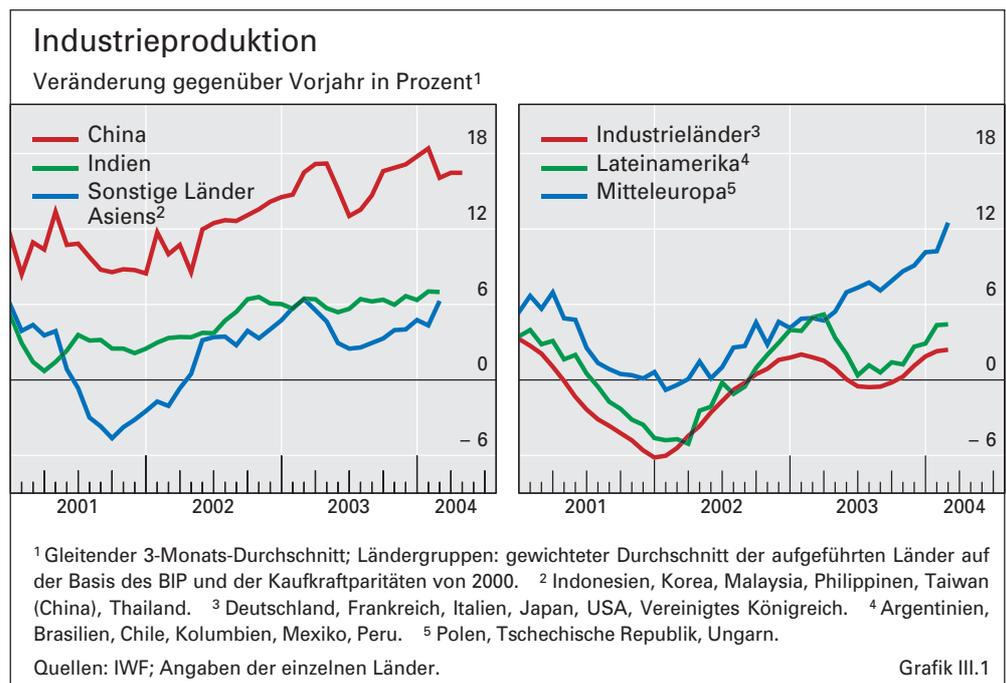
Die bisherigen Ausführungen deuten darauf hin, dass für die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den nächsten Jahren drei unterschiedliche Szenarien denkbar sind. Ein erstes, unerwünschtes Szenario wäre eine potenziell kräftige und ungeordnete Wechselkursanpassung z.B. aufgrund einer geringeren Bereitschaft der ausländischen Anleger, in US-Vermögenswerten zu investieren. Dann würde sich der Verbrauch von jetzt teureren Importen in den USA voraussichtlich abschwächen, während die langfristigen Zinsen vielleicht ansteigen würden. Das zweite Szenario wäre der Status quo, wobei z.B. die asiatischen Zentralbanken weiterhin Währungsreserven aufbauen würden. Dies würde jedoch die weltweite Allokation von Kapital verzerren. Außerdem könnte sich durch die Verzögerung der notwendigen Anpassung das Risiko einer deutlicheren und schmerzlicheren Anpassung zu einem späteren Zeitpunkt erhöhen. Jedenfalls wären ausgeprägte Veränderungen mehrerer bilateraler Wechselkurse möglicherweise unvermeidlich, insbesondere zwischen Industrieländern mit flexiblen Wechselkursen. Das dritte Szenario, das am begrüßenswertesten wäre, beinhaltet eine allmähliche Verringerung der weltweiten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte aufgrund der zeitverzögerten Wirkung einer moderaten Dollarabwertung auf die US-Handelsbilanz, einer etwas höheren Ersparnis in den USA (über die Ersparnis der privaten Haushalte und eine Straffung der Fiskalpolitik), einer größeren Wechselkursflexibilität in Asien und einer höheren Inlandsnachfrage außerhalb der USA.

### III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

Die weltweit reichlich vorhandene Liquidität, die die lockeren monetären Bedingungen und die höhere Bereitschaft der Anleger, an den internationalen Kapitalmärkten Risiken einzugehen, widerspiegelte, förderte das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften ab Mitte 2003. Gleichzeitig ließen die negativen Auswirkungen mehrerer Schocks nach. Im April 2004 erfolgte jedoch eine deutliche Kehrtwendung, als die langfristigen Zinssätze drastisch stiegen, sich die Zinsaufschläge in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausweiteten und die Aktienkurse fielen.

Im Konjunkturaufschwung, der gegen Ende 2001 begann, entwickelte sich China, dessen Industrieproduktion durchweg rascher wuchs als die anderer Länder und Regionen, zu einer Hauptstütze der Weltwirtschaft (Grafik III.1). In fast allen anderen Ländern Asiens erholte sich das Wirtschaftswachstum, nachdem der SARS-Virus eingedämmt war. In Lateinamerika dagegen waren die Wachstumsraten ungeachtet der Impulse durch die stärkere US-Nachfrage, wesentlich höhere Rohstoffpreise und eine schrittweise Lockerung der Geldpolitik uneinheitlich. Im ersten Quartal 2004 war das Wachstum in Brasilien immer noch moderat, in Mexiko hatte es sich erheblich beschleunigt, und in Argentinien fiel es kräftig aus. In Mittel- und Osteuropa führten der bevorstehende Beitritt zur Europäischen Union und die lebhaftere Nachfrage in



Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanz									
	Reales BIP <sup>1</sup>			Verbraucherpreise <sup>1,2</sup>			Leistungsbilanz <sup>3</sup>		
	Durchschnitt 1999–2002	2003	2004	Durchschnitt 1999–2002	2003	2004	Durchschnitt 1999–2002	2003	2004
Asien <sup>4</sup>	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
China	7,7	9,1	8,6	–0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Hongkong SVR	4,0	3,1	6,0	–3,1	–2,6	–0,4	5,2	9,4	10,3
Indien	5,1	8,1	6,8	4,3 <sup>5</sup>	5,4 <sup>5</sup>	5,0 <sup>5</sup>	–0,1	0,8	–0,1
Korea	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Sonstige Länder Asiens <sup>6</sup>	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
Lateinamerika <sup>4,7</sup>	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	–2,2	0,6	0,6
Argentinien	–4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	–1,7	5,8	3,7
Brasilien	2,1	–0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	–3,8	0,8	0,3
Mexiko	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	–2,8	–1,4	–1,9
Mittel- und Osteuropa <sup>4,8</sup>	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	–5,2	–4,4	–3,9
Russland	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Türkei	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	–1,3	–3,0	–3,1
Afrika	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	–0,7	–1,3
Naher Osten	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Nachrichtlich: G7-Länder</i>	2,2	2,2	3,4	1,7	1,8	1,7	–1,4	–1,6	–1,5

Anmerkung: Die Zahlen für 2004 basieren auf im Mai 2004 veröffentlichten Prognosemittelwerten aus Expertenbefragungen und auf dem *World Economic Outlook* des IWF.

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>2</sup> Lateinamerika: Preise am Periodenende. <sup>3</sup> In Prozent des BIP. <sup>4</sup> Gewichteteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>5</sup> Großhandelspreise. <sup>6</sup> Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>7</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>8</sup> Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; OECD; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

Tabelle III.1

anderen Regionen zu einem beträchtlichen Anstieg der Industrieproduktion in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn. Nach den Prognosemittelwerten (Tabelle III.1) wird für 2004 mit einer merklichen Wachstumsbeschleunigung in Lateinamerika und einem anhaltend starken Wachstum in den anderen großen Regionen gerechnet.

Das Wachstum ging mit einem sehr markanten und breit angelegten Anstieg der Preise von Öl und anderen Rohstoffen einher, der teilweise von der weiterhin kräftigen Ausweitung der Industrieproduktion in China getrieben wurde. Obwohl die Überwälzeffekte auf die Endpreise bis vor kurzem nur gering waren, hat dennoch die Deflationsgefahr in den aufstrebenden Volkswirtschaften nachgelassen. China verzeichnete Ende 2003 wieder eine positive Inflationsrate, und in einigen asiatischen Volkswirtschaften drücken die steigenden Preise für Rohstoffe die Gewinnmargen bzw. verursachen inflationäre Spannungen. Aufgrund von Befürchtungen, dass der Inflationsdruck zu einer Überschreitung der Inflationsziele führen könnte, wurde in Mexiko die Geldpolitik gestrafft, und in Brasilien wurde die Rückführung der Zinssätze vorübergehend unterbrochen. In manchen Ländern trugen die gestiegenen

Rohstoffpreise auch zu Leistungsbilanzüberschüssen bei, und in Afrika bewirkten sie eine Verbesserung der Terms of Trade.

Das weltwirtschaftliche Umfeld hat die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2003 maßgeblich beeinflusst. Erneute Kapitalzuflüsse und deutlich geringere Zinsaufschläge stützten einige hoch verschuldete Länder. Allerdings führten sie insbesondere in Asien auch zu Aufwertungsdruck auf die Währungen, und es kam zu massiven Devisenmarktinterventionen. In manchen Ländern förderten diese Interventionen ein rascheres Geldmengen- und Kreditwachstum. Außerdem hatte der kräftige Anstieg der Rohstoffpreise beträchtliche Konsequenzen für mehrere Länder; in einigen trieb er die Einnahmen in die Höhe, in anderen trug er zu höheren Produktionskosten bzw. zu einem Inflationsanstieg bei.

### Rückkehr von Kapitalzuflüssen

2003 betragen die privaten Nettokapitalzuflüsse in die 21 wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften schätzungsweise rund \$ 170 Mrd. (Tabelle III.2); das war der größte Zufluss seit dem Höchststand von über \$ 200 Mrd. im Jahr 1996. Sowohl die Portfolioströme (Aktien und Anleihen) als auch die anderen Mittelströme (Kredite von Geschäftsbanken und anderen Kreditgebern) lagen deutlich höher als 2002. Dagegen setzte sich der Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen fort; ihr Anteil an den gesamten Mittelströmen, der im Durchschnitt der neunziger Jahre noch 70% betragen hatte, sank unter 45%. Ein Großteil dieser Mittel floss 2003 nach Asien, wobei mehr als 60% der gesamten ausländischen Direktinvestitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften allein an China gingen. Brasilien, China, Indien und Korea waren wichtige Empfänger von Portfolioströmen, während Länder in Asien sowie in Mittel- und Osteuropa von einer Wiederaufnahme der Kreditzuflüsse profitierten.

Kapitalzuflüsse auf dem höchsten Niveau seit 1996

Die Anleihe-, Aktien- und Kreditkapitalströme blieben zu Beginn des Jahres 2004 hoch, und es wird damit gerechnet, dass sie im Gesamtjahr noch höher ausfallen werden als 2003. Im ersten Quartal 2004 emittierten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften an den internationalen Finanzmärkten Anleihen und Notes in Höhe von schätzungsweise \$ 26 Mrd. Bis April 2004 ging die Zunahme der Kapitalströme mit weniger volatilen und deutlich geringeren Renditenaufschlägen für Staatsanleihen einher, insbesondere bei Anleihen mit niedrigerem Rating.

Gleichzeitig mit den wieder zunehmenden Kapitalzuflüssen in den vergangenen Jahren erhöhten sich die Leistungsbilanzüberschüsse in Asien, die hohen Defizite in Lateinamerika kehrten sich um, und die Überschüsse in Mittel- und Osteuropa wurden kleiner. 2003 beispielsweise verzeichnete jede der drei großen aufstrebenden Regionen insgesamt einen Leistungsbilanzüberschuss. Angesichts der parallelen Zunahme von privaten Kapitalzuflüssen und Leistungsbilanzüberschüssen stellt sich die Frage nach der Verwendung der erhaltenen Mittel in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Investitionsquoten sind in den vergangenen drei Jahren im Durchschnitt konstant geblieben. Seit 2001 haben sich jedoch die Währungsreserven sprunghaft

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften				
Mrd. US-Dollar				
	Jahres- durchschnitt 1990–2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
<b>Aufstrebende Volkswirtschaften<sup>2</sup></b>				
Kapitalströme insgesamt	111	57	66	171
Direktinvestitionen	76	129	96	76
Portfolioinvestitionen <sup>3</sup>	50	-21	-28	29
Sonstiges privates Kapital <sup>4</sup>	-15	-51	-3	66
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	-24	45	107	142
<i>Veränderung der Reserven<sup>5</sup></i>	-56	-89	-177	-282
<b>Asien<sup>6</sup></b>				
Kapitalströme insgesamt	35	31	41	111
Direktinvestitionen	35	42	47	45
Portfolioinvestitionen <sup>3</sup>	12	-12	-18	36
Sonstiges privates Kapital <sup>4</sup>	-12	1	12	30
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	14	66	99	123
<i>Veränderung der Reserven<sup>5</sup></i>	-37	-82	-151	-215
<b>Lateinamerika<sup>7</sup></b>				
Kapitalströme insgesamt	62	36	-3	16
Direktinvestitionen	34	59	34	24
Portfolioinvestitionen <sup>3</sup>	30	1	-13	-5
Sonstiges privates Kapital <sup>4</sup>	-2	-24	-24	-3
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	-39	-47	-8	9
<i>Veränderung der Reserven<sup>5</sup></i>	-11	3	0	-27
<b>Mittel- und Osteuropa<sup>8</sup></b>				
Kapitalströme insgesamt	20	-10	28	43
Direktinvestitionen	12	16	14	6
Portfolioinvestitionen <sup>3</sup>	9	-2	4	-2
Sonstiges privates Kapital <sup>4</sup>	-1	-24	10	39
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	-2	27	16	12
<i>Veränderung der Reserven<sup>5</sup></i>	-12	-7	-23	-33

<sup>1</sup> Geschätzte Kapitalströme basierend auf nationalen Zahlungsbilanzdaten und Daten des IIF. <sup>2</sup> Umfasst die in den Fußnoten aufgeführten Volkswirtschaften in Asien, Lateinamerika, Mittel- und Osteuropa sowie Südafrika. <sup>3</sup> Schuld- und Eigenkapitaltitel. <sup>4</sup> Einschl. Nettoströme über Geschäftsbanken und andere Intermediäre des privaten Sektors (ohne Finanzderivate). <sup>5</sup> Negativer Wert = Anstieg. <sup>6</sup> China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Taiwan (China), Thailand. <sup>7</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>8</sup> Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: Zentralbanken; IWF; Institute of International Finance (IIF). Tabelle III.2

erhöht, was darauf hindeutet, dass ein beträchtlicher Teil der Mittelzuflüsse zur Reservenauflastung verwendet wurde (s. weiter unten).

Was hat die jüngsten Kapitalströme bestimmt?

Die Rückkehr von Mittelzuflüssen und der Rückgang der Renditeaufschläge von Anleihen werfen Fragen nach der Nachhaltigkeit der Kapitalströme auf. Soweit sie das Ergebnis gesamtwirtschaftlicher und struktureller Verbesserungen sind – d.h. soweit günstigere Fundamentaldaten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Kapitalströme anziehen („Pull“-Faktoren) –, könnten die höheren Zuflüsse und die günstigen Bedingungen bei der Auslandsfinanzierung von Dauer sein. Soweit sie aber Ausdruck der niedrigen Zinssätze in den Industrieländern, der weltweit reichlich vorhandenen

Liquidität und der Bereitschaft der Investoren zu risikoreicheren Anlagen („Push“-Faktoren) sind, könnte jegliche Veränderung dieser Faktoren in den Industrieländern Bedenken über Schwachstellen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder aufleben lassen.

### *Bestimmungsfaktoren der jüngsten Kapitalzuflüsse*

Empirische Untersuchungen über die relative Bedeutung von „Pull“- und „Push“-Faktoren für die jüngsten Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Mit Ausnahme des relativen Wirtschaftswachstums, das sich auf sämtliche Kapitalströme auswirkt, scheinen Direktinvestitionen andere Bestimmungsfaktoren zu haben als Portfolio- und Kreditströme.

Die Zuflüsse von Direktinvestitionen nach Lateinamerika sind seit 1999 rückläufig, was im Wesentlichen auf das langsamere Wirtschaftswachstum infolge der Krise in Argentinien und des Abschwungs in Brasilien und Mexiko zurückzuführen ist (Grafik III.2 links oben). In einigen Ländern wurden sie auch durch die Verlangsamung bei der Privatisierung gebremst. Begleiterscheinungen der Krisen in Lateinamerika könnten also bereits latent vorhandene Anlagerisiken in den aufstrebenden Volkswirtschaften vergrößert haben. Dies gilt insbesondere für Risiken, denen ausländische Direktinvestitionen bei einer möglichen Außerkraftsetzung privatrechtlicher Verträge ausgesetzt sind. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens dagegen, insbesondere in China, hielt der Zufluss von Direktinvestitionen angesichts des höheren Wirtschaftswachstums und struktureller Verbesserungen unvermindert an. Die Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa profitierten von ähnlich positiven Voraussetzungen. Nachdem jedoch die ausländischen Direktinvestitionen seit 1995 jedes Jahr durchschnittlich 3–6% des BIP ausgemacht hatten, war ihr kumulierter Betrag so hoch, dass eine weitere Zunahme nicht leicht zu absorbieren war. Zudem waren die Privatisierungen staatlicher Vermögenswerte, insbesondere der Verkauf von Geschäftsbanken an ausländische Institute, 2002 weitgehend abgeschlossen. Entsprechend gingen die Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen in Mittel- und Osteuropa im vergangenen Jahr deutlich zurück.

Ausführliche Studien, z.B. neuere Berichte des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem und der Capital Markets Consultative Group des IWF, haben festgestellt, dass ausländische Direktinvestitionen während des vergangenen Jahrzehnts vermehrt in Länder mit großen Inlandsmärkten (und verstärkt auch in den Finanz- und den Dienstleistungssektor) flossen sowie in Länder, die Freihandelsabkommen oder regionale Außenhandelsvereinbarungen unterzeichnet haben. Von dieser Verlagerung haben bis jetzt Brasilien, China, Mexiko und die neuen EU-Mitgliedsländer in Mittel- und Osteuropa profitiert, und künftig könnte auch Indien durchaus zu dieser Ländergruppe zählen (s. weiter unten).

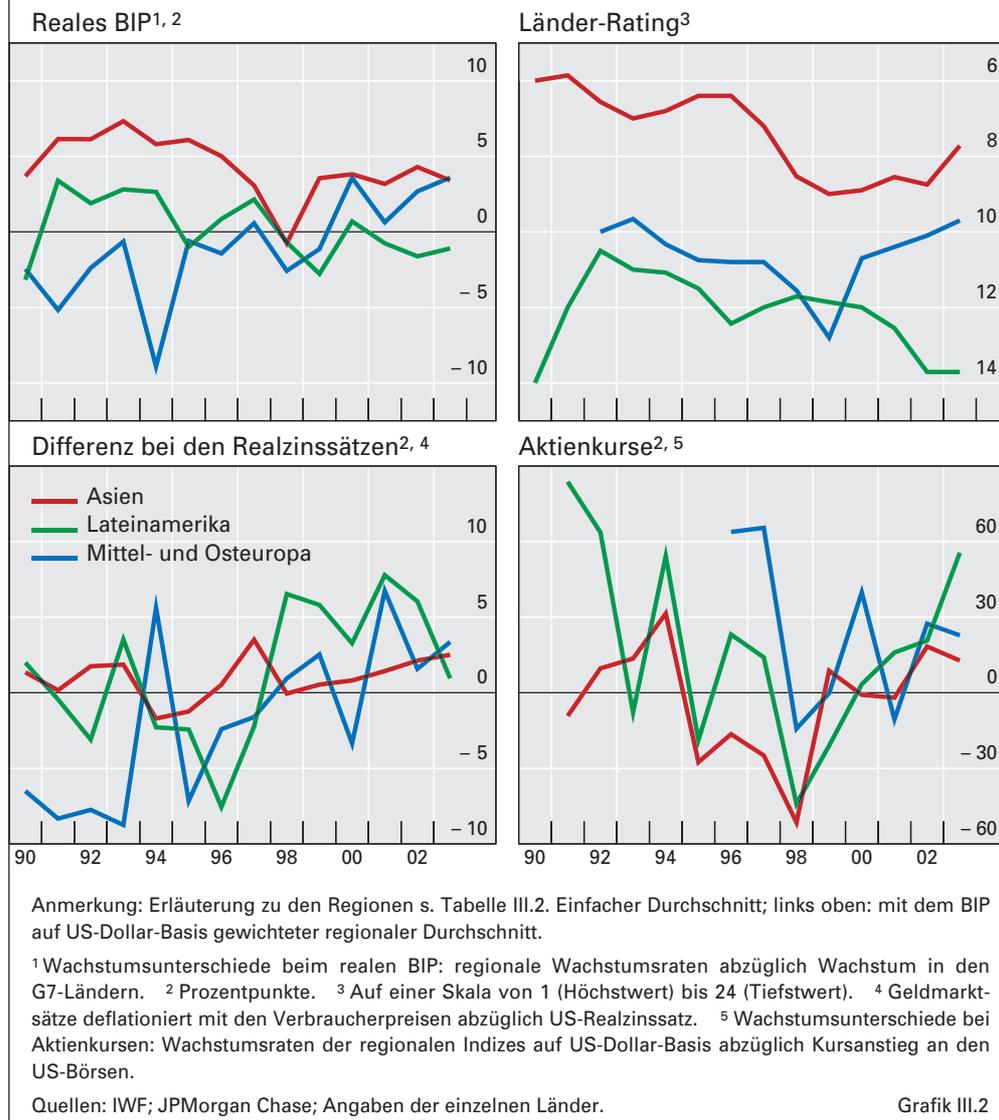
Die Portfolioströme sind weitaus weniger stabil und werden stärker von globalen Faktoren beeinflusst als die Direktinvestitionen. So war die Verringerung der Anleihe- und Aktienkapitalströme 2001 und 2002 nicht nur auf die realwirtschaftliche Situation (niedrigeres Wachstum in den Industrieländern, Krisen in Argentinien und der Türkei sowie schlechtere Wachstumsaussichten)

Direktinvestitionen durch Wachstum und Privatisierungen beeinflusst

Direktinvestitionen kamen großen Volkswirtschaften oder Ländern mit Außenhandelsvereinbarungen zugute

Portfolioströme unter dem Einfluss von „Push“- und „Pull“-Faktoren

## Bestimmungsfaktoren der Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften



zurückzuführen, sondern auch auf Finanzmarktfaktoren wie etwa die Folgen der geplatzten Blasen im Technologie- und im Telekommunikationssektor und die gestiegene Risikoaversion der Anleger. Ebenso waren für den Anstieg der Portfoliozuflüsse 2003 offenbar mehrere Einflussfaktoren verantwortlich. Zu den länderspezifischen Einflussfaktoren zählten sowohl verbesserte Bonitätseinstufungen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik III.2 rechts oben) als auch steigende Rohstoffpreise und die Erwartung, dass die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften von dem wieder anziehenden Weltwirtschaftswachstum profitieren würden. Diese Erwartung trug zu einem kräftigen Kursanstieg an den Aktienmärkten in den aufstrebenden Volkswirtschaften bei (Grafik III.2 rechts unten).

Doch auch die günstigen Liquiditätsbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten haben eine wichtige Rolle gespielt. Die sehr niedrigen Leitzinsen in den wichtigsten Industrieländern veranlassten die Anleger, sich in den

Auch reichlich vorhandene Liquidität beeinflusste Portfolioströme

aufstrebenden Volkswirtschaften nach höheren Renditen umzuschauen, wo die Anleiherträge und die kurzfristigen realen Zinssätze höher waren (Grafik III.2 links unten) und die Aktienkurse schneller stiegen als in den Industrieländern. Außerdem weist beispielsweise die niedrige Streuung der Renditenaufschläge für Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften mit unterschiedlicher Bonitätseinstufung auf eine größere Risikobereitschaft bei den Anlegern aus den Industrieländern hin (Kapitel VI).

Erstmals seit Mitte der neunziger Jahre floss 2003 netto wieder privates Kapital aus anderen Quellen zu (hauptsächlich Kredite von Geschäftsbanken und Handelskredite von sonstigen Kreditgebern des privaten Sektors). Wie bei den Portfolioströmen verzeichneten Volkswirtschaften mit einer verbesserten Bonitätseinstufung und vergleichsweise schnellerem Wachstum höhere Kreditzuflüsse. Gleichzeitig trugen die im Vergleich zu den Industrieländern höheren inländischen Zinssätze zu wachsenden Kreditzuflüssen nach Asien sowie Mittel- und Osteuropa bei.

Verbesserte Bonitätseinstufungen und höhere Zinssätze zogen Kredite an

#### *Wie nachhaltig sind die Kapitalzuflüsse?*

Angesichts der Verschiebung bei den Kapitalströmen zugunsten volatilerer Portfolioinvestitionen und Kredite stellt sich die Frage nach der Anfälligkeit der Länder gegenüber einer möglichen Umkehr. Beispielsweise weiteten sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen ab April 2004 deutlich aus, u.a. weil davon ausgegangen wurde, dass die US-Zinssätze steigen würden. In einigen Ländern vergrößerte sich auch die Zinsdifferenz zwischen Inlandsanleihen und vergleichbaren US-Schatzpapieren. Der Anstieg der Finanzmarktvolatilität und die drastische Erhöhung der Renditenaufschläge auf Staatsanleihen von Mitte April bis Mitte Mai 2004 waren ein Beleg dafür, dass sich in Ländern mit unsicheren Aussichten für die öffentliche Haushaltslage bzw. hoher Staatsverschuldung eine positive Marktstimmung schnell drehen kann. Zudem könnten sich aufstrebende Volkswirtschaften, deren Schulden zinsvariabel sind oder auf Fremdwährungen lauten bzw. an diese gekoppelt sind, mit einer höheren Schuldenlast konfrontiert sehen, sollten die Zinssätze steigen oder ihre Währungen an Wert verlieren.

Risiken einer Umkehrung der Kapitalströme ...

Gleichzeitig mildern mehrere Faktoren diese Risiken ab (einige davon werden weiter unten noch näher erörtert). Der globale Konjunkturaufschwung hat sich gefestigt und ausgeweitet, und die Rohstoffpreise steigen überall kräftig an. Die günstigen Konditionen für die Auslandsfinanzierung haben es vielen Ländern ermöglicht, einen beträchtlichen Teil ihres Finanzierungsbedarfs für das Jahr 2004 bereits zu decken. Einige hoch verschuldete Länder, darunter Brasilien, Mexiko und die Türkei, haben die günstigen Marktkonditionen genutzt, um ihr Schuldenprofil zu verbessern, indem sie die Finanzierungskosten senkten, die Laufzeiten verlängerten und den Anteil sowohl der kurzfristigen Auslandsschuld als auch der an die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze und der Wechselkurse gekoppelten Schuld verringerten. Zudem dürften die niedrige Inflation, die höheren Währungsreserven und der zuvor vollzogene Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen dazu beitragen, Schwachstellen zu verringern. Überdies verfolgen Brasilien, die Türkei und andere Länder weiterhin eine straffe Fiskalpolitik und führen Struktur- und andere Reformen weiter.

... durch höheres Wachstum abgemildert ...

... dennoch  
bleiben einige  
Länder anfällig

Allerdings haben einige Länder ihre Fiskalpolitik gelockert und in ihren Reformanstrengungen nachgelassen oder verzeichnen eine beträchtliche Ausweitung der Kredite an den Privatsektor. In diesen Ländern werden zugrunde liegende Schwachstellen, die durch den leichten Zugang zu Finanzierungen verschleiert werden, voraussichtlich stärker zum Vorschein kommen, wenn sich die Bedingungen für die Auslandsfinanzierung verschlechtern.

## Wechselkurse und Akkumulation von Währungsreserven

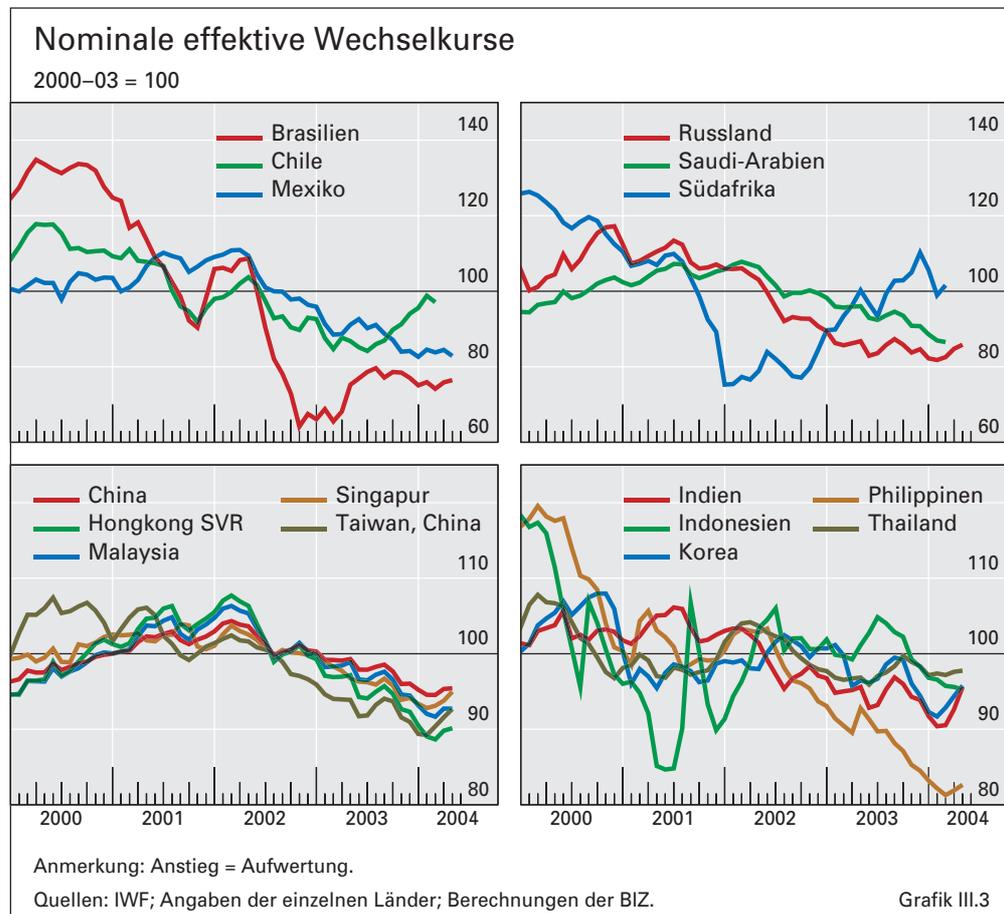
### Wirtschaftspolitische Reaktionen

Währungen  
werteten  
tendenziell auf ...

Die Länder reagierten unterschiedlich auf die gestiegenen Rohstoffpreise und die höheren Kapitalzuflüsse. Einige ließen eine Aufwertung ihrer Währung in dem Maße zu, wie sie mit ihrer Inflationszielstrategie zu vereinbaren war. 2003 erholten sich z.B. die Währungen Brasiliens und Chiles deutlich von den vorausgegangenen starken Abwertungen. Gestützt auf steigende Exporte und Kapitalzuflüsse werteten der russische Rubel und der südafrikanische Rand ebenfalls während des ganzen Jahres 2003 auf. Entsprechend kam es in Brasilien, Chile und Südafrika im letzten Jahr zu nominalen effektiven Aufwertungen (Grafik III.3 oben).

... und Länder  
ließen vermehrt  
Kapitalabflüsse zu

Andere Länder lockerten die Beschränkungen für Kapitalabflüsse oder schränkten die Kapitalzuflüsse ein, um die Währungsaufwertung zu bremsen.



China liberalisierte z.B. im vergangenen Jahr die Devisenbeschränkungen für den individuellen Reiseverkehr ins Ausland, hielt bestimmte inländische Unternehmen dazu an, im Ausland zu investieren, und legte ein Programm auf, das darauf abzielt, die Auslandsinvestitionen inländischer institutioneller Anleger zu erhöhen. Um die Kapitalzuflüsse einzudämmen, suspendierten die Behörden vorübergehend die Genehmigungen von Neuanlagen im Rahmen des Programms für bestimmte institutionelle Anleger aus dem Ausland und legten für Privatpersonen Tageshöchstgrenzen für den Umtausch von US-Dollar in Landeswährung fest. Indien liberalisierte ebenfalls Anlagen inländischer Unternehmen und Finanzinstitute in ausländischen Vermögenswerten, ließ die vorzeitige Tilgung von Fremdwährungsschulden durch Unternehmen zu und erlaubte Gebietsansässigen das Halten von Fremdwährungskonten. Thailand beschränkte im September 2003 die kurzfristige Kreditvergabe in Baht durch Gebietsfremde und legte in der Folge Betrags- und Laufzeitgrenzen für deren Baht-Einlagen fest. Korea verfügte Einschränkungen (die später teilweise gelockert wurden) für das Geschäft mit Terminkontrakten ohne Lieferung, um die Währungsspekulation einzudämmen.

Eine weitere wirtschaftspolitische Reaktion waren die Interventionen an den Devisenmärkten, die 2003 in einem beträchtlichen Aufbau von Währungsreserven in allen wichtigen Regionen sichtbar wurden (Tabelle III.3). In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stiegen die gesamten Währungsreserven von Anfang 2003 bis Anfang 2004 um mehr als \$ 350 Mrd. Dabei waren China, Indien, Korea und Taiwan, China (im Folgenden Taiwan genannt), zusammengenommen für mehr als 85% des Anstiegs verant-

Beträchtlicher  
Aufbau von  
Währungsreserven  
in Asien ...

Währungsreserven <sup>1</sup>						
Mrd. US-Dollar						
	1996	2000	2001	2002	2003	März 2004
Asien <sup>2</sup>	477,4	694,5	770,5	944,2	1 208,1	1 302,9
China	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Hongkong SVR	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
Indien	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Korea	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Taiwan, China	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
Lateinamerika <sup>3</sup>	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentinien	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brasilien	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
Mexiko	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Mitteleuropa <sup>4</sup>	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Russland	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Südafrika	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

<sup>1</sup> Am Periodenende; Regionen: Summe der in den Fußnoten aufgeführten Länder. <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> Polen, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.3

wortlich. Die Beweggründe für den Aufbau von Währungsreserven in den asiatischen Volkswirtschaften waren unterschiedlich (Kapitel V). Von großer Bedeutung waren aber die Bemühungen der Zentralbanken, angesichts hoher und zumeist spekulativer Zuflüsse eine Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar zu verhindern. In China beispielsweise erhöhten sich die Währungsreserven seit Anfang 2003 um durchschnittlich mehr als \$ 10 Mrd. pro Monat. Auch Länder mit flexibleren Wechselkurssystemen (Indien, Korea, Thailand) intervenierten, um die Aufwertung zu bremsen. Da der US-Dollar seit Anfang 2002 gegenüber anderen wichtigen Währungen an Wert verlor, werteten die Währungen der meisten Volkswirtschaften Asiens handelsgewichtet in den letzten beiden Jahren beträchtlich ab (Grafik III.3 unten).

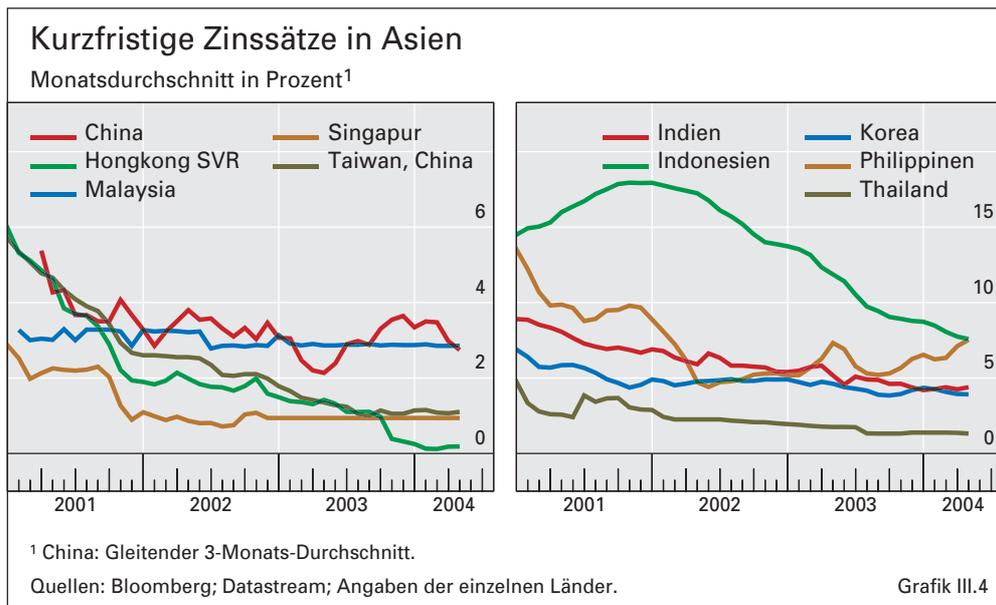
... und in  
Lateinamerika

Auch in Lateinamerika wurden hohe Währungsreserven aufgebaut, insbesondere in den Ländern, die von den gestiegenen Rohstoffpreisen und Kapitalzuflüssen profitierten. In Mexiko wurde ein besonderer Mechanismus – die Auktion von 50% der in einem bestimmten Zeitraum hinzugekommenen Währungsreserven – eingeführt, um dem Reservenauflauf entgegenzuwirken, der hauptsächlich durch die an die Zentralbank abzuführenden steigenden Einnahmen der staatlichen Erdölgesellschaft zustande gekommen war. Die brasilianischen Währungsreserven überstiegen im März 2004 die Marke von \$ 50 Mrd.; allerdings entsprach nahezu die Hälfte dieses Betrags den Schulden des Landes beim IWF. In Argentinien bemühten sich die Behörden, einen Teil der im Anschluss an die Krise von 2001 verlorenen Währungsreserven wieder aufzubauen. In Mittel- und Osteuropa nahmen die Reserven relativ wenig zu. Mit Ausnahme eines kurzen Zeitraums im dritten Quartal 2003, als der Rubel unter Abwertungsdruck geriet, kaufte die russische Zentralbank am Devisenmarkt weiterhin hohe Beträge an überschüssigen Öleinnahmen auf. In Südafrika steigen die staatlichen Währungsreserven an, seit die Zentralbank Anfang 2004 ihre Devisentermingeschäfte eingestellt hat.

#### *Herausforderungen für die Zukunft*

Viele Länder  
konnten  
unangemessene  
Lockerung der  
Geldpolitik  
vermeiden

Der Aufbau von Währungsreserven stellt die Zentralbanken in Bezug auf die nationale Geldpolitik vor einige Herausforderungen (zur Darstellung der Implikationen auf globaler Ebene s. Kapitel V). Eine dieser Herausforderungen besteht darin, den gewünschten geldpolitischen Kurs beizubehalten. Wenn der Erwerb von Reserven durch die Zentralbank nicht vollständig sterilisiert wird, kann dies eine unangemessene Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen bewirken. Bisher wurden diese Risiken jedoch offenbar begrenzt. Da die Inflation fast überall in Asien zumeist niedrig blieb, sind in vielen Ländern die Zinssätze gesenkt oder auf niedrigem Niveau gehalten worden (Grafik III.4). So reduzierte das Bestreben der Zentralbanken, die geldpolitischen Rahmenbedingungen zu lockern, den potenziellen Sterilisierungsbedarf bei den akkumulierten Währungsreserven. In einigen Fällen jedoch verstärkten die Zentralbanken ihre Sterilisierungsbemühungen durch den Verkauf von Staatsanleihen oder eigenen Wechseln. Mit Ausnahme von China – wie auch der Sonderverwaltungsregion Hongkong (im Folgenden Hongkong genannt), wo noch immer Deflation herrscht – konnte auf diese Weise das die



Produktionszunahme übersteigende Wachstum der Geldmengenbasis wie auch der breiteren Geldmenge offenbar erfolgreich begrenzt werden (Tabelle III.4).

Weitere umfangreiche Interventionen könnten allerdings noch beträchtliche Herausforderungen für die nationale Geldpolitik mit sich bringen. Erstens könnte der Aufbau von Währungsreserven irgendwann die Fähigkeit der Zentralbanken, das zukünftige Geldmengenwachstum zu begrenzen, beeinträchtigen. Die Erfahrung Chinas wirft in diesem Zusammenhang einige Fragen auf. Trotz wirksamer Sterilisierungsgeschäfte der Zentralbank hat die Geldbasis in den vergangenen zwei Jahren kräftig zugenommen, wodurch sich die Kreditvergabekapazität der Banken erhöht hat. Gleichzeitig haben die lebhaftere Kreditnachfrage sowie die größere Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe zu einer erheblichen Ausweitung der Kredite und der breit abgegrenzten Geldmengenaggregate beigetragen. Seit September 2003 hat die Zentralbank die Mindestreservesätze um 1½ Prozentpunkte erhöht, um so zum Abbau des monetären Drucks beizutragen. Außerdem hat sie mehrfach über eine „window guidance“ praktisch verbindliche Empfehlungen an die Banken abgegeben, um eine übermäßig hohe Kreditvergabe an bestimmte Sektoren einzudämmen. Die Zentralbank straffte die Geldpolitik auch dadurch, dass sie die Zinssätze für ihre Rediskont- und unbesicherten Kreditfazilitäten an hob und die Mindestreservesätze für schwache Banken um einen weiteren halben Prozentpunkt erhöhte.

In anderen Ländern hat der starke Aufbau von Währungsreserven bereits zu wachsenden technischen Schwierigkeiten geführt. Beispielsweise gilt es geeignete Instrumente zu finden, um die zusätzliche Liquidität zu absorbieren. Die Reserve Bank of India, die in der Vergangenheit einen beträchtlichen Teil der Staatsanleiheemissionen aufgenommen hatte, sah sich gegen Ende 2003 mit einem Mangel an Instrumenten für Sterilisierungsgeschäfte konfrontiert. Daher begann die Regierung, in begrenztem Umfang Anleihen im Rahmen eines speziellen Marktstabilisierungsprogramms zu

Jedoch weiterhin potenzielle Herausforderungen

Technische Schwierigkeiten bei der Sterilisierung der Währungsreserven

Geldmengenaggregate: Anstieg über das Wachstum des nominalen BIP hinaus <sup>1</sup>						
	Geldbasis <sup>2</sup>			Breit abgegrenzte Geldmenge		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asien <sup>3</sup>	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
China	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Hongkong SVR	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
Indien	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Korea	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Taiwan, China	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Sonstige Länder Asiens <sup>4</sup>	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
Lateinamerika <sup>3, 5, 6</sup>	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
Mittel- und Osteuropa <sup>3, 7</sup>	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

<sup>1</sup> Wachstumsrate der Geldmenge im Verhältnis zur Wachstumsrate des nominalen BIP; Werte am Periodenende. <sup>2</sup> Banknoten zuzüglich Einlagen der Banken bei der Zentralbank. <sup>3</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>4</sup> Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>5</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>6</sup> Massiver Anstieg der Geldbasis 2002 vor allem auf Brasilien (119%) zurückzuführen. <sup>7</sup> Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.4

emittieren, die der Zentralbank für sterilisierte Interventionen vorbehalten bleiben.

Unterbewertete  
Währung kann  
expansiv wirken ...

Eine zweite große Herausforderung für die Geldpolitik besteht darin, dass die Einschätzung, eine Währung sei unterbewertet, in Verbindung mit Devisenmarktinterventionen und dem Aufbau von Währungsreserven eine starke expansive Wirkung auf die Volkswirtschaft haben kann, selbst wenn die Sterilisierung wirksam ist. Das schnelle Wachstum von Kapitalzuflüssen und Investitionen in China im vergangenen Jahr veranschaulicht diese expansiven Kräfte. Des Weiteren haben sich in mehreren anderen Volkswirtschaften Asiens die Zinsunterschiede zu US-Dollar-Schuldtiteln verringert, worin sich die zunehmende Markterwartung einer Währungsaufwertung widerspiegelt. In Indien z.B. verringerte sich der Aufschlag bei den langfristigen Zinssätzen von mehr als 5 Prozentpunkten Anfang 2001 auf weniger als 2 Prozentpunkte im Februar 2004. In Hongkong, Malaysia und Thailand lag der Zinsaufschlag im ersten Quartal 2004 nahe bei null, oder es bestand ein Zinsabschlag. Der Rückgang der Zinsaufschläge aufgrund der hohen kurzfristigen Kapitalzuflüsse trug zu einem Boom an den Aktienmärkten und einer raschen Ausweitung von Verbraucherkrediten und von Hypothekenkrediten für Wohnimmobilien bei.

... und das  
Risiko von Über-  
investitionen  
hervorrufen

Drittens setzt der Aufbau von Währungsreserven das Finanzsystem mehreren Risiken aus. So könnten hohe Investitionen im Bereich handelbarer Güter im Nachhinein als eine Fehlallokation von Ressourcen gesehen werden, wenn der Widerstand gegen eine Aufwertung nicht aufrechtzuerhalten wäre. Wie die Erfahrung früherer Investitionsbooms in Ostasien gezeigt hat, bergen solche Ungleichgewichte das Risiko von Überkapazitäten, die das Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht beeinträchtigen. Außerdem wächst mit dem

Rückgang des Aufschlags bei den Langfristzinsen und den damit verbundenen expansiven Kräften das Risiko eines konjunkturellen Höhenflugs mit anschließendem Einbruch. In Volkswirtschaften, die spekulativen Kapitalzuflüssen ausgesetzt sind, ist dieses Risiko besonders hoch, da sich diese Zuflüsse umkehren und einen Preiseinbruch bei den Vermögenswerten wie auch eine kräftige Währungsabwertung auslösen könnten. Wegen ihrer vergleichsweise illiquiden Finanzmärkte und – in manchen Fällen – wegen der Schlüsselrolle ausländischer Anleger am Aktienmarkt sind einige Volkswirtschaften möglicherweise besonders anfällig gegenüber solchen Risiken.

Ein zusätzliches Risiko stellen außerdem die potenziellen künftigen Verluste der Zentralbanken aufgrund der Bildung von Währungsreserven dar. Zurzeit scheinen die Bestandhalterkosten der Währungsreserven wegen der sehr niedrigen inländischen Zinsen gering. Einigen Schätzungen zufolge lagen diese Kosten im Jahr 2002 für Indien bei unter ½% und für die Philippinen bei weniger als 1% des BIP und waren in Hongkong und Korea negativ. Sollten die inländischen Zinssätze jedoch ansteigen, dann würden sich die Sterilisierungskosten deutlich erhöhen. Nicht zuletzt setzt sich der öffentliche Sektor mit hohen Währungsreserven auch einem erheblichen Währungsrisiko aus.

Potenzielle Risiken für Zentralbanken

### Kreditinduzierte Nachfrage und Ausgaben der privaten Haushalte

Immer mehr setzt sich die Einschätzung durch, dass exportorientierte Wachstumsstrategien in vielen Ländern, insbesondere bei zunehmenden Leistungsbilanzüberschüssen, anfänglich zwar große Vorteile bringen, jedoch auch Grenzen haben. Möglicherweise bietet sich die Förderung der Inlandsnachfrage im Laufe der Zeit als nahe liegende Ergänzung an. Am weitesten ist dieses strategische Umdenken in Asien sowie Mittel- und Osteuropa fortgeschritten. In Lateinamerika, wo sich die Leistungsbilanzdefizite unlängst in Überschüsse gedreht haben, wäre dagegen höhere Ersparnis notwendig.

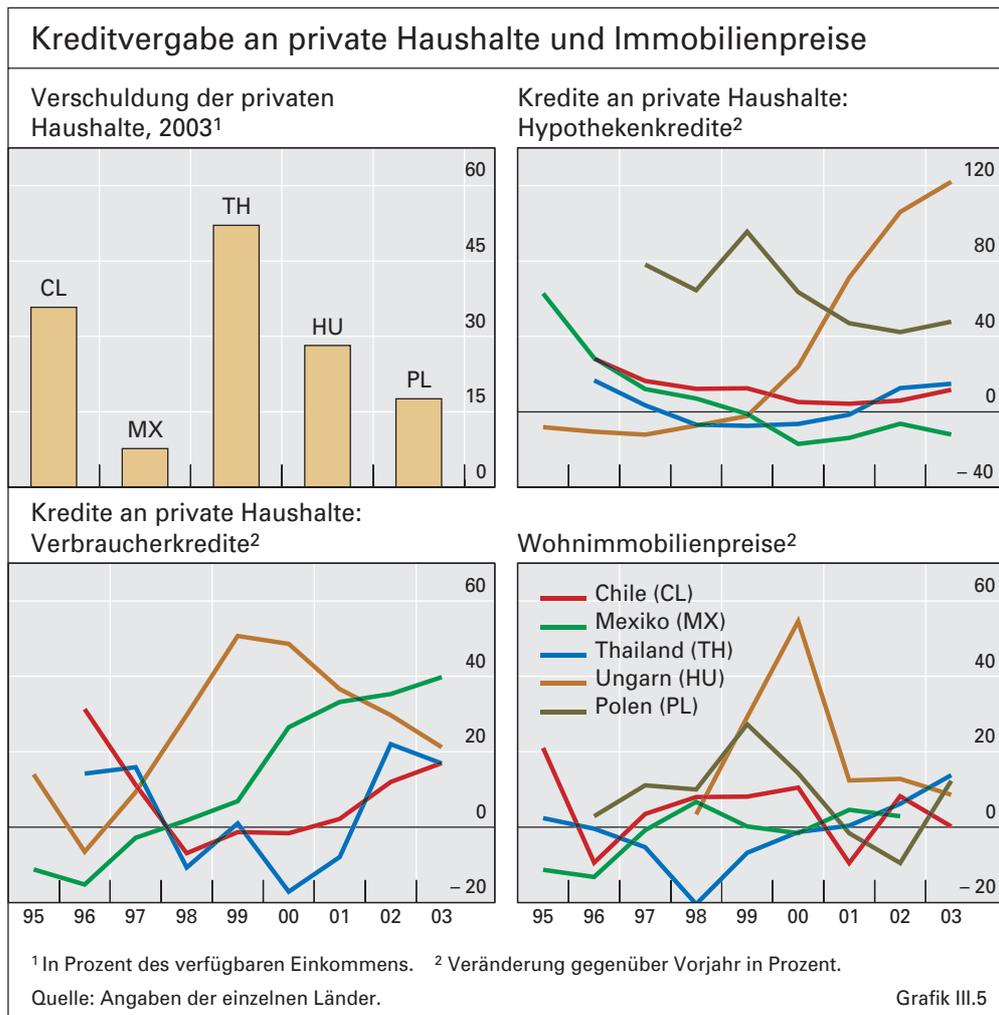
Förderung der Inlandsnachfrage hat Vorrang

Die Investitionsausgaben, die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften im Zuge der Krisen in Asien und Russland 1997/98 eingebrochen waren, sind immer noch träge, und so rückten die Aussichten für eine Stimulierung der Konsumausgaben in den Mittelpunkt. In Asien sind die Konsumquoten in Relation zum BIP von 1997 bis 2003 beträchtlich gestiegen, und zwar um 3 Prozentpunkte (auf 61%) in China, um 8 Prozentpunkte (auf 78% bzw. 55%) in Korea und Singapur und um 12 Prozentpunkte (auf 81%) in Indonesien. Auch in Mittel- und Osteuropa hat sich die durchschnittliche Konsumquote deutlich erhöht. In Lateinamerika sind die Konsumquoten seit 2001 rückläufig. Allerdings verlangsamte sich der Rückgang im Jahr 2003, als sich der Verbrauch in einigen größeren Volkswirtschaften, besonders in Argentinien und Mexiko, belebte.

Stimulierung der Konsumausgaben im Mittelpunkt ...

Der Konsumanstieg war im Wesentlichen auf den Zinsrückgang zurückzuführen und wurde 2003 durch eine Ausweitung der Bankkredite an private Haushalte und die weltweit größere Liquidität zusätzlich gestützt. Die Kreditvergabe an die privaten Haushalte (Hypotheken- und/oder Verbraucherkredite einschl. Kreditkartenforderungen) ist in China, Korea, Thailand, Mittel- und Osteuropa, Russland sowie bis zu einem gewissen Grad in Mexiko gestiegen (Grafik III.5) – häufig mit öffentlicher Förderung, in einigen Fällen

... gestützt durch Kreditvergabe der Banken



In Mittel- und Osteuropa rasante Kreditausweitung

auch angeregt durch den Wettbewerb und durch Finanzinnovationen im Zusammenhang mit dem Markteintritt ausländischer Banken. Die zunehmende Bedeutung von Verbraucherkrediten spiegelt sich auch in der Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen wider, da in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften (z.B. Brasilien, Mexiko, Mittel- und Osteuropa) ausländische Unternehmen in das Kreditkarten- oder Privatkundengeschäft einsteigen.

Besonders auffällig ist die Kreditausweitung in den Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas sowie in Russland. So ist die Kreditvergabe an private Haushalte in Mittel- und Osteuropa lebhaft gestiegen. In Ungarn z.B. belief sich der Anstieg der Hypothekenkredite von 2000 bis 2003 im Durchschnitt auf 81% pro Jahr, während die Verbraucherkredite von 1998 bis 2003 jährlich um durchschnittlich 32% zunahm. In Russland wuchsen die Hypothekenkredite 2003 um 118%, und die Verbraucherkreditvergabe erhöhte sich um 48%, gegenüber einem niedrigen Ausgangsniveau.

Der Anstieg der Kreditvergabe an private Haushalte in aufstrebenden Volkswirtschaften erleichtert diesen den Erwerb von Wohneigentum und stellt eine alternative Finanzierungsquelle zum nicht erfassten Bereich dar. In Ländern, in denen die Infrastruktur für die Kreditversorgung der privaten Haushalte unterentwickelt ist, bleibt die Kreditvergabe an diesen Sektor jedoch faktisch rationiert, denn nur ein kleines Segment der Bevölkerung (mit hohem

Einkommen) hat Zugang zu Krediten, und die Zinssätze sind oftmals unerschwinglich hoch.

Mehrere Gründe sprechen dafür, dass die Kreditvergabe an private Haushalte in Zukunft weiter zunehmen wird. Erstens dient sie dort, wo der Finanzsektor allzu sehr von der Kreditvergabe an Unternehmen abhängig ist, als wichtige Diversifizierungsquelle. Zweitens ist die aufgestaute Kreditnachfrage in den Ländern, in denen die privaten Haushalte – oft aufgrund von Kreditvergabebeschränkungen – bis vor kurzem kaum Zugang zu Krediten hatten, weiterhin hoch. Drittens geht das Kreditwachstum mit einer allgemeinen Zunahme von Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte einher. Das Vermögen ist insbesondere dank des Anstiegs der Aktienkurse gewachsen, was für die privaten Haushalte eine höhere Verschuldung tragbar macht.

Allerdings schafft das starke Wachstum der Kreditvergabe Risiken, die möglicherweise nur unzureichend gesteuert werden. Beispielsweise könnten sich die privaten Haushalte übernehmen und dann nicht mehr in der Lage sein, ihre Schulden zu bedienen. Dieses Problem wäre natürlich noch schwerwiegender, wenn sich am Markt für Wohnimmobilien eine Blase bilden und dann platzen würde.

#### *Haben sich die Kreditnehmer übernommen?*

Die Anfälligkeit der privaten Haushalte gegenüber höheren Schuldenständen ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften sehr unterschiedlich. In Mexiko sowie in Mittel- und Osteuropa bestehen in dieser Hinsicht offenbar weniger Bedenken, und zwar aus mindestens drei Gründen. Erstens ist das Volumen der an den Privatsektor vergebenen Kredite gemessen am nominalen BIP in diesen Volkswirtschaften immer noch gering. 2003 beispielsweise beliefen sich die Bankkredite an den privaten Sektor in Mexiko auf etwa 16% des BIP und in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn auf 33–42%. Im Vergleich hierzu liegt die Quote in Chile bei 64%, in Thailand bei 90% und in Korea bei 112%. Das jeweilige Verhältnis zwischen Schulden und Einkommen der privaten Haushalte ist ebenfalls niedriger (Grafik III.5). Zweitens sind die Banken in vielen dieser Länder heute solider als noch vor einigen Jahren, als der Finanzsektor infolge von Krisen schrumpfte. Drittens wird ein beträchtlicher Teil der Kredite durch Auslandsbanken vergeben, die über ein wirksames Risikomanagement verfügen. So hielten Auslandsbanken (d.h. Banken, die zu 50% oder mehr in Auslandsbesitz sind) im Jahr 2002 in Mexiko über 80% der Gesamtforderungen des Bankensektors und in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn zwischen 67% und 90%. Demgegenüber betrug dieser Anteil in Thailand 6% und in Korea 32%.

Große Bedenken hinsichtlich der Anfälligkeit der privaten Haushalte hat dagegen der kräftige Anstieg der Kreditkartenschulden in Thailand und Korea hervorgerufen. In Thailand erhöhte sich die Anzahl der von Banken ausgegebenen Kreditkarten 2003 gegenüber dem Vorjahr um 23% auf 4,2 Mio., während die ausstehenden Kreditkartenschulden im selben Zeitraum um 33% zunahmen (auf nahezu \$ 2 Mrd. bzw. 1,3% des BIP von 2003). Zusätzlich befinden sich mehrere Millionen Kreditkarten im Umlauf, die von Nichtbanken ausgegeben wurden. Noch sind die notleidenden Kreditkartenschulden

Kreditvergabe an private Haushalte wird voraussichtlich weiter zunehmen

Rasches Kreditwachstum kann Risiken schaffen ...

... z.B. hohe Verschuldung der privaten Haushalte ...

... die in Korea und Thailand Anlass zur Sorge gibt

offenbar niedrig (3–4% der Gesamtschulden). Trotzdem verfügte die Bank of Thailand mit Wirkung vom April 2004 vorbeugend eine Reihe von Maßnahmen zur Beschränkung der Kreditkartenausgabe.

Nachwirkungen des  
Kreditkartenbooms  
in Korea

Während sich Thailand noch inmitten eines Kreditkartenbooms befindet, bekommt Korea bereits dessen Nachwirkungen zu spüren. Nachdem die Kreditkartenschulden mehrere Jahre lang kräftig angestiegen waren, hatten die koreanischen Konsumenten erste Schwierigkeiten, diese Schulden zu bedienen. Dies galt insbesondere für Barvorschüsse, die jeweils am Monatsende vollständig zurückgezahlt werden mussten. Um die Schulden auf die eine Kreditkarte bedienen zu können, belasteten viele Konsumenten ihre anderen Kreditkarten, wodurch sich ihre Finanzlage verschlechterte und die Risiken ihrer Kreditgeber weiter zunahmen. Die durchschnittliche Ausfallquote (der Anteil der seit mindestens einem Monat überfälligen Zahlungen an den Gesamtforderungen) bei koreanischen Kreditkarten erhöhte sich von rund 6% Ende 2002 auf 14% ein Jahr später. 2003 wiesen die acht inländischen Kreditkartenunternehmen Nettoverluste von nahezu 1,7% des BIP von 2003 aus, nachdem sie im Vorjahr noch Gewinne erzielt hatten. Überdies fielen ihre Eigenkapitalquoten trotz beträchtlicher Kapitalaufstockungen im gleichen Zeitraum in den negativen Bereich, und zwar von 13% auf –5,5%.

#### *Sind die Immobilienmärkte überhitzt?*

Überhitzung einiger  
Immobilienmärkte  
in Asien

Eine Überhitzung der Immobilienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist kein generelles, sondern ein auf bestimmte Länder und Landesteile beschränktes Phänomen. Die Immobilienpreise in Shanghai z.B. wiesen drei Jahre in Folge zweistellige Zuwachsraten auf (2003: +18% gegenüber dem Vorjahr), während der Preisanstieg in anderen Ballungszentren Chinas moderat ausfiel. In Korea stiegen die Immobilienpreise in Seoul 2002 kräftig an, bevor sie sich aufgrund von Maßnahmen zur Eindämmung der Spekulation an den Immobilienmärkten etwas stabilisierten. Ab Februar 2003 gingen die Preise erneut in die Höhe, haben sich aber offenbar nun stabilisiert, nachdem die Regierung im Oktober 2003 zusätzliche Maßnahmen gegen die Spekulation ankündigte. In Thailand sind die Immobilienpreise seit 2001 angestiegen, und die verfügbaren Indikatoren deuten auf eine kräftige Belebung des Immobiliengeschäfts in letzter Zeit hin. Im vierten Quartal 2003 legte ein Index für den Wert von Grundstücksgeschäften im Vorjahresvergleich um 142% zu, ein Indikator für die Bautätigkeit um fast 55%. Die Mieten für Wohnimmobilien sind allerdings zurückgegangen, da günstigere Finanzierungsbedingungen das Angebot von Wohnraum erhöht haben, und die Leerstände von Mietobjekten sind gestiegen, weil Mieter sich veranlasst sahen, selbst Wohneigentum zu erwerben. In Mexiko wurde ein ähnlicher Rückgang der Mieten verzeichnet. In einer Reihe von Ländern in Mittel- und Osteuropa waren die Immobilienpreise sehr volatil. In Ungarn z.B. erreichte der Anstieg 2000 einen Spitzenwert von 55%, verlangsamte sich dann aber im Jahr 2003 auf 9%.

#### *Wirtschaftspolitische Reaktionen und offene Fragen*

Gezielte  
regulatorische  
Beschränkungen  
begrenzen  
Anfälligkeiten

Den Anfälligkeiten, die möglicherweise aus dem hohen Wachstum der Kredite an private Haushalte entstehen, könnte auf zwei Arten entgegengewirkt werden:

werden. Eine Möglichkeit ist es, gezielte regulatorische Beschränkungen einzuführen, um das Wachstum bestimmter Märkte zu dämpfen oder die Preisvolatilität zu begrenzen. In Korea schlug ein Regierungsausschuss im Oktober 2003 beispielsweise vor, für Eigentümer von drei oder mehr Wohnimmobilien die Kapitalgewinnsteuern auf Immobilienverkäufe massiv zu erhöhen, um Spekulationen am Immobilienmarkt einzudämmen. Um die Anfälligkeit des Finanzsektors zu verringern, haben sowohl Korea als auch Thailand Beleihungsobergrenzen für die Hypothekenkreditvergabe eingeführt – eine Maßnahme, die auf Luxusimmobilien abzielt. Zu den im Kreditkartensektor ergriffenen Maßnahmen zählten die Beschränkung bzw. Bestrafung aggressiver Kundenwerbung, das Verbot der Neuausgabe von Kreditkarten, die Einführung von (einkommensabhängigen) Kreditlimits und die Festsetzung von Tilgungsmodalitäten für Kreditkartenschulden. Außerdem wurde den im Kreditkartengeschäft tätigen Instituten mehrmals eine Erhöhung der Rückstellungen für potenzielle Verluste vorgeschrieben.

Der Einsatz gezielter regulatorischer Beschränkungen dürfte aufgrund von Marktunvollkommenheiten gerechtfertigt sein. So gelten beispielsweise die Immobilienmärkte in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften als anfällig für Spekulation. Auch in mehreren fortgeschrittenen Industrieländern gelten noch Beschränkungen, und vor einigen Jahrzehnten waren sie weit verbreitet.

Ein zweiter Ansatz gegen Anfälligkeiten aufgrund des hohen Kreditwachstums baut auf die Marktdisziplin. Sie dürfte das Überleben gut geführter Unternehmen begünstigen. Bei einer wirksamen Marktdisziplin ist der Zugang zu Krediten für weniger kreditwürdige Privatpersonen schwieriger. Außerdem muss ein Kreditgeber, der übermäßige Risiken eingeht, mit höheren Refinanzierungskosten (oder Bonitätsherabstufungen) rechnen, oder er erleidet so große Verluste, dass er zur Geschäftsaufgabe gezwungen ist. Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen scheint es jedoch vier Faktoren zu geben, die die Marktdisziplin untergraben können.

Erstens fehlt es den Kreditgebern in den aufstrebenden Volkswirtschaften zumeist an angemessenen Informationen zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Schuldern. Beispielsweise existieren zwar Mechanismen, um Daten über Kreditausfälle und andere einschlägige Informationen über Kreditnehmer zu sammeln; diese Daten sind jedoch bisweilen unvollständig oder werden aus Wettbewerbsgründen nicht an andere Finanzinstitute weitergegeben. Eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften haben deshalb damit begonnen, Kreditauskunftsstellen einzurichten oder deren Effektivität zu erhöhen, um diese Probleme in den Griff zu bekommen. Zweitens ist die Vergabe von Verbraucherkrediten, darunter das Kreditkartengeschäft, sehr lukrativ. Es bestehen für die Kreditgeber also große Anreize, Marktanteile aggressiv auszubauen. Das Wachstum des Kreditkartengeschäfts in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist auch durch Finanzinnovationen angetrieben worden, die den Zugang zu kostengünstigen Finanzierungen erleichtert haben. Hierzu zählt etwa die Verbriefung von inländischen Kreditkartenforderungen an den internationalen Finanzmärkten. Drittens lassen die Kreditgeber in einigen Ländern anscheinend das Risiko, dass sich Kreditnehmer übernehmen könnten, viel zu

Marktdisziplin kann das Finanzsystem stärken ...

... wird jedoch von verschiedenen Faktoren untergraben

sehr außer Acht. Kreditkartenunternehmen beispielsweise haben Privatpersonen Kreditkarten angeboten, ohne vorher deren Kredithistorie zu überprüfen, und nicht alle diese Kunden verfügten überhaupt über Einkommensquellen zur Bedienung ihrer Schulden. Viertens schließlich haben Regierungen zeitweise gezögert, die Schließung von Finanzinstituten, die schlechte Kreditvergabeentscheidungen getroffen hatten, zuzulassen, weil sie Bedenken wegen der Folgen für das Finanzsystem oder für die Kreditnehmer hatten. Hier kommt die Frage des „moral hazard“ ins Spiel.

## Wirtschaftsboom in China und Indien

### *Ursprünge des jüngsten Aufschwungs in China*

2003  
Investitionsboom  
in China

Das robuste Wachstum in China spielte eine wichtige Rolle für die Erholung der aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2003. Obgleich die Wirtschaft im ersten Halbjahr durch den SARS-Virus gebremst wurde, nahm die Industrieproduktion 2003 um 16% zu, verglichen mit 13% im Vorjahr. Der Anstieg ging vor allem auf die Anlageinvestitionen zurück, und zwar insbesondere in der Stahl-, Aluminium- und Zementindustrie sowie im Bausektor. Die Investitionen in neue Vorhaben nahmen mit 10% leicht zu; bei bereits laufenden Projekten betrug der Anstieg über 50%. In diesem Jahr scheint das Investitionswachstum noch zuzulegen. So stiegen die nominalen Investitionsausgaben von privaten und staatseigenen Unternehmen im ersten Quartal 2004 um 40% und mehr gegenüber dem Vorjahresquartal.

Lebhafter Konsum

Auch der Konsum stützte das Wachstum. Eine verstärkte Bankkreditvergabe und höhere Einkommen der privaten Haushalte begünstigten die Ausgaben für Pkws und andere hochwertige Konsumgüter. Außerdem unterstützte die Fiskalpolitik nach wie vor das Wachstum. Im Jahr 2003 wurde das Haushaltsdefizit dank der gegen Ende des Jahres steigenden Einnahmen auf 2,5% des BIP reduziert, während die Staatsausgaben für Hilfsmaßnahmen im Zusammenhang mit SARS die Nachfrage in der ersten Jahreshälfte begünstigt hatten. 2004 dürfte weniger stark auf fiskalpolitische Impulse gesetzt werden, nachdem die Regierung bekannt gab, die Emission von Sonderanleihen zur Ankurbelung der Infrastrukturausgaben zu drosseln.

Anstieg der Exporte  
und Importe

Die Exporte nahmen kräftig zu (um fast 35% im Jahr 2003), angeregt durch die rasch steigende Nachfrage in den USA. Vorgezogene Lieferungen durch die Exporteure im Vorfeld der Senkung der Umsatzsteuernachlässe ab Januar 2004 bewirkten vorübergehend eine besondere Dynamik. Da der Boom bei den Investitionen und Ausfuhren zu einem Großteil von der Verarbeitung von Grundstoffen abhing, war er von einem noch stärkeren Anstieg der Einfuhren (40%), insbesondere von Rohstoffen, Erzen, Werkzeugmaschinen und Ausrüstungen, begleitet (Tabelle III.5). Der Anteil Chinas am weltweiten Verbrauch dieser Güter hat stark zugenommen: Im vergangenen Jahr betrug er beispielsweise bei Kohle 42%, bei Eisenerz 34%, bei Kupfer 20% und bei Erdöl 7%. Infolgedessen verringerte sich der Handelsbilanzüberschuss 2003 auf \$ 25 Mrd. und drehte im ersten Quartal 2004 in ein Defizit. Obwohl sich der Außenbeitrag kaum direkt auf das Wachstum 2003 auswirkte, übertrug sich die

Außenhandel Chinas						
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
	Export			Import		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Insgesamt	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
Darunter:						
Grundstoffe	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
Rohstoffe	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
Mineralische Brennstoffe	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
Chemische Produkte	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
Fertigprodukte	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
Industriegüter	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
Maschinen und Transportmittel	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8

Quellen: CEIC; nationale Angaben.

Tabelle III.5

positive Entwicklung der Exporterlöse über höhere Unternehmensgewinne und verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auf die Inlandsnachfrage.

#### *Regionale und globale Auswirkungen*

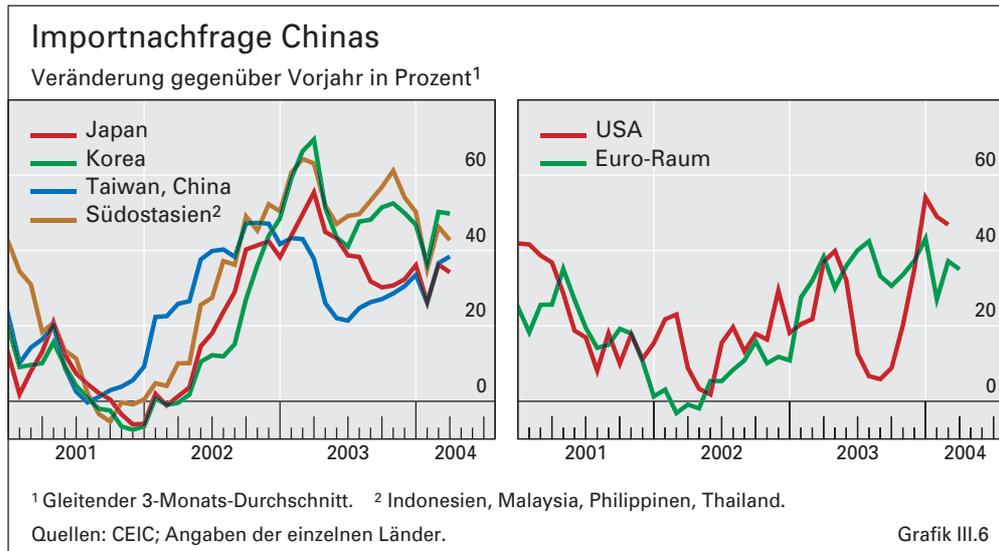
In dem schnellen Wachstum Chinas kommt zum Ausdruck, dass sich das Land in den letzten Jahren zu einem führenden globalen Anbieter von Fertigprodukten entwickelt hat. Sein Anteil an der weltweiten Industrieproduktion stieg im vergangenen Jahr auf 7%, wobei ein wachsender Teil der Wertschöpfung auf Exporte entfiel. Die niedrigen Arbeitskosten und die Produktivitätssteigerungen haben die Wettbewerbsfähigkeit Chinas gestärkt, sodass sich der Anteil des Landes an den weltweiten Warenexporten in den letzten drei Jahren verdoppelte und 2003 fast 8% betrug. Gleichzeitig förderte die größere vertikale Verflechtung des Produktionsprozesses die Importe aus Nachbarländern sowie den innerasiatischen Handel.

China in der verarbeitenden Industrie Teil der Weltspitze ...

Der jüngste Boom Chinas hatte international sehr unterschiedliche Auswirkungen. Die Länder, deren Wirtschaft eng mit den für den Export produzierenden Verarbeitungsindustrien in China verflochten ist, haben erheblich profitiert. So nahmen z.B. die chinesischen Importe aus Japan, Korea und Taiwan im letzten Jahr um 30–50% zu (Grafik III.6 links). In Japan trugen die Exporte nach China zu höheren Investitionsausgaben bei, während in Hongkong die Handels- und Fremdenverkehrsströme aus China eine wesentliche Rolle bei der kontinuierlichen Erholung von der Deflation spielten. Die Importe Chinas aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften in Ostasien nahmen 2003 ebenfalls kräftig zu, sodass der Beitrag Chinas zum Exportwachstum in diesen Ländern deutlich höher ausfiel. Dennoch hat China durch den Ausbau seines Marktanteils in den Industrieländern auf lange Sicht auch den Wettbewerbsdruck erhöht, insbesondere in Wirtschaftszweigen mit geringer Wertschöpfung, in denen andere ostasiatische Länder zuvor Wettbewerbsvorteile besessen hatten.

... mit Auswirkungen auf die Handelspartner ...

Die starke Nachfrage der chinesischen Wirtschaft wirkte sich auch für andere Regionen günstig aus. So stiegen z.B. die nominalen Importe Chinas



... selbst in Lateinamerika

aus Brasilien infolge der Nachfrage nach Grundstoffen 2003 um 80%. Die Importe Chinas aus den USA und dem Euro-Raum nahmen im vergangenen Jahr ebenfalls beträchtlich zu (Grafik III.6 rechts), die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen waren hier jedoch gering, da China lediglich einen Anteil von 3–4% der betreffenden Exportmärkte ausmacht. Infolge der steigenden Importnachfrage vergrößerte sich das chinesische Außenhandelsdefizit gegenüber den übrigen Volkswirtschaften Asiens von 2000 bis 2003 deutlich um rund \$ 30 Mrd. Allerdings nahmen die chinesischen Exporte in die USA im letzten Jahr um 22% zu, sodass der bilaterale Außenhandelsüberschuss Chinas auf über \$ 100 Mrd. stieg, was zu einem wachsenden protektionistischen Druck in den USA führte (Kapitel II und V).

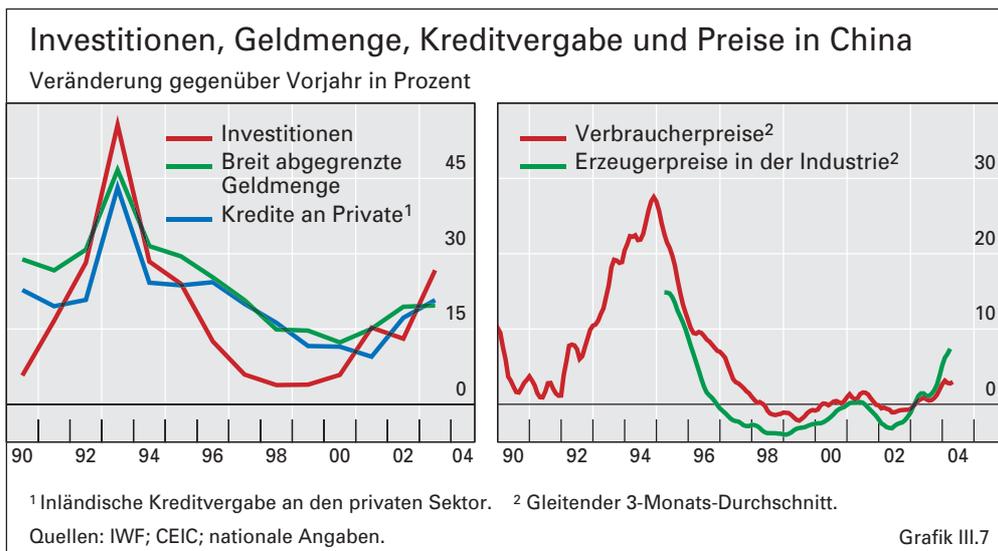
#### *Nachhaltigkeit des gegenwärtigen Aufschwungs*

Gefahr von Überinvestitionen nach wie vor hoch

Der rasante Anstieg der Anlageinvestitionen im vergangenen Jahr könnte eine besondere Gefahrenquelle darstellen. Mit 0,45 ist die chinesische Investitionsquote eine der höchsten weltweit. Dies erhöht nicht nur das Risiko einer Überhitzung der Wirtschaft auf kurze Sicht; sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, könnte sie mittelfristig auch zu Überinvestitionen und geringen Kapitalrenditen führen. Ein großer Teil des Investitionswachstums konzentrierte sich zudem auf staatseigene Unternehmen, bei denen die Renditen niedriger sind als im privaten Sektor. Das könnte einen Anstieg der Überkapazitäten und eine Stärkung der langfristigen deflationären Kräfte in der Wirtschaft bedeuten. Außerdem könnte sich, sofern die gegenwärtigen Investitionsquoten nicht tragfähig sind, die Inlandsnachfrage in Zukunft abschwächen, sodass China für die Aufrechterhaltung seines hohen Wachstums stärker vom Export abhängig würde.

Risiken auch durch Kreditwachstum ...

Es könnte auch zu Schwächen im Finanzsektor kommen, denn die Investitionen wurden durch ein starkes Wachstum der Bankkredite finanziert (Grafik III.7 links). Zudem haben sich die Kredite an den Immobiliensektor stark ausgeweitet (2003 um 45%), vor allem infolge von Krediten an Bauträger. Diese Kreditvergabe war mit einem steilen Anstieg der Immobilienpreise in den



großen Ballungszentren wie z.B. Shanghai verbunden. Als Reaktion darauf wurden im vergangenen Jahr Richtlinien für die Banken erlassen, die Kredite an den Immobiliensektor sowie die Kredite an Privatpersonen für den Bau von Zweit- oder Luxuswohnungen zu begrenzen. Ein großer Liquiditätsüberhang war für die Banken zudem ein Anlass, die Vergabe von Verbraucherkrediten auszuweiten, bei denen in der Regel nur unzulängliche Kriterien für die Bonitätsprüfung gelten. Diese Entwicklungen könnten in Zukunft höhere Ausfallquoten bedeuten und zu einem Anstieg der notleidenden Kredite im Bankensystem führen. Diese wurden für 2003 auf 15% des Gesamtkreditvolumens geschätzt.

Ein weiteres potenzielles Risiko ist eine hohe Inflation. Das derzeitige Wachstum ist sehr ressourcenintensiv, was zu einer allgemeinen Knappheit an Metallen, Elektrizität und anderen Grundstoffen in der chinesischen Volkswirtschaft geführt hat. Beispielsweise entfiel der Anstieg der weltweiten Nachfrage nach Stahl im vergangenen Jahr zu 90% auf China, und der chinesische Stahlverbrauch lag über dem im Inland vorhandenen Angebot. Auch zur Deckung des Bedarfs an Nickel und Kupfer reichte das Angebot am inländischen Markt bei weitem nicht aus.

Diese Entwicklungen setzten der Deflation ein Ende und führten zu einem Anziehen der Verbraucherpreisinflation (Grafik III.7 rechts). Bei den Erzeugerpreisen in der Industrie war die Inflation noch höher: Die Preise für Stahl und andere Metalle hatten bis März 2004 um 25–80% zugelegt. In der Vergangenheit waren die Erzeugerpreise in der Regel langsamer gestiegen als die Verbraucherpreise, zum einen wegen der beträchtlichen Produktivitätsfortschritte und zum anderen, weil die schwache Nachfrage die Unternehmen daran hinderte, die gestiegenen Kosten zu überwälzen. Im vergangenen Jahr änderte sich das offensichtlich, als die Unternehmen die wachsenden Inflationserwartungen zum Anlass nahmen, die gestiegenen Kosten in höherem Maße an ihre Kunden weiterzugeben. Erwähnenswert ist auch, dass die Preiszyklen in China traditionell eng mit den Investitions- und Geldmengenwachstumszyklen zusammenhängen (Grafik III.7 links). Der sprung-

... Überhitzung und Inflation

Wachsender Inflationsdruck ...

hafte Anstieg der Investitionen und der Kreditvergabe Anfang der neunziger Jahre führte zu hohen Teuerungsraten, während die nachfolgende Straffung der Geldpolitik eine längere Deflation nach sich zog. Auch das Wirtschaftswachstum schwächte sich auf ein tragfähigeres Maß ab.

... löste  
Maßnahmen zur  
Abkühlung der  
Konjunktur aus

Mit Blick auf diese Risiken wurden vor kurzem Reformen zur Stärkung des Bankensystems durchgeführt sowie eine Reihe von Maßnahmen zur Abkühlung der Konjunktur ergriffen. Im Dezember 2003 wurden zwei der vier großen staatlichen Geschäftsbanken rekapitalisiert; hierfür wurden \$ 45 Mrd. an Währungsreserven verwendet. Zur Stärkung der Corporate Governance sollen diese beiden Banken künftig an der Börse notiert und Aktien am Markt für Privatanleger begeben werden. Ähnliche Maßnahmen sind für die im Staatsbesitz verbleibenden Geschäftsbanken geplant.

Die Zentralbank begann im September 2003 außerdem die Geldpolitik zu straffen, indem sie mehrmals die Mindestreserveanforderungen an hob und die behördlichen Kontrollmaßnahmen verschärfte, um die Mittelvergabe für Investitionen in einigen Sektoren zu beschränken. Die Regierung korrigierte ihre Prognose für das BIP-Wachstum 2004 nach unten (auf 7%), womit sie ihre Absicht signalisierte, ein langsames und ausgewogeneres Wirtschaftswachstum anzustreben. Gleichzeitig kündigte sie eine schrittweise Einstellung von öffentlichen Bauvorhaben in Verbindung mit Maßnahmen zur Steigerung der Einkommen im ländlichen Bereich an.

Noch keine  
Wirkung sichtbar

Dennoch deuten die Zahlen für das erste Quartal 2004 auf eine Beschleunigung des Wachstums hin. Die Ausweitung der Bankkredite (über 20% im März) und die Inflation blieben ebenfalls hoch. Die Investitionsnachfrage steigt weiter, worin sich zum Teil die bereits geplanten Projekte sowie ein starker Rückgang der Realzinsen widerspiegeln. Es könnte daher eine weitere Straffung der Geldpolitik erforderlich sein, um eine Überhitzung der Wirtschaft zu verhindern.

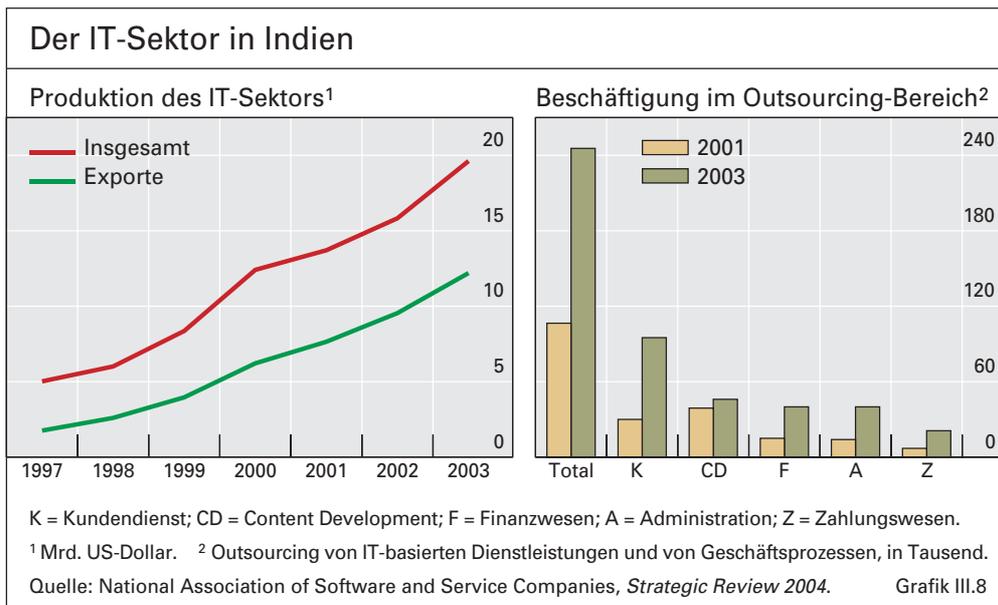
### *Beschleunigtes Wachstum in Indien*

Indien 2003 mit  
zweithöchster  
Wachstumsrate in  
Asien

Die indische Wirtschaft wuchs im vergangenen Jahr um mehr als 8% und belegte damit hinter China den zweiten Platz in Asien. Maßgeblich hierfür waren der kräftige Aufschwung in der Landwirtschaft infolge des sehr günstigen Monsuns und eine anhaltende Erholung der Industrieproduktion, die in der Vergangenheit nachgehinkt war. Der Dienstleistungssektor, der über 55% des BIP ausmacht, wuchs um 8%. Auf der Nachfrageseite kurbelten höhere Einkommen im ländlichen Bereich, niedrige Zinssätze und steigende Aktienkurse die Konsum- und Investitionsausgaben an. Den Prognosen zufolge bleibt das Wachstum in den nächsten beiden Jahren lebhaft.

Gute Voraus-  
setzungen für  
weiterhin kräftiges  
Wachstum

Der jüngste Optimismus hat mehrere Ursachen. Ein größerer Wettbewerb aus dem Ausland veranlasste viele Unternehmen zu rentabilitätssteigernden Umstrukturierungen. Die Reingewinne der großen Unternehmen wuchsen in den letzten beiden Quartalen 2003 aufs Jahr hochgerechnet um 30%. Es wurden Maßnahmen ergriffen, um die Privatisierung zu beschleunigen, die Importzölle zu senken und die Wirtschaft stärker für ausländische Investoren zu öffnen. Der Leistungsbilanzsaldo ist seit 2001 positiv, und die Nettozuflüsse von Direkt- und Portfolioinvestitionen haben sich seit 2002 mehr als verdoppelt,



wenngleich sie immer noch deutlich geringer sind als in China. Darüber hinaus wurde die Kaufkraft der privaten Haushalte in den beiden letzten Jahren durch gestiegene Einkommen und leichteren Zugang zu Bankkrediten gestärkt, was wiederum den Verbrauch von Gebrauchsgütern und die Investitionen in Wohneigentum in die Höhe trieb.

Auch das Wachstum der Software-Industrie und anderer Dienstleistungsbranchen beeinflusst die Zukunftsaussichten Indiens sehr positiv. Dank seiner Kostenvorteile, seines großen Angebots an hoch qualifizierten Arbeitskräften und der Kosteneinsparungen in den Industrieländern wächst Indiens Anteil am weltweiten Software-Geschäft und Offshore-Outsourcing. So wuchs die IT- und Software-Branche in den letzten fünf Jahren rasant; ihr Anteil am BIP stieg auf 4%, und sie leistete einen beachtlichen Exportbeitrag (Grafik III.8 links). Die Outsourcing-Erträge stiegen im Jahr 2003 Schätzungen zufolge um mehr als 50% auf \$ 4 Mrd. Das Potenzial für zukünftiges Wachstum ist groß, denn gemäß den Prognosen wird der weltweite Outsourcing-Bedarf im kommenden Jahrzehnt noch beträchtlich zunehmen.

Vor allem in den USA, dem wichtigsten Markt für das indische Outsourcing-Geschäft, sind Bedenken aufgekommen, dass dadurch die Beschäftigungsaussichten im Inland beeinträchtigt werden könnten. Daher haben einige US-Bundesstaaten Beschränkungen für die Verlagerung von Arbeitsplätzen an Niedrigkostenstandorte erlassen (und ähnliche Bestimmungen stehen auch auf nationaler Ebene zur Entscheidung an). Doch obwohl sich das Beschäftigungswachstum in diesem Bereich in den letzten zwei Jahren in Indien teilweise mehr als verdoppelt hat (Grafik III.8 rechts), ist es, verglichen mit der Zahl der Arbeitsplatzverluste in den USA, immer noch gering. Selbst wenn die Auslagerung von Tätigkeiten in den USA in den nächsten Jahren rasant zunehmen würde, läge ihr entsprechender Anteil an der US-Gesamtbeschäftigung im Jahr 2010 manchen Schätzungen zufolge wahrscheinlich immer noch unter 1%. In den Industrieländern kann Outsourcing zudem infolge von Kostensenkungen zu beträchtlichen Gewinnen

Günstige Zukunftsaussichten dank Wachstum von Software-Industrie und Outsourcing

Outsourcing nach Indien bisher nur kleiner Teil der globalen Beschäftigung

führen und dazu beitragen, die Auswirkungen eines künftigen Arbeitskräftemangels abzufedern.

Nach wie vor beträchtliche Herausforderungen

Dennoch gilt es auch einige Herausforderungen zu bewältigen, wenn das hohe Wachstum in Indien gehalten werden soll. Da das Potenzialwachstum auf etwa 6% geschätzt wird, muss zur Aufrechterhaltung der gegenwärtigen, höheren Wachstumsrate entweder die derzeitige Investitionsquote (24% des BIP) erhöht oder die Produktivität wesentlich gesteigert werden. Für beides wäre eine weitere Öffnung der Wirtschaft für ausländische Investitionen förderlich. Auch die indische Infrastruktur ist verbesserungsbedürftig, und die Privatisierung von staatseigenen Unternehmen muss beschleunigt werden. Hinzu kommt, dass das Haushaltsdefizit mit über 9% gemessen am BIP nach wie vor sehr groß ist. Dies hat zu hohen Realzinsen und einer Verdrängung rentablerer privater Investitionen beigetragen.

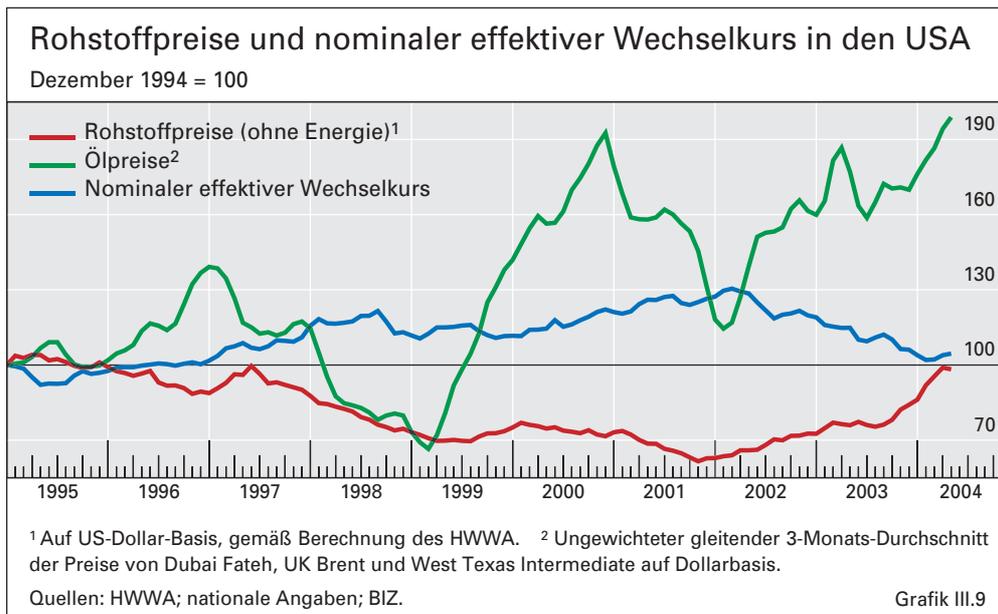
## Rohstoffmärkte und Preise

### *Jüngste Entwicklungen und langfristige Trends*

Sprunghafter Anstieg der Rohstoffpreise

Im vergangenen Jahr stiegen die Rohstoffpreise in US-Dollar gerechnet weiter an. Bis zum Frühjahr 2004 hatten sie sich gegenüber dem Ende 2001 verzeichneten Tiefstand um über 70% erhöht (Tabelle III.6). Der höhere Erdölpreis hat in den Industrieländern bereits auf die Energiepreise für Endverbraucher durchgeschlagen (Kapitel II). Der Anstieg der übrigen Rohstoffpreise zog eine Erhöhung der nachgelagerten Erzeugerpreise nach sich, hat sich auf die weltweiten Endverbraucherpreise jedoch nicht nennenswert ausgewirkt. Dennoch bewerten einige Analysten den Preisschub als generelleren Hinweis auf die Inflationserwartungen und als Anzeichen dafür, dass die Periode der niedrigen globalen Inflation bald zu Ende sein könnte. Andere interpretieren die höheren Rohstoffpreise (ohne Öl) als Zeichen der gestiegenen Nachfrage, sehen sie aufgrund ihres geringen Gewichts bei den Gesamtkosten jedoch nicht als zuverlässigen Vorlaufindikator für die zukünftige Inflation. Wird die Entwicklung der Rohstoffpreise aus einer längerfristigen Perspektive analysiert, so spricht einiges dafür, dass der Höchststand noch nicht erreicht ist. Auch stellt sich die Frage, wie sich dies auf die Wachstumsaussichten in rohstoff-exportierenden Ländern auswirken könnte. Insbesondere Länder in Afrika, die in hohem Maße von Erdöl- oder anderen Rohstoffexporten abhängig sind, werden eine einzigartige Chance haben, Terms-of-Trade-Gewinne in dauerhaft höheres Wachstum umzuwandeln.

Ausgewählte Rohstoffpreise, März 2004							
In US-Dollar gerechnet; Dezember 2001 = 100							
Insgesamt	Öl	Rohstoffe ohne Öl	Industriewerkstoffe	Nahrungsmittel	Baumwolle	Sojabohnen	Weizen
172	182	157	162	133	169	219	136
Wolle	Kohle	Eisenerz	Aluminium	Kupfer	Blei	Nickel	Zink
141	140	126	123	204	182	259	145
Quellen: IWF; Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).						Tabelle III.6	

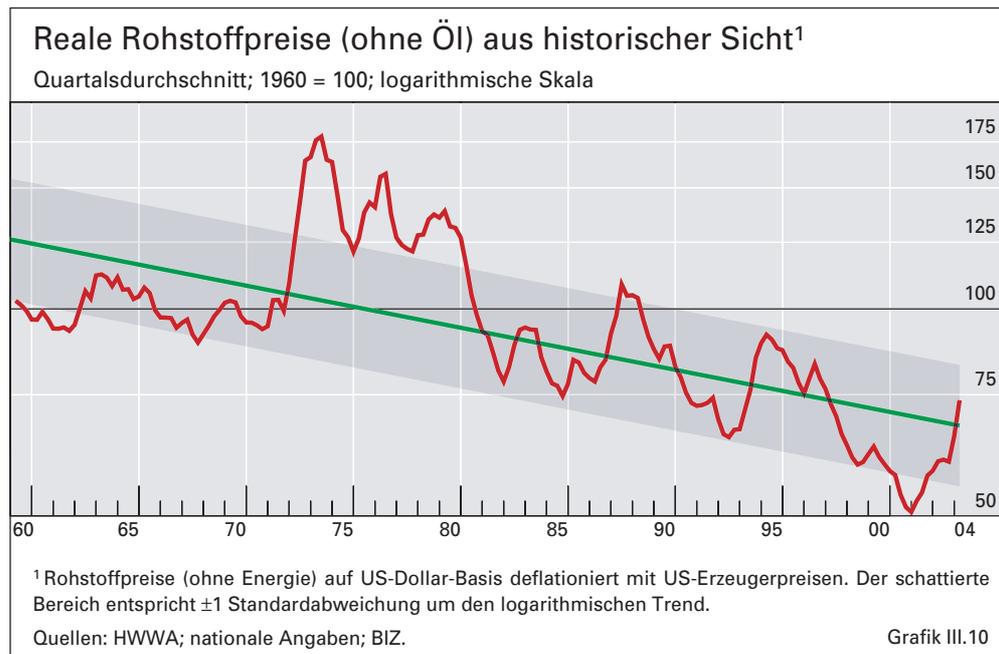


Entgegen den Erwartungen, die implizit in den Futures-Notierungen enthalten sind, ist der Rohölpreis seit Mitte 2003 sprunghaft gestiegen (Grafik III.9). Einer der Gründe war die unerwartete Ausweitung der Nachfrage (insbesondere in China, aber auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und in den USA). Hinzu kam, dass Verzögerungen bei der Wiederaufnahme der Ölexporte aus dem Irak und politische Unruhen in Nigeria und Venezuela das Angebot tendenziell reduzierten. Der unerwartete Nachfrageschub, verbunden mit anhaltender „Backwardation“ (der Preis am Spotmarkt liegt über dem Terminpreis), bewirkte einen historischen Tiefstand der Lagerbestände der Händler und dadurch eine erhöhte Preisvolatilität. Die Förderung im Irak läuft inzwischen zwar wieder auf Vorkriegsniveau, doch dürften die Ölpreise in US-Dollar gerechnet angesichts der prognostizierten weltweiten Konjunkturerholung und erhöhter Besorgnis wegen möglicher Terroranschläge auf Ölförderungsanlagen in diesem Jahr hoch bleiben oder sogar noch weiter ansteigen. Die Auswirkungen des OPEC-Beschlusses, ab 1. April das Ölangebot zu verknappen, sind ungewiss, da die meisten OPEC-Länder nach wie vor mehr Erdöl fördern als vereinbart und Saudi-Arabien seither dazu aufgerufen hat, das Angebot zu erhöhen.

Dabei ist jedoch zu unterstreichen, dass sich die Ölpreise kaum mit Genauigkeit vorhersagen lassen, da sowohl das Angebot als auch die Nachfrage höchst ungewiss und große Schwankungen der Nettonachfrage möglich sind. Die für die nächsten fünf Jahre prognostizierte Angebotszunahme beispielsweise setzt voraus, dass bedeutende Investitionen in die Förderkapazität und die Pipelines getätigt werden. Auf der Nachfrageseite sollten der allmählich wachsende Anteil der Dienstleistungen am BIP sowie die höhere Energieeffizienz dazu beitragen, den Erdölverbrauch zu dämpfen. Verlagert sich das globale BIP jedoch weiter zugunsten Chinas und Indiens (wo die Energieeffizienz immer noch relativ niedrig ist), könnten sowohl die Ölnachfrage als auch die Preise deutlicher steigen als derzeit erwartet. Immerhin steht China – trotz seines vergleichsweise geringen Anteils von

Höherer Ölpreis  
aufgrund starker  
Nachfrage ...

... doch  
Ungewissheit über  
mittelfristigen  
Trend



nur 7% am globalen Erdölverbrauch – bei den Erdöl importierenden Ländern bereits an zweiter Stelle. Da der Anteil der OPEC an der weltweiten Fördermenge mittelfristig wahrscheinlich zunehmen wird (die Organisation kontrolliert über 60% aller Erdölreserven), kann zudem nicht ausgeschlossen werden, dass sich der seit 1980 verzeichnete Abwärtstrend des realen Erdölpreises umkehrt.

Preiserholung auch bei anderen Rohstoffen ...

Selbst nach der jüngsten Erholung ist der nominale Preis von Rohstoffen (ohne Öl) in Dollar gerechnet praktisch genauso hoch wie vor 40 Jahren. Das bedeutet, dass diese Preise in den letzten 40 Jahren real (d.h. deflationiert mit einem Index der Erzeugerpreise bzw. Ausfuhrwerte in den Industrieländern) pro Jahr um fast 1,5% zurückgegangen sind, was in etwa dem Trend der letzten 150 Jahre entspricht. Aus dieser längerfristigen Perspektive betrachtet, erreichten die realen Preise für Rohstoffe (ohne Öl) Ende 2001 einen historischen Tiefpunkt (Grafik III.10). Ein Grund für die jüngste Erholung könnte daher in der Tendenz dieser Preise liegen, allmählich – wenn auch langsam – zu ihrem langfristigen Trend zurückzukehren.

... zum Teil bedingt durch Dollarschwäche

Es spielten jedoch auch andere Faktoren eine Rolle. Seit dem Ende von Bretton Woods haben sich die realen Rohstoffpreise tendenziell entgegengesetzt zum effektiven Wert des US-Dollars entwickelt. Dies zeigte sich besonders in der ersten Hälfte der achtziger und der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, als die Produzenten von Rohstoffen (ohne Öl) aufgrund der Dollaraufwertung und hoher Realzinsen gezwungen waren, das Angebot auszuweiten, um ihre Dollarschulden zu bedienen. Der daraus resultierende Abwärtsdruck auf die Preise wurde durch eine niedrigere Rohstoffnachfrage in Ländern, deren Währung gegenüber dem Dollar abwertete, noch verstärkt. Umgekehrt verursachte bei der jüngsten Dollarabwertung die gestiegene Nachfrage der Importeure in Verbindung mit einem niedrigeren Angebot einen Preisanstieg. Das ausgeprägte Wachstum in der – rohstoffintensiven – verarbeitenden Industrie in China und zuletzt auch in den USA spielte ebenfalls eine Rolle. Der

höhere Preis für Erdöl (in vielen Fällen ein wichtiger Produktionsfaktor) verstärkte den Aufwärtsdruck auf die Preise zusätzlich.

Wie sind die kurz- und mittelfristigen Aussichten für die Rohstoffpreise (ohne Öl)? Mit dem Übergreifen der konjunkturellen Erholung auf weitere Länder dürfte die Nachfrage zwar dieses Jahr weiter steigen, doch bestimmte angebotsseitige Faktoren könnten eine dämpfende Wirkung haben. So sanken beispielsweise 2003 die Lagerbestände bei einigen Metallen auf historische Tiefstände, und bei einigen Nahrungsmitteln trieben wetterbedingte Angebotsrückgänge die Preise ungewöhnlich stark nach oben. Verschärft wurde der plötzliche Preisanstieg offensichtlich durch spekulative Käufe von Anlegern, die sich mit Rohstoffen gegen den sinkenden Dollar absicherten. Mit zunehmender Anpassung von Angebot und Nachfrage könnten jedoch die meisten dieser Kräfte im späteren Verlauf des Jahres 2004 an Einfluss verlieren. Vor dem Hintergrund höherer Lagerbestände und von Gerüchten, dass China die Bankkreditvergabe straffen werde, gaben z.B. die Metallpreise im April nach.

Über das nächste Jahr hinaus ist die Entwicklung noch ungewisser. Einerseits lässt die Entwicklung Chinas zu einem bedeutenden Produzenten von Industriegütern und Verbraucher von Rohstoffen vermuten, dass der Preis für Rohstoffe (ohne Öl) im Verhältnis zum Preis für Industriegüter mittelfristig steigen könnte und sich dadurch der in der Vergangenheit beobachtete negative Trend möglicherweise umkehrt. Andererseits konnten in zahlreichen empirischen Analysen des Verhaltens dieser Rohstoffpreise in den letzten 150 Jahren keine Brüche in dem negativen Trend festgestellt werden. Zwar ist die kurzfristige Angebotselastizität für Rohstoffe eher niedrig, und Nachfrageschwankungen können beträchtliche kurzfristige Effekte auf die relativen Preise haben. Längerfristig jedoch reagieren sowohl Nachfrage als auch Angebot in der Regel auf solche Veränderungen, wodurch der Trend wiederhergestellt wird.

#### *Potenzieller wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf*

Aufgrund des langfristig rückläufigen Trends der Preise für Rohstoffe (ohne Öl) sind die Exporteure dieser Produkte mit einem anhaltenden Rückgang ihres verfügbaren Realeinkommens konfrontiert. Von noch größerer Bedeutung ist vielleicht, dass die kurzfristige Preisentwicklung in hohem Maße unvorhersehbar ist, weil die langfristigen Trends sowohl für Erdöl als auch für andere Rohstoffe durch Preisvolatilität gekennzeichnet sind. Tatsächlich besteht, wie in Grafik III.11 verdeutlicht, in den verschiedenen Ländern eine positive Korrelation zwischen dem Anteil der Grundstoffe an den Gesamtexporten und der Volatilität des BIP.

Lässt sich dieses Problem durch geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen lösen? Gelegentlich wird argumentiert, ein System flexibler Wechselkurse könne als Stoßdämpfer wirken, da eine Währungsaufwertung (bzw. -abwertung) als Reaktion auf einen Anstieg (bzw. Rückgang) der Exportpreise die binnenwirtschaftlichen Folgen der Preisentwicklung abfedern würde. Die Erfahrung der rohstoffexportierenden Länder Afrikas, deren Währung an den Euro (in der Vergangenheit an den französischen Franc) gekoppelt ist, zeigt

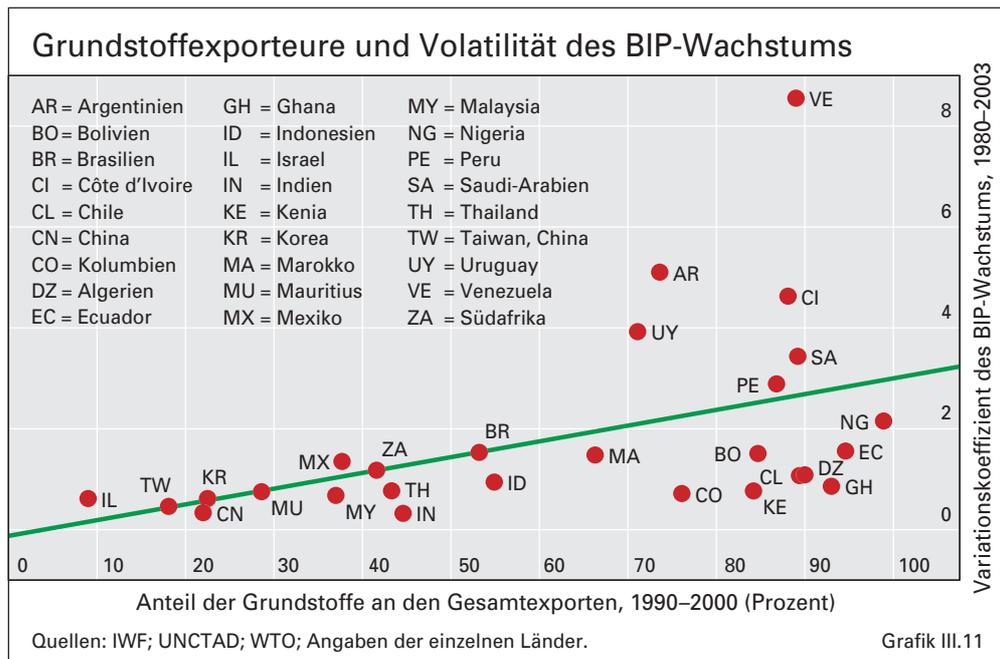
Trotz möglicher Verlangsamung des Preisanstiegs in diesem Jahr ...

... mittelfristig eventuell Abflachung des negativen Trends

Ungewisse Entwicklung der Rohstoffpreise (ohne Öl)

Preisvolatilität als Herausforderung

System flexibler Wechselkurse könnte als Stoßdämpfer wirken ...



denn auch, dass diese Länder infolge von Änderungen der Terms of Trade größeren Beeinträchtigungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ausgesetzt waren als Länder mit flexiblen Wechselkursen.

... ist jedoch nur eine Teillösung

Dennoch sind mehrere Vorbehalte dagegen anzubringen, sich zur Abschwächung der Effekte von Rohstoffpreisentwicklungen auf einen flexiblen Wechselkurs zu verlassen. Ein flexibler Wechselkurs kann das Problem eines anhaltenden Rückgangs der realen Rohstoffpreise nicht lösen. Darüber hinaus gibt es für andere Sektoren mit Export- oder Importwettbewerb (z.B. die verarbeitende Industrie) kein „optimales“ Wechselkurssystem. Bei einem flexiblen Wechselkurs, bei dem die Währung in Reaktion auf höhere Rohstoffpreise aufwertet, werden die Gewinnspannen in der verarbeitenden Industrie durch niedrigere Preise unter Druck gesetzt. Umgekehrt haben feste Wechselkurse den Effekt, dass der Kostendruck für diese Unternehmen zunimmt, wenn die höheren Gewinne im Rohstoffsektor die Löhne hochtreiben. Schließlich, und dies hat vielleicht am meisten Gewicht, besteht ein Trade-off zwischen der Reduzierung von Schwankungen bei der Produktion einerseits und bei der Inflation andererseits. So verzeichneten die afrikanischen Rohstoffexportländer mit einem festen Wechselkurs niedrigere und stabilere Teuerungsraten als die Länder mit flexiblen Systemen.

Prozyklizität der Fiskalpolitik ...

Da die Erträge aus Rohstoffexporten häufig einen sehr hohen Anteil der öffentlichen Einnahmen ausmachen, sind gegebenenfalls fiskalpolitische Maßnahmen oder Regeln als ergänzendes Instrument zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung erforderlich. In vielen Rohstoffexportländern war nicht nur eine prozyklische Fiskalpolitik, sondern auch eine ausgeprägte Tendenz zur Defizitfinanzierung zu beobachten; auf vorübergehende Erhöhungen der Rohstoffpreise folgten häufig eine dauerhafte Erhöhung der Staatsausgaben und schließlich ein schwächerer Haushaltssaldo. In Nigeria beispielsweise kam es aufgrund der Preiserholung am Erdölmarkt in der Zeit von 1998 bis 2000 zu einem Haushaltsüberschuss von 6½% des BIP. Da jedoch die gestiegenen

Erdöleinnahmen mit einer beträchtlichen Erhöhung der Staatsausgaben einhergingen, verschlechterte sich der Haushaltssaldo gemessen am BIP in nur zwei Jahren um 12% und der Leistungsbilanzsaldo um mehr als 20%.

Unter solchen Umständen könnten die Staatsausgaben durch eine fiskalpolitische Regel von den Schwankungen der Einnahmen aus Rohstoffexporten abgekoppelt werden. Mehrere aufstrebende Volkswirtschaften sind dem Beispiel des staatlichen norwegischen Erdölfonds gefolgt, der allgemein als fortschrittlichstes und am besten durchdachtes System seiner Art gilt, und haben als ersten Schritt zur Verminderung der Prozyklizität ihrer Fiskalpolitik Ausgleichsfonds eingerichtet bzw. zu planen begonnen. So richtete Chile vor einigen Jahren einen Ausgleichsfonds für Kupfer ein, der inzwischen in die mittelfristige fiskalpolitische Strategie der Regierung integriert ist. Der algerische Ausgleichsfonds für Erdöl ist noch neueren Datums, hat jedoch bereits dazu beigetragen, den Haushaltssaldo in einer Situation schwankender Ölpreise zu stabilisieren. Da der Erdölpreis derzeit deutlich über dem in das System eingebetteten Referenzpreis liegt und starker politischer Druck ausgeübt wird, den sozialen Anforderungen entsprechend die Wohnbauinvestitionen zu erhöhen, könnte sich das Jahr 2004 allerdings als wichtiger Prüfstein für den Erfolg des Fonds bei der Stabilisierung der Fiskalpolitik erweisen.

... könnte sich durch fiskalpolitische Regel verringern

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Bei einem gedämpften Inflationsdruck im Berichtszeitraum wurden die Leitzinsen in den wichtigsten Volkswirtschaften auf sehr niedrigem Niveau gehalten, um die Konjunkturerholung zu unterstützen. Zur Abwendung etwaiger unerwünschter disinflationärer Entwicklungen hielt die Federal Reserve die kurzfristigen Zinssätze zu Beginn des Berichtszeitraums auf dem tiefsten Stand seit 46 Jahren und signalisierte den Märkten ihre Absicht, sie für beträchtliche Zeit auf diesem Niveau zu belassen. Nachdem die Erholung in den USA an Fahrt zu gewinnen schien, wandte sich die Aufmerksamkeit der Märkte zusehends der Frage zu, welche Strategie die Federal Reserve verfolgen würde, um ihre Geldpolitik wieder auf neutraleren Kurs zu bringen. Auch im Euro-Raum wurde eine akkommodierende Politik verfolgt, obwohl die EZB die Unterstützung der zögerlichen Konjunkturerholung gegen ihre Bedenken wegen der Inflation, die sich an der Obergrenze ihres Preisstabilitätsbands bewegte, abzuwägen hatte. Die deutliche Aufwertung des Euro und regionale Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung stellten die Geldpolitik vor zusätzliche Herausforderungen. Die Bank of Japan behielt ihren Nullzinssatz und ihre Politik der quantitativen Lockerung bei. Nachdem sich der Deflationsdruck in Japan abgeschwächt hat, sind nun Fortschritte bei der Rückkehr zu einem konventionelleren geldpolitischen Ansatz notwendig. Dabei könnten sich ungewöhnliche Herausforderungen ergeben.

Im Gegensatz dazu waren die Anliegen der Geldpolitik in den kleineren Industrieländern unterschiedlicher. Einige Zentralbanken senkten die Leitzinsen, um das Wachstum zu unterstützen, während andere sie aufgrund des Drucks der Inlandsnachfrage und in manchen Fällen auch aufgrund von Risiken im Zusammenhang mit sich aufbauenden finanziellen Ungleichgewichten erhöhten.

Der hintere Teil dieses Kapitels beschäftigt sich mit zwei Themen, die im Berichtszeitraum zunehmend Beachtung fanden. Eine wichtige Frage ist, ob der derzeitige stark akkommodierende geldpolitische Kurs der wichtigsten Zentralbanken – obwohl er sich auf die weltweite konjunkturelle Erholung eindeutig positiv ausgewirkt hat – nicht längerfristige Risiken verursachen könnte. Das andere große Thema ist die Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit. Zum Abschluss wird auf Fortschritte bei der Verbesserung der Kommunikationsstrategien und zukünftige Herausforderungen eingegangen.

### Entwicklungen im Einzelnen

#### *USA*

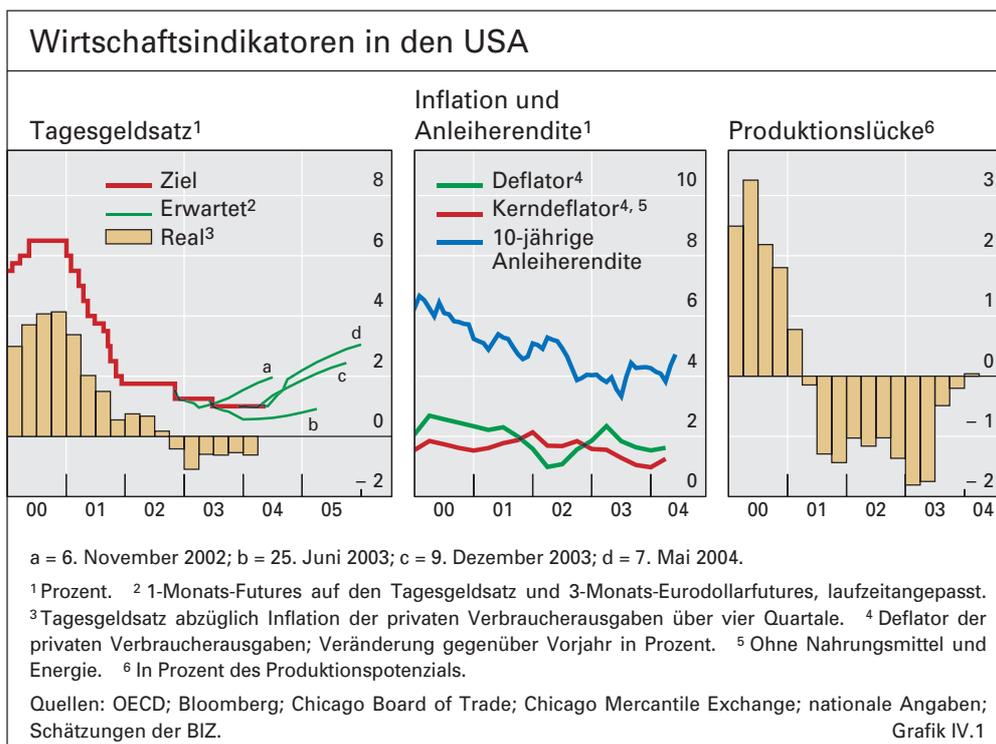
Die Federal Reserve behielt im Berichtszeitraum ihren sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs mit einem unveränderten Tagesgeldzielsatz von

US-Geldpolitik sehr akkommodierend

1% bei. Das wirtschaftliche Umfeld war durch eine erhebliche, sich aber schnell abbauende Unterauslastung der Kapazitäten und niedrige Inflationsraten gekennzeichnet. Nachdem die Federal Reserve klar ihre Absicht bekannt gegeben hatte, den Tagesgeldsatz während eines beträchtlichen Zeitraums niedrig zu halten, blieb der reale Ex-post-Tagesgeldsatz negativ (Grafik IV.1). Da er weit unter seinem langfristig neutralen Niveau lag und sich der Abstand durch die jüngste Entwicklung der Produktivität zusätzlich vergrößerte, machte die Federal Reserve deutlich, dass sich der Leitzins irgendwann wieder auf einen neutraleren Wert zubewegen müsste. Eine ständige Frage für die Federal Reserve im Berichtszeitraum war, ob dieser niedrige Leitzinssatz den wirtschaftlichen Bedingungen immer noch angemessen war oder ob es Zeit war, mit der Straffung zu beginnen.

Erheblichen Einfluss auf die geldpolitischen Überlegungen zu Beginn des Berichtszeitraums hatte die Gefahr, dass die Inflation in eine unerwünschte Deflation umschlagen könnte. Dahinter standen im Wesentlichen die derzeitigen niedrigen Inflationsraten zusammen mit den immer noch spürbaren Nachwirkungen der abrupten Korrekturen der in den neunziger Jahren entstandenen Ungleichgewichte im Finanzsektor und in der Realwirtschaft. Eine Rolle spielten aber auch günstige Entwicklungen auf der Angebotsseite, denn insbesondere hohe Produktivitätszuwächse bremsten den Abbau der Kapazitätsüberschüsse. Die Federal Reserve gab ihre Absicht bekannt, mit ihrer Geldpolitik aggressiv gegen eine mögliche Deflation vorzugehen. Gleichzeitig versicherte sie der Öffentlichkeit – über die Sitzungsprotokolle ihres Offenmarktausschusses (FOMC), Reden von Vertretern der Federal Reserve und veröffentlichte Forschungsarbeiten –, dass sie über eine breite Palette an Instrumenten verfüge, um mit dieser Bedrohung fertig zu werden, selbst wenn die Nominalzinsen die Nullzinsgrenze erreichen sollten.

Deflationsrisiken zu Beginn des Berichtszeitraums



Mit diesem Ansatz, den kurzfristigen Leitzins niedrig zu halten und dies durch eine entsprechende Kommunikationsstrategie zu ergänzen, gelang es auch, die Inflationserwartungen oberhalb einer Deflation zu verankern und die langfristigen Zinsen unter Kontrolle zu halten. Damit wurde ein für das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage förderliches wirtschaftliches Umfeld begünstigt. Der FOMC räumte jedoch ein, dass die Gefahr von Wachstumsungleichgewichten in zinsreagiblen Sektoren und von unerwünschten Entwicklungen der Preise von Vermögenswerten gegeben sei, wenn das Niedrigzinsumfeld zu lange bestehen bliebe. Im Betrachtungszeitraum wurden diese Risiken als hinnehmbar beurteilt.

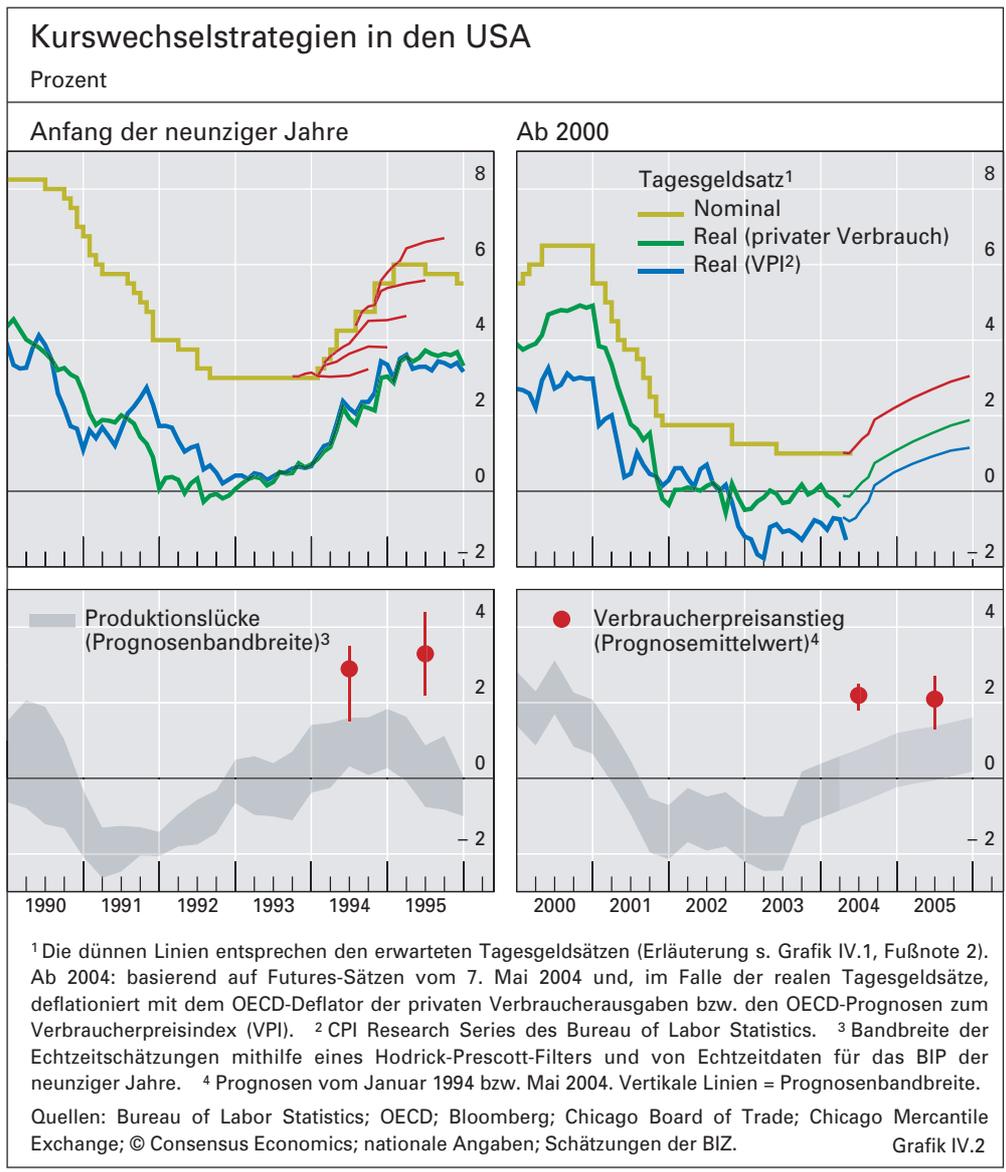
Geldpolitische  
Mitteilungen  
stärkten niedrige  
Zinserwartungen

Mit der Kommunikationsstrategie der Federal Reserve konnte zwar die Gefahr einer potenziellen Deflation insgesamt erfolgreich abgewendet werden, doch es gab auch einige Herausforderungen. Anfang 2003 z.B. legten die Marktteilnehmer Äußerungen von Vertretern der Federal Reserve dahingehend aus, dass sogar weitere Leitzinssenkungen möglich wären. Dies führte gegen Ende des Frühjahrs zu einem Rückgang der langfristigen Anleiherenditen. Vor diesem Hintergrund war die Senkung des Leitzinssatzes um 25 Basispunkte im Juni 2003 für die Märkte eine Enttäuschung und trug zu einer beträchtlichen Aufwärtskorrektur der gesamten Zinsstruktur bei. Dieses Ereignis machte – innerhalb und außerhalb der Federal Reserve – deutlich, dass die Zentralbank Mittel und Wege finden musste, um ihre geldpolitischen Absichten noch klarer zu vermitteln.

Mit zunehmender  
Konjunkturerholung  
Rückkehr zu  
neutraler  
Geldpolitik im  
Mittelpunkt

Als die konjunkturelle Erholung an Dynamik gewann, reduzierte sich die Gefahr einer Deflation von selbst. In diesem Umfeld verlagerte sich die Aufmerksamkeit zum Risiko eines Anstiegs der Inflation auf kurze Sicht, bedingt durch die Abwertung des Dollars, den starken Anstieg der Rohstoffpreise und die lebhafte Entwicklung der Preise für Wohneigentum. Daher konzentrierten sich die Marktteilnehmer nun stärker auf die Frage, wann und in welchem Umfang die Leitzinsen angehoben werden würden. Die Pressemitteilungen der Federal Reserve wurden dann auch eingehend – und vielleicht zu sehr – auf Hinweise darauf geprüft, wie lange die Leitzinsen noch unverändert bleiben würden. Sehr große Beachtung fand der Satz, in dem von einem beträchtlichen Zeitraum die Rede war. Als die Federal Reserve dann im Januar 2004 die Formulierung änderte und davon sprach, sie könnte sich Zeit lassen, den akkommodierenden Kurs aufzugeben, stiegen anfänglich die Renditen von Staatsanleihen, und die Aktienkurse fielen. Letztendlich sahen die Marktteilnehmer in dem neuen Wortlaut dann aber eher eine Formulierungsvariante als einen Hinweis auf einen geldpolitischen Kurswechsel. Im Mai äußerte der FOMC die Einschätzung, dass er sich in maßvollen Schritten vom bisherigen akkommodierenden Kurs abwenden könne, was die Aussichten auf Leitzinserhöhungen in der nächsten Zeit verstärkte.

Aus der Sicht der Federal Reserve war es wichtig, die Erwartungen des privaten Sektors hinsichtlich künftiger Leitzinsänderungen im richtigen Gleichgewicht zu halten. Angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen, der großen kumulierten Leistungsbilanzdefizite und der rasch steigenden Haushaltsungleichgewichte wäre bei einem schnellen Anstieg der langfristigen Zinssätze sowohl das Risiko höherer



Volatilität an den Finanzmärkten als auch die Gefahr des Überschießens der Märkte größer. Dies würde einen Kurswechsel erschweren und könnte die Konjunkturerholung auf verschiedene Weise gefährden. Zum einen musste die Federal Reserve den privaten Sektor davon abhalten, die langfristigen Zinssätze zu früh nach oben zu drücken. Zum anderen musste sie darauf achten, dass die Märkte nicht zu sehr hinterherhinkten, sodass sich Inflationsdruck aufbauen würde und deshalb später eine einschneidende und möglicherweise destabilisierende Straffung der Geldpolitik erforderlich wäre. Vor diesem Hintergrund war es für die Federal Reserve besonders wichtig, die Märkte auf zukünftige Leitzinsänderungen angemessen vorzubereiten, um zu verhindern, dass die langfristigen Zinsen entweder zu früh oder zu spät anstiegen.

Um diese geldpolitischen Risiken im Zusammenhang zu beurteilen, ist es aufschlussreich, die jüngste Entwicklung mit derjenigen von Ende 1993 zu vergleichen (Grafik IV.2). Auch damals hatte die Federal Reserve ihre Strategie der niedrigen Leitzinsen bereits seit längerer Zeit verfolgt, wobei sich der reale Leitzins nahe null bewegte. Ein Grund für den niedrigen Zinssatz war, dass

Parallelen zum Wendepunkt des geldpolitischen Zyklus in den neunziger Jahren

finanzielle Faktoren eine schnelle und kräftige Erholung behinderten. Ende 1993 hatte die wirtschaftliche Erholung jedoch eingesetzt; die Unterauslastung der Kapazitäten schien überwunden zu sein, und die Inflationsprognosen wiesen einen Aufwärtstrend auf. Ab Anfang 1994 erhöhte die Federal Reserve die Leitzinsen in 12 Monaten siebenmal, in Schritten von 25 bis 75 Basispunkten, um insgesamt 3 Prozentpunkte. Zunächst lagen die Markterwartungen niedriger als die tatsächlichen Leitzinserhöhungen, gegen Ende des geldpolitischen Zyklus jedoch über dem letztlichen Zielwert der Federal Reserve für den Tagesgeldsatz. Der FOMC musste diese Erwartungen bremsen, indem er seine Tendenzaussagen („bias“) entsprechend anpasste und in der Folge die Zinsen senkte. Unterschiede zwischen den beiden Episoden gibt es natürlich auch. So war einerseits der reale Zinssatz im derzeitigen geldpolitischen Zyklus niedriger, sodass der Anpassungsdruck nun größer ist. Andererseits scheinen die Inflationserwartungen besser verankert zu sein, und die Federal Reserve bewies eine weit größere Transparenz bei der Kommunikation ihrer tatsächlichen Beschlüsse und ihrer geldpolitischen Absichten.

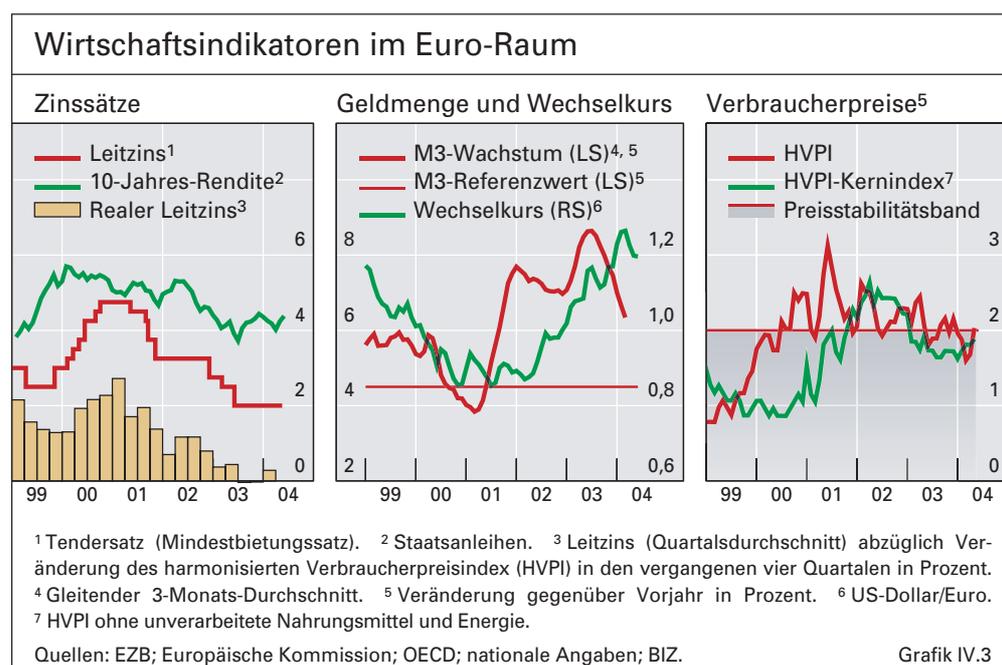
### Euro-Raum

Geldpolitik im Euro-Raum weiterhin expansiv ...

Im Berichtszeitraum blieb die Geldpolitik auch im Euro-Raum expansiv, was sich in niedrigen Realzinsen und einem starken Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge niederschlug (Grafik IV.3). Wie in den USA bewegten sich die kurzfristigen Nominalzinsen in den Ländern des Euro-Raums im Bereich der historischen Tiefstände seit dem Zweiten Weltkrieg und trugen so zu niedrigen Sätzen langfristiger Staatsanleihen und zu niedrigen Forward-Swapsätzen bei.

... während Erholung an Schwung verlor ...

Nach der Senkung ihres Leitzinssatzes um 50 Basispunkte im Juni 2003 hielt die EZB diesen während des übrigen Betrachtungszeitraums unverändert bei 2%. Der wichtigste Grund für diese lockere Ausrichtung der Geldpolitik war die Schwäche der konjunkturellen Erholung, denn die größten Volkswirtschaften



des Euro-Raums verzeichneten weiterhin ein deutlich unterdurchschnittliches Wachstum. Von weiteren Leitzinssenkungen sah die EZB aber nicht zuletzt deshalb ab, weil die Inflation in der Nähe der 2%-Obergrenze ihres Preisstabilitätsbands verharrte. Zwei wesentliche Gründe, weshalb die Inflation nicht so weit zurückging, wie dies aufgrund des Kapazitätsüberhangs an den Arbeitsmärkten vielleicht zu erwarten gewesen wäre, waren Steuererhöhungen und ein relativ hohes Wachstum der Lohnstückkosten infolge der Rigidität der Löhne und der schwachen Produktivitätszuwächse. Darüber hinaus gab es kaum Anzeichen dafür, dass die deutliche Aufwertung des Euro die Inflationsrate wesentlich nach unten drücken würde.

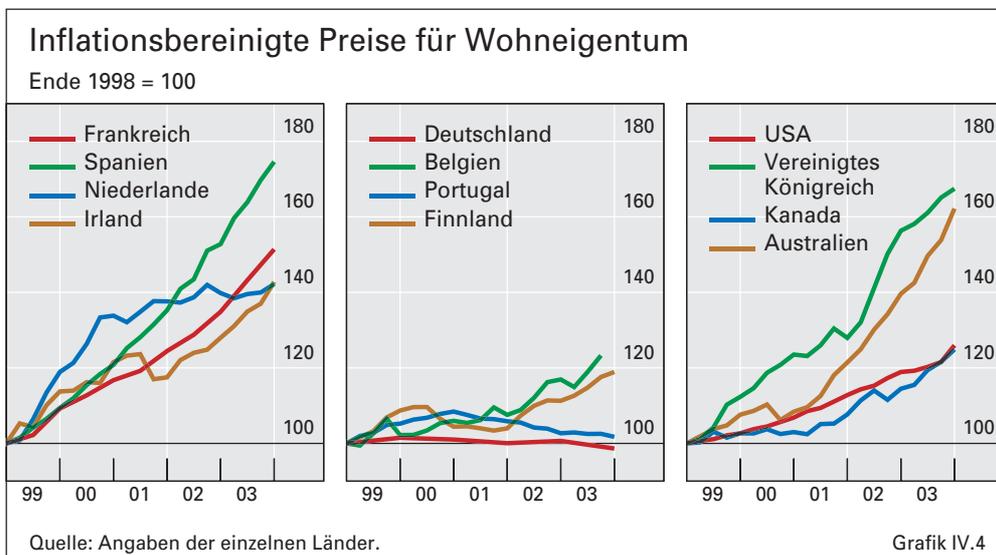
... und Inflation an der Obergrenze des angestrebten Bandes blieb

Die Trade-offs, vor denen die Geldpolitik im Euro-Raum während des Berichtszeitraums stand, können im Zusammenhang mit der Aufwertung des Euro, insbesondere gegenüber dem Dollar, gesehen werden. Einerseits geriet die EZB angesichts der stockenden wirtschaftlichen Erholung und der hohen Arbeitslosigkeit unter Druck, wegen des zu erwartenden Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit als Folge der stärker gewordenen Währung die Leitzinsen zu senken, zumal vielfach der Eindruck herrschte, dass die US-Geldpolitik das Wachstum engagierter stütze. Die Leitzinsen waren im Euro-Raum doppelt so hoch wie in den USA, und dies wurde als eine Ursache für die Stärke des Euro gegenüber dem Dollar angesehen. Andererseits sah sich die EZB damit konfrontiert, dass die beiden wichtigsten Indikatoren ihrer 2-Säulen-Strategie nicht für eine Senkung der Leitzinsen sprachen. Wie bereits ausgeführt, verharrten sowohl die unbereinigte als auch die Kerninflation in der Nähe der Obergrenze des Preisstabilitätsbands der EZB, und das M3-Wachstum lag weiterhin deutlich über dem Referenzwert von 4,5%. Die Aufwertung des Euro betrachtete die EZB im Allgemeinen als Teil eines Anpassungsprozesses, der wieder zu aus historischer Sicht normalen Wechselkursverhältnissen führt, und nicht als Risiko, das eine weitere geldpolitische Lockerung rechtfertigen würde.

Euro-Aufwertung macht geldpolitische Trade-offs deutlich

Zudem stand die EZB noch immer vor dem Problem großer regionaler Unterschiede. Ein Aspekt war das Inflationsgefälle im Euro-Raum, insbesondere weil Deutschland nahe einer Deflation stand. Eine weitere Frage bezog

Anhaltende regionale Unterschiede



sich auf die Tragfähigkeit der Zunahmen bei der Verschuldung der privaten Haushalte und die Beschleunigung des Preisanstiegs beim Wohneigentum in nur einigen Volkswirtschaften des Euro-Raums (Grafik IV.4). Die EZB blieb bei ihrer Auffassung, dass Änderungen des Leitzinssatzes für den Euro-Raum als Ganzes nicht das geeignete Mittel wären, auf regionale Ungleichgewichte zu reagieren, denn bei einer Erhöhung der Leitzinsen, um die Inflationsrate oder übermäßige Preissteigerungen beim Wohneigentum in der einen Region einzudämmen, bestünde die Gefahr, die wirtschaftliche Erholung in einer anderen Region abzuwürgen.

Quantitative  
Maßnahmen  
stoßen noch immer  
auf Bedenken

Dieser Schluss bedeutet jedoch nicht, dass potenziell entstehende finanzielle Ungleichgewichte von der Geldpolitik der EZB nicht berücksichtigt werden. Wie in Kapitel IV des *73. Jahresberichts* dargestellt, liegt ein möglicher Grund für den augenscheinlichen Unterschied im Grad des aktiven geldpolitischen Engagements der EZB im Vergleich zur Federal Reserve vielmehr in der 2-Säulen-Strategie der EZB. Ein übermäßiges Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate wurde als Anzeichen für einen möglichen Inflationsdruck oder für latente Ungleichgewichte im Finanzsektor und in anderen Bereichen gesehen, auch wenn die unbereinigte Inflationsrate relativ gedämpft blieb. Dass das M3-Wachstum seit Ende 2001 deutlich über dem Referenzwert liegt, weist auf ein solches Risiko hin, das die EZB davon abgehalten haben dürfte, die Geldpolitik noch aktiver zu lockern.

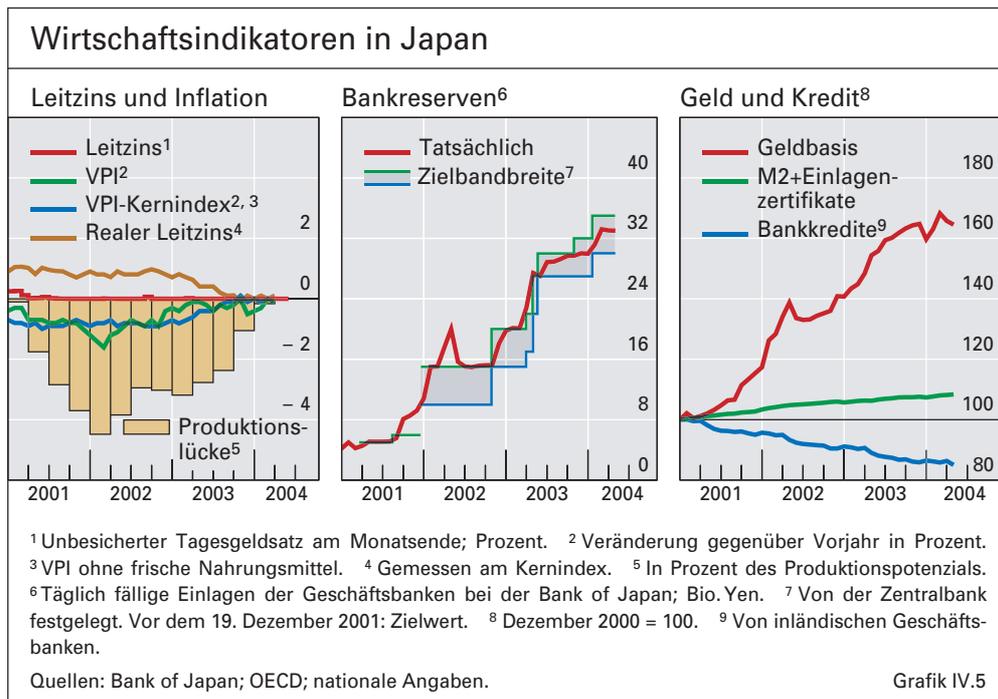
### *Japan*

Bank of Japan  
setzte ihre  
unkonventionelle  
Geldpolitik fort ...

Die Bank of Japan setzte ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen bei der Verfolgung ihrer Ziele – Überwindung der Deflation und Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung – fort. Da die Tagesgeldzinsen praktisch bei null verankert waren, verharrten sowohl die kurz- als auch die langfristigen Marktzinssätze in der Nähe historischer Tiefstände. Angesichts kurzfristiger Nominalzinsen an der Nullzinsgrenze war die Bank of Japan nicht in der Lage, die Ex-post-Realzinsen, die durch die tatsächliche Deflationsrate bestimmt wurden, direkt zu senken. Nachdem aber der Deflationsdruck etwas nachgelassen hatte, gingen die realen Zinssätze im Berichtszeitraum leicht gegen null zurück (Grafik IV.5).

... und verfolgte  
einen sehr  
akkommodierenden  
Kurs

Die Bank of Japan ergänzte dieses Niedrigzinsumfeld durch eine Politik der quantitativen Lockerung und passte die Zielbandbreite für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank zweimal nach oben an. Im Oktober 2003 erhöhte sie die Obergrenze auf ¥ 32 Bio. und schuf damit zusätzlichen operativen Spielraum; im Januar 2004 wurde die Zielbandbreite von rund ¥ 27–32 Bio. auf rund ¥ 30–35 Bio. heraufgesetzt. Im Oktober 2003 nutzte die Bank of Japan auch die Gelegenheit, ihre Strategie für den Ausstieg aus der Politik der quantitativen Lockerung zu erläutern: Sie erklärte, dass die quantitative Lockerung so lange fortgeführt werde, bis der Kernindex der Verbraucherpreise (auf Jahresbasis) einige Monate hintereinander kontinuierlich gestiegen sei und ein weiterer Anstieg prognostiziert werde. Mit dieser Klarstellung sollte den Spekulationen über ein vorzeitiges Ende der quantitativen Lockerung der Boden entzogen werden, denen ein Beitrag zur Volatilität der langfristigen Zinssätze zugeschrieben wurde.



Wie in den Vorjahren ging das starke Wachstum der Geldbasis nicht mit einem nennenswert höheren Wachstum der weiter gefassten Aggregate einher. Das M2-Wachstum war moderat, und das Kreditvolumen nahm erneut ab. Die immer noch bestehenden Hemmnisse im geldpolitischen Transmissionsmechanismus spiegelten die nachhaltigen Effekte der Erschütterungen des Finanzsystems in der Vergangenheit wider. Die Bank of Japan unternahm weitere Bemühungen, die Transmission der geldpolitischen Lockerungen zu begünstigen, indem sie Aktienbestände von Geschäftsbanken ankaufte und alternative Märkte der Finanzintermediation förderte. Dazu erhöhte sie ihre Bestände an Aktien, die sie von Finanzinstituten erwirbt („pecuniary trusts“), und forderungsunterlegten Wertpapieren. Im Mai 2004 hielt sie „pecuniary trusts“ von insgesamt ¥ 2 Bio. und forderungsunterlegte Wertpapiere von insgesamt ¥ 150 Mrd.

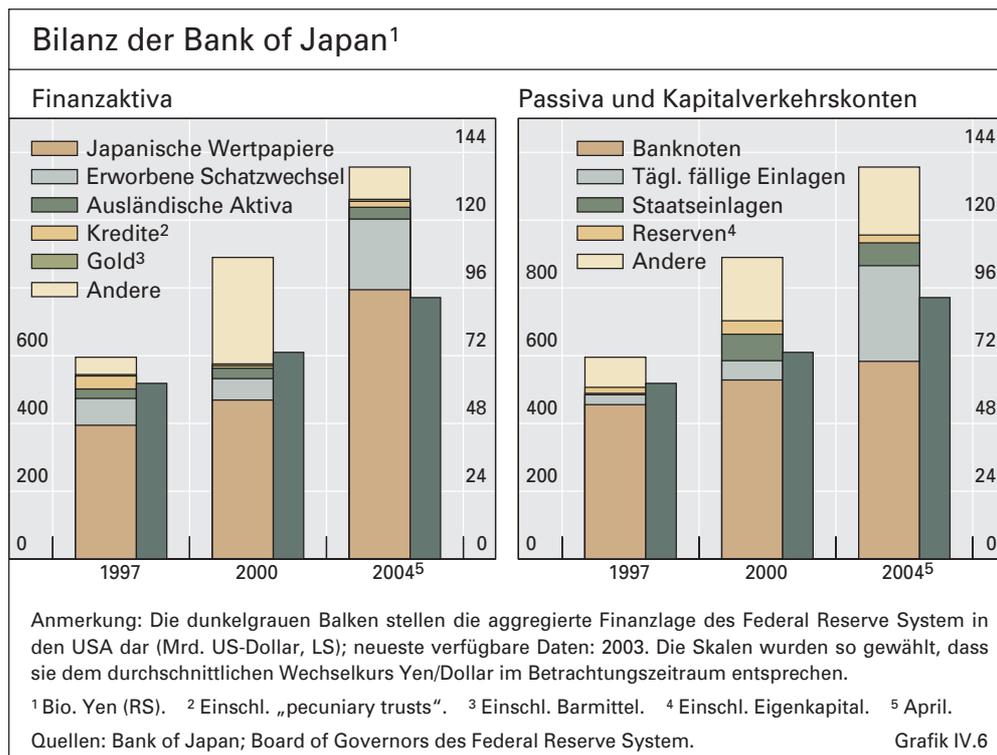
Weiterhin Hemmnisse im geldpolitischen Transmissionsmechanismus ...

Bei den ersten Anzeichen eines Nachlassens der deflationären Entwicklung entstand die Hoffnung auf eine Rückkehr zu normaleren geldpolitischen Verhältnissen. Etwaige tatsächliche Steigerungen des Preisniveaus würden diese Hoffnungen stärken. Doch eine vollständige Rückkehr zur Normalität setzt voraus, dass sich der Zustand des japanischen Finanzsystems weiter verbessert. Bisher stellen verschiedene strukturelle Hemmnisse nach wie vor beträchtliche Herausforderungen für dessen ordnungsgemäßes Funktionieren dar (Kapitel VII).

... doch einige positive Signale

Ein Element, das einer Rückkehr zu einer normaleren Geldpolitik im Wege steht, ist die verlängerte Bilanz der Bank of Japan. Die Bilanzsumme hat sich von etwa ¥ 72 Bio. im Jahr 1997 (18% des BIP) auf rund ¥ 140 Bio. im April 2004 (25% des BIP) erhöht und damit nahezu verdoppelt. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die quantitative Lockerung, zu der auch umfangreiche Ankäufe inländischer Vermögenswerte gehörten (Grafik IV.6). Im Rahmen

Anhaltende Besorgnis über die Bilanz der Bank of Japan



einer Normalisierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen und je nach den Umständen wird die Bank of Japan möglicherweise langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus ihrem Portfolio verkaufen müssen. Dies wiederum könnte ihre Eigenkapitalposition beeinträchtigen und sogar eine Rekapitalisierung erfordern.

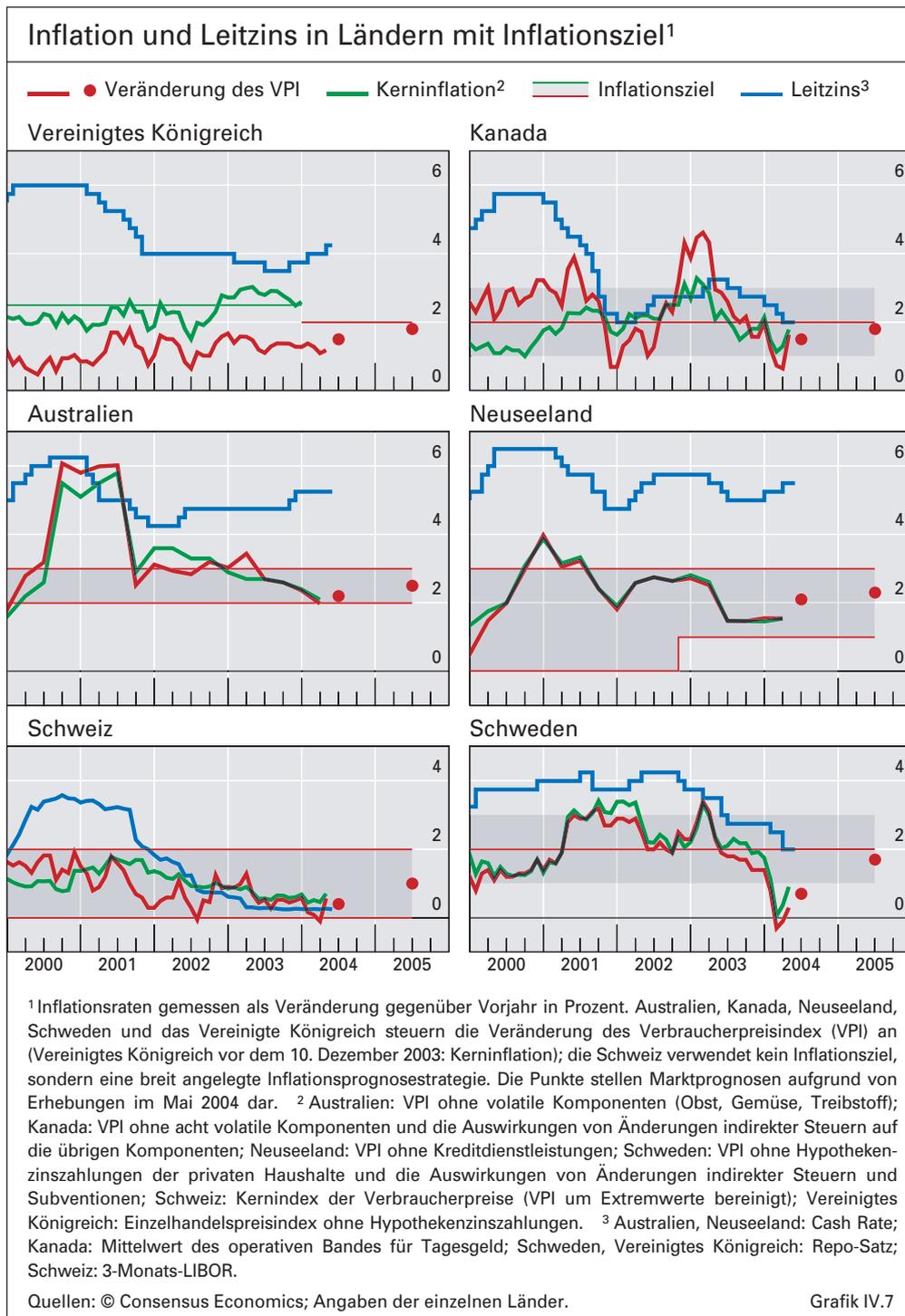
#### Länder mit Inflationsziel

Die Zentralbanken der Länder mit explizitem numerischem Inflationsziel verfolgten im Berichtszeitraum unterschiedliche geldpolitische Stoßrichtungen. Einige strafften die Geldpolitik, während andere Lockerungen vornahmen. Der asynchrone Verlauf des geldpolitischen Zyklus in diesen und in den wichtigsten Industrieländern war im Vergleich zu den letzten Jahren neu. Zu Beginn des weltweiten Abschwungs 2001 hatten die meisten Zentralbanken die Leitzinsen gesenkt. Doch im Verlauf des vergangenen Jahres lockerten die Bank of Canada und die Sveriges Riksbank ihre Geldpolitik noch weiter, während die Schweizerische Nationalbank ihre Sätze auf niedrigem Niveau hielt. Die Bank of England, die Reserve Bank of Australia sowie die Reserve Bank of New Zealand dagegen erhöhten ihre Leitzinsen (Grafik IV.7).

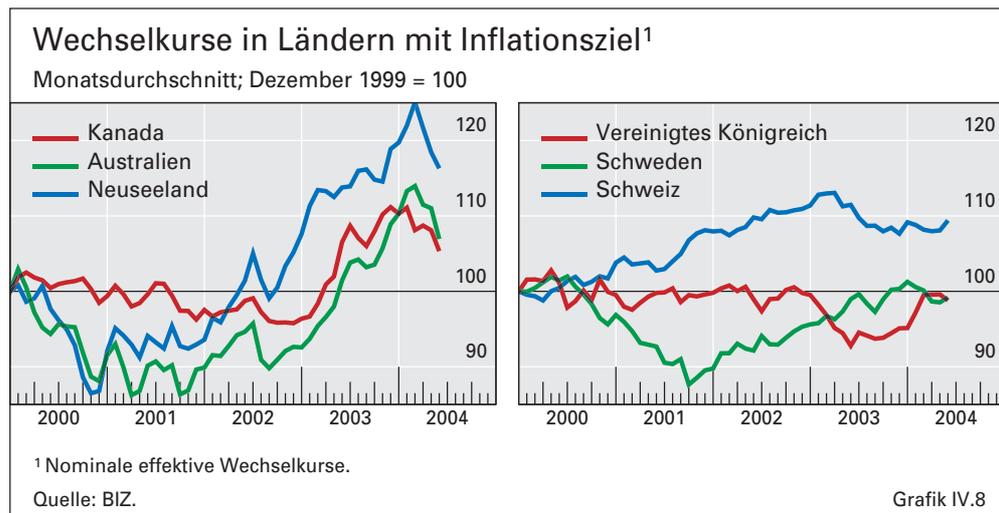
In Kanada, Schweden und der Schweiz entsprach die Inflationsrate dem Zielwert oder lag darunter; das Wachstum der Inlandsnachfrage verharrte unter dem Potenzial, und es bestand eine negative Produktionslücke. Vor diesem Hintergrund verfolgten die Zentralbanken dieser drei Länder weiterhin eine expansive Geldpolitik. Der Rückgang der Inflation war in Schweden besonders stark und unerwartet, und Anfang 2004 sank sogar das Preisniveau. Daher nahm die Riksbank die Leitzinsen ab März 2003 fünfmal um insgesamt 175 Basispunkte zurück, was die kurzfristigen Realzinsen bis März 2004 auf

In Ländern mit Inflationsziel unterschiedliche Geldpolitik

Weiterhin expansiver Kurs in Kanada, Schweden und der Schweiz ...



etwa 2% absenkte. In Kanada und in der Schweiz war der Wechselkurs ein geldpolitischer Schlüsselfaktor. Die Aufwertung des kanadischen Dollars (Grafik IV.8) – insbesondere gegenüber dem US-Dollar – gefährdete angesichts der Handelsbeziehungen zu den USA die konjunkturelle Erholung und erhöhte die Gefahr einer Unterschreitung des Inflationsziels. Nach Auffassung der Bank of Canada wurde diese Gefahr durch den gleichzeitigen Anstieg der Rohstoffpreise nicht vollständig gebannt, weshalb der Leitzinssatz im Berichtszeitraum fünfmal nach unten angepasst wurde. Die Schweizerische Nationalbank, die auch mit einer Aufwertung der Währung konfrontiert war, nahm ihren Leitzins-



satz im ersten Halbjahr 2003 zurück und intervenierte direkt an den Devisenmärkten. In der Zeit danach blieb sie bis zum Ende des Berichtszeitraums bei ihrer lockeren Geldpolitik, da keine Anzeichen dafür vorlagen, dass sich die konjunkturelle Erholung bereits fest etabliert hatte, und die Inflation nahe bei null lag.

Im Gegensatz dazu erhöhten die Zentralbanken Australiens und Neuseelands trotz der Aufwertung ihrer jeweiligen Währung die Leitzinsen, da befürchtet wurde, dass ein schnelles Wachstum der Inlandsnachfrage (und der Produktion) den Inflationsdruck verschärfen könnte. Ende 2003 wies Australien wieder eine positive Produktionslücke aus; in Neuseeland war sie im dritten Jahr in Folge groß und positiv. Auch die Bank of England straffte die geldpolitischen Zügel. Die Auslöser hier waren das überdurchschnittliche Wachstum der Inlandsnachfrage und Bedenken wegen möglicher Ungleichgewichte im Finanzsektor, insbesondere der anhaltenden Beschleunigung des Preisauftriebs beim Wohneigentum und der immer noch rasch wachsenden Verschuldung der privaten Haushalte. Es lässt sich nicht mit Bestimmtheit sagen, wie sich die damit einhergehenden Veränderungen der Vermögenspositionen der privaten Haushalte kurz- bzw. langfristig auf den Konsum und den generellen Anstieg der Verbraucherpreise auswirken werden. Doch aufgrund der im Vereinigten Königreich weit verbreiteten Hypothekenkredite mit variablen Zinssätzen dürften etwaige Probleme im Zusammenhang mit der Verschuldung der privaten Haushalte zunehmen, wenn die Zinsen stark ansteigen oder die Preise von Wohnimmobilien fallen.

Die Erfahrungen dieser Länder im Berichtszeitraum – eine Kombination aus Währungsaufwertung, lebhafter Inlandsnachfrage, wachsenden Produktionslücken und Preissteigerungen bei Vermögenswerten, insbesondere Wohneigentum – machen deutlich, wie schwierig die Trade-offs für die Geldpolitik in kleineren offenen Volkswirtschaften bisweilen sein können. Bei übermäßig wachsender Inlandsnachfrage und stark anziehenden Immobilienpreisen müssten die geldpolitischen Entscheidungsträger normalerweise die Leitzinssätze anheben, um einem potenziellen Inflationsdruck entgegenzuwirken. Trägt die Aufwertung der Währung jedoch dazu bei, den Inflationsdruck unter Kontrolle zu halten, dann dürfte eine Erhöhung der Leitzinsen weit weniger

... während Australien, Neuseeland und das Vereinigte Königreich die Leitzinsen erhöhten

Preise von Vermögenswerten und Wechselkurse sind wesentliche geldpolitische Risiken

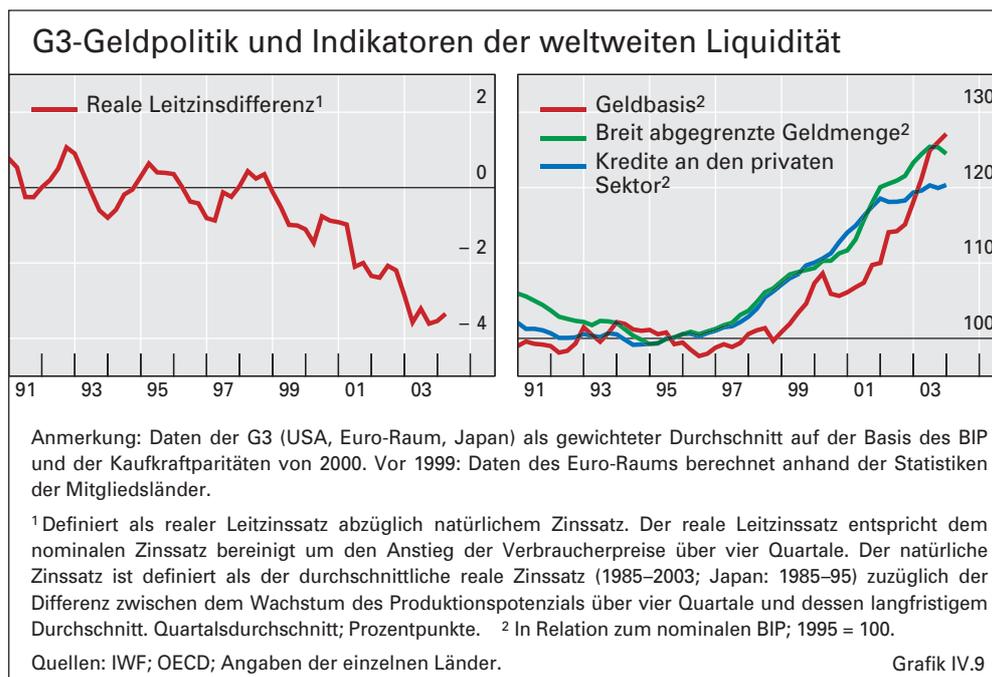
dringlich sein. Doch eine Geldpolitik, die die Zinsen auf kurze Sicht niedriger hält, könnte den Auftrieb der Preise von Vermögenswerten noch beschleunigen und auf lange Sicht finanzielle Ungleichgewichte verstärken.

### Weltweite Liquidität: Die Rolle der Geldpolitik in den G3

Es ist nicht auszuschließen, dass die akkommodierende Geldpolitik der wichtigsten industrialisierten Volkswirtschaften – USA, Euro-Raum und Japan – einen Aufbau von übermäßiger Liquidität an den weltweiten Finanzmärkten bewirkt hat. Dies zu beurteilen ist nicht leicht, zumal sich Liquidität – geschweige denn „übermäßige“ Liquidität – makroökonomisch kaum exakt definieren lässt. Auf jeden Fall sind die kurzfristigen Nominalzinsen in den G3 so weit gesenkt worden, dass die reale „Zinslücke“ in den G3 (im gewichteten Durchschnitt) – definiert als die Differenz von realem Leitzinssatz und natürlichem, langfristig mit Preisstabilität zu vereinbarem Realzins – in den letzten Jahren, und erst recht im Vergleich zu den neunziger Jahren, erheblich größer geworden ist (Grafik IV.9). Zugleich haben auch quantitative Messgrößen wie die eng bzw. breit abgegrenzte Geldmenge und die Kredite an den privaten Sektor stark zugenommen. Daraus ergibt sich die Frage, inwieweit derartige Entwicklungen für die Zentralbanken Anlass zu Besorgnis sein sollten.

G3-Geldpolitik könnte Aufbau weltweiter Liquidität begünstigen

Zwei Arten von Risiken sind hierbei von Bedeutung. Zum einen können sehr niedrige Leitzinsen auch bei kurzfristig niedriger Inflation die Gefahr eines künftigen Inflationsanstiegs erhöhen. Darüber hinaus könnten sie finanzielle Ungleichgewichte verstärken, die sich in der Folge in einer das System schwächenden Art und Weise auflösen könnten. Das schnelle Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate, steigende Preise von Vermögenswerten und außergewöhnlich stark rückläufige Renditenaufschläge in letzter Zeit können als mögliche Hinweise auf solche Risiken in den G3 selbst betrachtet werden.



Zum anderen sind unerwünschte Nebenwirkungen außerhalb der G3 denkbar, da den G3-Währungen als internationalen Währungen eine besondere Rolle zukommt. Der Aufbau übermäßiger Liquidität in den G3 könnte über Spillover-Effekte auch in anderen Ländern die Gefahr höherer Inflation und untragbarer Preissteigerungen bei Vermögenswerten vergrößern. Dies zeigt sich möglicherweise in dem erhöhten Zufluss von privatem Kapital in die Länder, deren Währungen günstig bewertet werden, denn die Anleger versuchen Zinsdifferenzen zu nutzen, indem sie höher rentierende Währungen kaufen (Kapitel V). Derartige Kapitalströme waren im derzeitigen Zinsumfeld besonders umfangreich, weil die niedrigen G3-Nominalsätze die nach Rendite strebenden Anleger teilweise dazu veranlasst haben, ausländische Vermögenswerte zu erwerben. Im Berichtszeitraum äußerte sich dies in dem starken Anstieg der Zuflüsse von Privatkapital in aufstrebende Volkswirtschaften (Kapitel III, Tabelle III.2).

Niedrige Zinsen  
erhöhen  
Renditenstreben

Bei der Frage nach den Spillover-Effekten der G3-Geldpolitik auf die übrige Welt spielen die Wechselkursregime eine zentrale Rolle. In einem System mit völlig frei schwankenden Kursen ist Geldpolitik im Prinzip eine rein binnenwirtschaftliche Angelegenheit. Übermäßig starke monetäre Impulse dürften sich tendenziell in Anpassungen der nominalen Wechselkurse niederschlagen. Doch das bestehende internationale Gefüge entspricht kaum einem lehrbuchgerechten System frei schwankender Wechselkurse. Teilweise ähnelt es sogar einem System fester Wechselkurse. Viele aufstrebende Volkswirtschaften intervenieren an den Märkten, um ihre Wechselkurse gegenüber den G3-Währungen innerhalb einer relativ kleinen Bandbreite zu halten, weil sie Bedenken hinsichtlich volatiler Wechselkurse hegen oder weil sie die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland sichern oder die Auswirkungen von Wechselkursbewegungen auf andere binnenwirtschaftliche Ziele wie eine niedrige und stabile Inflation, ausgewogenes Wachstum und Finanzstabilität abfedern wollen. Darüber hinaus bilden die großen Bestände der Nicht-G3-Länder an internationalen Währungsreserven einen Rückkopplungsmechanismus, durch den die Wirtschaftspolitik der aufstrebenden Volkswirtschaften auf die G3 durchschlagen kann. Die Erlöse wurden nämlich in den meisten Fällen für den Ankauf von auf Dollar lautenden Vermögenswerten wie US-Schatztitel verwendet. Sonst wären auch die langfristigen Zinsen in den USA vermutlich höher, obwohl sich dies nur schwer konkret belegen lässt (Kapitel VI). Natürlich haben nicht nur Nicht-G3-Länder diese Politik verfolgt, sondern auch Japan.

Wechselkurse als  
Transmissionskanal

Die Ähnlichkeiten zwischen dem derzeitigen internationalen Währungsgefüge und früheren – formelleren – weltweiten Wechselkurssystemen wie dem Goldstandard oder dem Bretton-Woods-System legen nahe, aus diesen Erfahrungen zu lernen. Der Goldstandard z.B. funktionierte gut, solange die wichtigsten Volkswirtschaften eine glaubwürdige Geld- und Fiskalpolitik verfolgten, die im Wesentlichen der vorgegebenen Konstellation der Wechselkurse entsprach. Bei Ungleichgewichten kam es entweder zu ausgleichenden Goldströmen, oder die maßgeblichen Zentralbanken erhöhten ihre Auslandskredite, um die Konjunktur zu dämpfen. Die Systeme erwiesen sich jedoch mit der Zeit als anfällig gegenüber Wechselkursanpassungen; sie brachen schließlich zusammen, als die Wechselkurse nicht mehr mit den

Lehren aus der  
Vergangenheit

gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten übereinstimmten. De facto wurden die zur Aufrechterhaltung der bestehenden Systeme notwendigen Anpassungen bei den inländischen Löhnen und Güterpreisen als zu kostspielig eingeschätzt.

Welche wichtigen Folgerungen ergeben sich für die Geldpolitik von heute? Wenn die G3-Zentralbanken bei einer expansiven Geldpolitik bleiben und andere Länder nicht bereit sind, Aufwärtskorrekturen der nominalen Wechselkurse hinzunehmen, dann dürften sich die Zentralbanken der Nicht-G3-Länder veranlasst sehen, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben, als es sonst der Fall wäre. Hierfür dürfte es zwei Möglichkeiten geben: Erstens könnten die Zentralbanken die Leitzinsen senken. Zweitens könnten sie sterilisierte Interventionen vornehmen, wie dies in einigen Fällen bereits geschieht. Derartige Maßnahmen könnten im Idealfall zwar dazu beitragen, die Aufwertung in Grenzen zu halten, doch dürften sie nicht ausreichen, mittelfristig einen Anstieg der Inflation oder übermäßige Bewegungen der Preise von Vermögenswerten zu verhindern. Das Dilemma für die Geldpolitik besteht darin, zu entscheiden, ob es sich lohnt, diese längerfristigen Risiken in Kauf zu nehmen, um auf kurze Sicht die positiven Effekte eines höheren Wachstums zu nutzen.

Folgerungen für die Geldpolitik

Sollte eine rasche Erhöhung der weltweiten Liquidität darüber hinaus zum Aufbau finanzieller Ungleichgewichte in verschiedenen Teilen der Welt führen, dürfte die Finanzlage vieler Volkswirtschaften bei einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen anfälliger werden. Es gibt in der Tat Hinweise darauf, dass bei der jüngsten Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften zum Teil zu wenig differenziert vorgegangen wurde. Glücklicherweise haben die aufstrebenden Volkswirtschaften anders als früher generell Schritte unternommen, um ihre Finanzinfrastruktur und ihre Liquiditätsposition zu stärken, doch muss der entsprechende Anpassungsprozess nicht unbedingt reibungslos vonstatten gehen.

Finanzielle Schwachstellen

Sollte der Aufbau übermäßiger globaler Liquidität als potenziell folgenreich beurteilt werden, könnte ihm mit verschiedenen Maßnahmen entgegengewirkt werden. Wenn die Nicht-G3-Volkswirtschaften die Hauptlast der Anpassungen zu tragen hätten, müssten sie eine Aufwertung ihrer Währungen oder die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen akzeptieren. Wären es dagegen die G3, dann wäre eine etwas straffere Geldpolitik im Inland angezeigt. Bei einem umfassenderen Ansatz könnten sich G3 und Nicht-G3-Länder einfach an ein glaubwürdiges internationales Rahmenwerk flexibler bestimmter Wechselkurse binden, wie dies kürzlich bei einer Sitzung der G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten vorgeschlagen wurde. In der Praxis dürfte dies allerdings vermutlich auch eine gewisse Verständigung über die Wirtschaftspolitik beinhalten. Die asiatischen Länder z.B. wären vielleicht nicht unbedingt bereit, eine Aufwertung ihrer Währungen zuzulassen, wenn sie überzeugt wären, dass das Haushaltsdefizit und die niedrige inländische Sparquote in den USA die Hauptursachen der vielen beunruhigenden Ungleichgewichte wären.

Möglicherweise geldpolitische Korrekturen notwendig

## Kommunikation in der Geldpolitik

Im Berichtszeitraum ist deutlich geworden, wie wichtig eine klare Kommunikation für die Geldpolitik ist. Es ist allgemein anerkannt, dass eine gute

Schlüsselrolle  
einer klaren  
Kommunikation

Kommunikationspolitik die institutionelle Unabhängigkeit der Zentralbanken stärken und die Wirksamkeit der Geldpolitik steigern kann. Dies ist einer der Gründe, warum sich die Zentralbanken in den letzten zehn Jahren zunehmend um eine klare Kommunikation bemüht haben. Fest steht aber auch, dass es für die Gestaltung einer guten Kommunikationsstrategie keine Patentlösung gibt; bei der Feinabstimmung ihrer Mitteilungen sind die Zentralbanken unterschiedlichen Sachzwängen ausgesetzt, die sie bei der Anpassung ihrer Kommunikationspolitik wohl auch in Zukunft vor Herausforderungen stellen werden.

#### *Die Bedeutung guter Kommunikation*

Klare  
Kommunikation ...

Klare Kommunikation spielt im Zusammenhang mit dem institutionellen geldpolitischen Rahmenkonzept einer Zentralbank eine entscheidende Rolle, weil die Zentralbank damit ihre Transparenz, ihr Verantwortungsbewusstsein und ihre Glaubwürdigkeit unter Beweis stellen kann. Diese drei Eigenschaften sind miteinander verknüpft und verstärken sich im Idealfall gegenseitig.

... fördert  
Transparenz ...

Eine größere geldpolitische Transparenz kann das Verantwortungsbewusstsein und die Glaubwürdigkeit der Zentralbank positiv beeinflussen und Unsicherheiten bezüglich ihrer Ziele, Strategien und Beschlüsse abbauen. Eine klare Kommunikation ist ihrerseits entscheidend für größere Transparenz. Dabei ist jedoch zu beachten, dass mehr Information nicht unbedingt größere Transparenz bedeutet; ein Mehr an Information kann manchmal einen trügerischen Eindruck von Genauigkeit vermitteln oder die Informationsempfänger ganz einfach überfordern. Die geldpolitischen Entscheidungsträger müssen daher wissen, mit welchen Informationen sie ihre Ansichten am besten wiedergeben und wie sie diese der Öffentlichkeit am besten kommunizieren.

... Verantwortungsbewusstsein ...

Transparenz und Verantwortungsbewusstsein gehen Hand in Hand. Verantwortungsbewusstsein bedeutet für eine Zentralbank, dass sie klar vermitteln muss, was sie tut und warum. Dies geht jedoch über die engen Ziele der Stabilisierung von Inflation oder Produktion hinaus. Wegen der potenziellen – positiven wie negativen – Wohlfahrtseffekte der Geldpolitik muss die Zentralbank sowohl dem Staat als auch der Öffentlichkeit verantwortungsbewusst Rechenschaft ablegen. Dies fördert das Vertrauen und stellt den natürlichen Gegenpol zur Unabhängigkeit der Zentralbank dar. Darüber hinaus bestätigen Studien eine positive Beziehung zwischen der Unabhängigkeit der Zentralbank und wohlfahrtssteigernden Ergebnissen bei Inflation und Produktion.

... und  
Glaubwürdigkeit

Genauso kann eine größere Transparenz zu mehr Glaubwürdigkeit beitragen. Letztlich gewinnt die Zentralbank an Glaubwürdigkeit, indem sie die Rahmenbedingungen fördert, unter denen die besten wirtschaftlichen Ergebnisse erzielt werden können. Doch Glaubwürdigkeit kann sich schneller etablieren, wenn ausreichend Informationen zur Verfügung gestellt werden, anhand deren die Öffentlichkeit beurteilen kann, inwieweit die Geldpolitik konsequent geplant und umgesetzt wird bzw. ob geldpolitische Maßnahmen und Ziele der Zentralbank miteinander im Einklang stehen.

Eine klare Kommunikation kann ferner die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöhen. Eine wichtige geldpolitische Lehre aus den Erfahrungen der letzten

drei Jahrzehnte besteht darin, dass die Erwartungen des privaten Sektors die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen entscheidend beeinflussen. Gut verankerte Erwartungen des privaten Sektors tragen z.B. dazu bei, die Wirtschaft gegenüber vorübergehenden Angebots- und Nachfrageschocks widerstandsfähiger zu machen und die Notwendigkeit antizyklischer Korrekturen, die in einem weniger transparenten Umfeld die Volatilität erhöhen könnten, zu reduzieren. Das heißt, dass die Zentralbank ihre Ziele am ehesten erreicht, wenn sie die kurzfristigen Zinssätze angemessen festlegt und versucht, die Erwartungen der Öffentlichkeit so zu steuern, dass ihr geldpolitischer Kurs gestärkt wird. Umgekehrt ist es wenig wahrscheinlich, dass die Geldpolitik ihre angestrebten Ziele in vollem Umfang erreicht, wenn die geldpolitischen Maßnahmen vom privaten Sektor falsch verstanden werden.

Klare Kommunikation erhöht Wirksamkeit der Geldpolitik ...

... ergänzt dadurch geldpolitische Maßnahmen ...

Die Zentralbank kann z.B. zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen, indem sie die Unsicherheit des privaten Sektors bezüglich des geldpolitischen Rahmenwerks mindert. In der Vergangenheit war es hingegen nicht ungewöhnlich, dass eine Zentralbank einen strategischen Vorteil darin sah, Informationen über Beschlüsse und weitere Absichten zurückzuhalten. Diese Verschwiegenheit seitens der Zentralbank gründete sich im Wesentlichen auf die Annahme, dass geldpolitische Maßnahmen wirksamer sein könnten, wenn sie von der Öffentlichkeit nicht antizipiert würden. Doch mit der Zeit hat sich diese Sichtweise überholt. Inzwischen gilt die Überzeugung, dass mit geldpolitischen Maßnahmen, die der Öffentlichkeit gegenüber genau erläutert werden, eine zusätzliche Quelle von Unsicherheit bei den Entscheidungen des privaten Sektors eliminiert wird. Strukturell haben die schnelle Entwicklung der Finanzmärkte und ihre wachsende Bedeutung bei der geldpolitischen Transmission zu dieser veränderten Sichtweise beigetragen, denn Preise und Renditen von Vermögenswerten sind sehr reagibel gegenüber Erwartungen hinsichtlich geldpolitischer Maßnahmen.

... und reduziert gesamtwirtschaftliche Volatilität

Allgemein heißt es, dass Taten mehr zählen als Worte. Doch im Falle der Kommunikation einer Zentralbank können Worte wichtiger sein als Taten, wenn die Zentralbank den Ruf hat, Versprechen einzuhalten. Das zurückliegende Jahr bot gute Beispiele für potenzielle Vorteile einer klaren Kommunikation. Im Vereinigten Königreich und in Australien veranlassten z.B. Bedenken hinsichtlich finanzieller Ungleichgewichte die Märkte, die längerfristigen Zinsen in die Höhe zu treiben, noch bevor die Zentralbank geldpolitische Schritte unternahm, weil diese ihre Intentionen bereits signalisiert hatte. In gewisser Weise entsprach die Klarstellung ihrer zukünftigen geldpolitischen Absichten einer verbalen Straffung: Die Erwartungen des privaten Sektors schlugen sich in vorausschauendem Verhalten nieder, das wiederum zu einem strafferen geldpolitischen Kurs beitrug, als es sonst der Fall gewesen wäre.

### *Trends zu größerer Offenheit*

Inzwischen herrscht bei den Zentralbanken bezüglich der meisten Aspekte der Geldpolitik generell ein großes Maß an Offenheit. Tabelle IV.1 zeigt eine Übersicht über die derzeitigen Kommunikationspraktiken. Etwas vereinfacht dargestellt, lassen sie sich zwei Kategorien zuordnen: Maßnahmen zur Ver-

Zentralbanken heute offener ...

besserung der Wirksamkeit der Geldpolitik und Maßnahmen zur Erhöhung des Verantwortungsbewusstseins, wobei sich die zweite Kategorie noch weiter in Informationen über geldpolitische Beschlüsse und Informationen über die Beurteilung der Wirtschaftslage durch die Zentralbank unterteilen lässt.

Die Tabelle zeigt eine große Übereinstimmung unter den Zentralbanken hinsichtlich bestimmter strategischer Elemente, deren Ziel es ist, die geldpolitischen Beschlüsse transparenter zu machen. Hierzu gehören z.B. die Festlegung expliziter kurzfristiger Ziele für Instrumente und die öffentliche Bekanntgabe geldpolitischer Beschlüsse (z.B. Pressemitteilungen). Zudem geben die meisten Zentralbanken nunmehr regelmäßig ausführliche Stellungnahmen heraus, in denen sie ihre Einschätzung der derzeitigen wirtschaftlichen Lage und der weiteren Entwicklung darlegen. Weniger einig sind sich die Zentralbanken jedoch in Bezug auf die Detailliertheit und den Zeitpunkt von Erläuterungen der geldpolitischen Beschlüsse. So veröffentlichen nicht alle Zentralbanken die Sitzungsprotokolle, und wenn, dann mit unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung.

Meldungen von Zentralbanken									
	G3			Länder mit Inflationsziel					
	US	EZB	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Verantwortungsbewusstsein									
Quantitative Inflationsziele <sup>1</sup>	nein	ja	nein	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Berichte an Legislative <sup>2</sup>	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Geldpolitische Beschlüsse									
Sofortige Bekanntgabe	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja <sup>3</sup>	ja
Pressekonferenzen	nein	ja	ja	nein	nein	ja	nein	ja	ja <sup>4</sup>
Pressemitteilungen	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Herausgabe von Sitzungsprotokollen <sup>5</sup>	ja	nein	ja	ja	.	.	nein	ja	nein
Veröffentlichung der genauen Abstimmungsergebnisse	ja	nein	ja	ja	.	.	nein	ja	nein
Beurteilung der Wirtschaftslage									
Berichte zur Geldpolitik	H <sup>6</sup>	M	M	V	V	V	V	V	V
Veröffentlichung von Prognosen	H	H	H	V	V	V	V	V	H
Quantitative Risikoeinschätzung	nein	nein	nein	ja	nein	nein	nein	ja	nein

AU = Australien; CA = Kanada; CH = Schweiz; GB = Vereinigtes Königreich; JP = Japan; NZ = Neuseeland; SE = Schweden; US = USA. M = monatlich; V = vierteljährlich; H = halbjährlich.

<sup>1</sup> EZB, Schweiz: Definition der Preisstabilität; Vereinigtes Königreich: Punktziel; Kanada, Schweden: Punktziel mit Toleranzintervall; Neuseeland: Inflationszielband; Australien: Zielband für durchschnittliche mittelfristige Inflation. <sup>2</sup> USA: Bericht an/Rede vor dem Kongress; EZB: Bericht an/Rede vor den EU-Behörden; Japan, Kanada: Bericht an/Rede vor dem Parlament; Vereinigtes Königreich: Bericht an den Ausschuss des Schatzamts; Neuseeland: Bericht an/Anhörung durch die Legislative; Australien: Bericht an das Parlament/Rede vor dem Ausschuss des Repräsentantenhauses; Schweden: Bericht an/Anhörung durch das Parlament (Finanzausschuss); Schweiz: keine rechtlichen Grundlagen, aber periodische Berichterstattung an die Parlamentsausschüsse. <sup>3</sup> Herausgabe einer Pressemitteilung am Tag nach der Beschlussfassung durch das Direktorium. <sup>4</sup> Nach der Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Juni und Dezember. <sup>5</sup> Zeitliche Verzögerung: 5–8 Wochen (USA); 1 Monat (Japan); 13 Tage (Vereinigtes Königreich); 2 Wochen (Schweden). <sup>6</sup> Der *Monetary Policy Report* erscheint halbjährlich, das *Beige Book* achtmal pro Jahr.

Quelle: Zentralbanken. Tabelle IV.1

### Auswertung bisheriger Erfahrungen

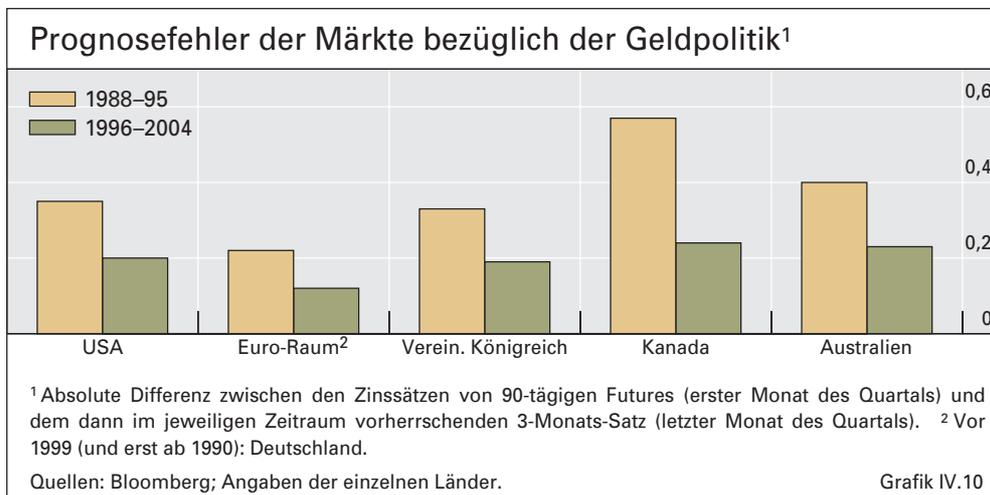
Soweit die Änderungen der Kommunikationspolitik in den letzten zehn Jahren eine größere Klarheit hinsichtlich der Absichten der Zentralbanken bewirkt haben, müssten – unter sonst unveränderten Bedingungen – die Leitzinsen berechenbarer geworden sein. Dies bestätigt im Wesentlichen denn auch die Auswertung der bisherigen Erfahrungen.

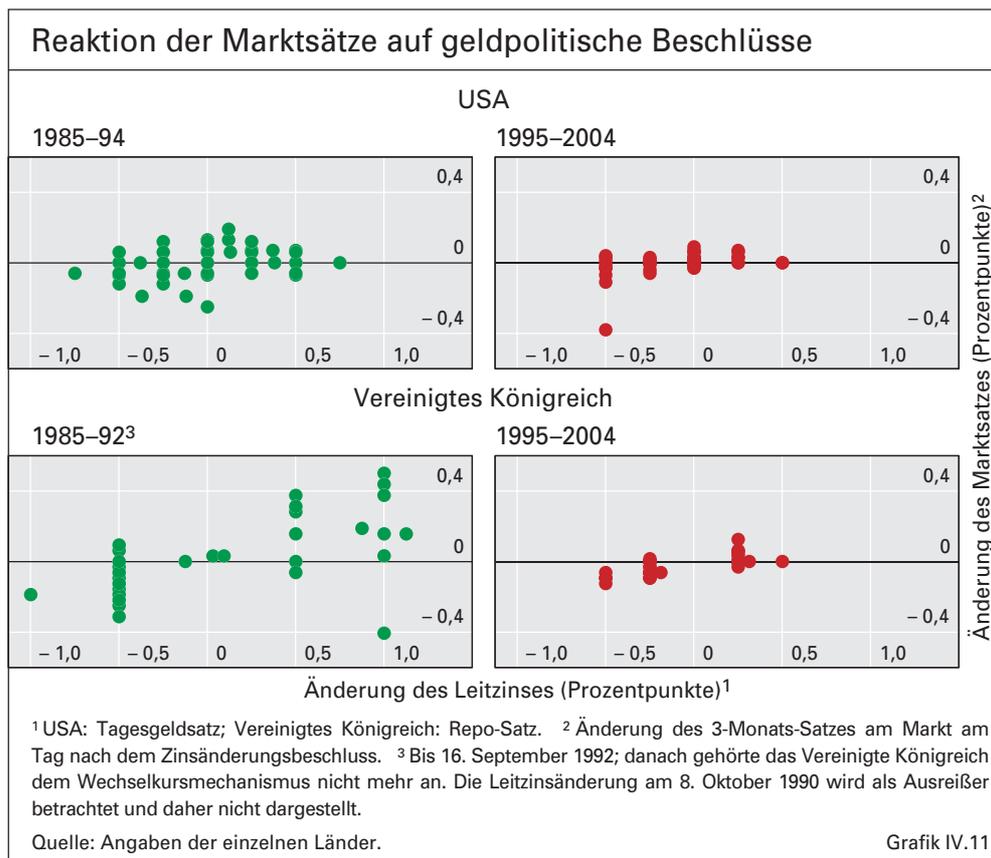
... und Geldpolitik vorhersehbarer

Insbesondere zwei Belege sprechen für eine größere Vorhersehbarkeit. Die durchschnittlichen Prognosefehler bezüglich der kurzfristigen Zinsen haben seit Mitte der neunziger Jahre, gemessen anhand von Terminmarktsätzen, abgenommen (Grafik IV.10). Ein ähnliches Bild zeigt die Reaktion der Marktzinsen zum Zeitpunkt von Zinsbeschlüssen: Aus Grafik IV.11 ist ersichtlich, dass die 3-Monats-Zinsen am Geldmarkt seit 1995 auf Ankündigungen der Geldpolitik weniger stark reagieren, was im Einklang mit der Vermutung steht, dass die Märkte die geldpolitischen Beschlüsse besser antizipieren.

Obwohl eine verbesserte Kommunikation die Handlungen der Zentralbanken vorhersehbarer gemacht haben dürfte, sollte nicht übersehen werden, dass die Kommunikationsstrategien der Zentralbanken einen Informationsfluss in beide Richtungen berücksichtigen. Die Zentralbanken geben Informationen über geldpolitische Maßnahmen und über ihre zukünftigen Absichten heraus; der private Sektor reagiert darauf und gibt Rückmeldungen darüber, wie die Informationen aufgenommen werden. Eine gute Kommunikationspolitik zeichnet sich gewissermaßen dadurch aus, dass sich die Zentralbank und der private Sektor in ihren Einschätzungen einander annähern. Dies dürfte ein Umfeld fördern, in dem die besten wirtschaftlichen Ergebnisse erzielt werden können. Doch manchmal werden die Finanzmärkte den geldpolitischen Entscheidungsträgern signalisieren, dass sie eine andere Auffassung haben, was die weitere Entwicklung der Geldpolitik betrifft. In diesen entscheidenden Phasen, wenn die Märkte vom Pfad abweichen, sollte die Zentralbank sie vielleicht wieder dorthin zurückführen. Sanfter Druck von einer auf Transparenz bedachten Zentralbank wird außerdem im Allgemeinen einem radikalen Kurswechsel einer undurchsichtig operierenden Notenbank vorgezogen. Natürlich

Kommunikation in beiden Richtungen





müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger in derartigen Situationen auch ernsthaft darüber nachdenken, ob die Vorstellungen der Märkte von einer angemessenen künftigen Geldpolitik nicht vielleicht passender sind als ihre eigenen. Genau darum geht es bei einer Kommunikation in beiden Richtungen.

#### Gründe für unterschiedliche Kommunikationsstrategien

Patentlösungen gibt es keine

Zwar ist bei den Zentralbanken ein einheitlicher Trend zu mehr Transparenz in den meisten geldpolitischen Belangen festzustellen, doch es darf nicht überraschen, dass weiterhin wesentliche Unterschiede bestehen. Die Geschichte, das Zielpublikum und die wirtschaftlichen Herausforderungen sind für die jeweilige Zentralbank einzigartig und tragen zur Gestaltung der optimalen Kommunikationsstrategie bei. Patentlösungen gibt es keine.

Unterschiede:  
– Geschichte

Erstens: Für Zentralbanken mit einer langen und beständigen Wirkungsgeschichte, aus der sich das geldpolitische Rahmenkonzept und die wahrscheinliche Reaktion auf volkswirtschaftliche Ereignisse mit einiger Sicherheit ableiten lassen, dürfte eine explizite Kommunikation von weniger großer Bedeutung sein. Es lässt sich argumentieren, dass die lange Geschichte der Federal Reserve und insbesondere das Verhalten des FOMC in den letzten rund zehn Jahren umfangreiche Anhaltspunkte für die US-Geldpolitik der nächsten Zeit liefern. Die EZB als junge Institution sowie kleinere Industrieländer mit neuen Inflationszielstrategien wären dagegen aufgefordert, umfassender über ihr geldpolitisches Rahmenkonzept zu informieren.

– Zielpublikum

Zweitens: Die Art der nachgefragten Informationen ist bei jeder Zentralbank unterschiedlich. Dies ist zum Teil zielgruppenbedingt. Beispielsweise

müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger in Ländern, in denen die Finanzmärkte bei der Transmission geldpolitischer Maßnahmen eine relativ wichtige Rolle spielen (z.B. in den USA), wohl in erster Linie sicherstellen, dass die Finanzmärkte ungehinderten Zugang zu Informationen haben, die die Preise von Vermögenswerten wesentlich beeinflussen könnten. In Ländern, in denen eher die Banken die Finanzintermediation dominieren, ist diese Art von Informationen möglicherweise weniger wichtig. Dort dürfte sich die Zentralbank vielmehr stärker der breiten Öffentlichkeit zuwenden, die sich in ihren längerfristigen Berufs-, Spar- und Investitionsentscheidungen darauf verlassen können soll, dass sich die Zentralbank der Preisstabilität verpflichtet hat.

Drittens: Länderspezifische konjunkturelle Faktoren können ebenfalls Unterschiede in der Kommunikationspraxis der Zentralbanken bedingen. Die Bank of Japan hat z.B. auf das deflationäre Umfeld reagiert, indem sie ausführlich über ihre unkonventionelle Geldpolitik informierte und sich auch vorausschauend dazu äußerte, wann von diesem Kurs wieder abgewichen werden könnte. Etwas weniger ausführlich äußerte sich auch die Federal Reserve im vergangenen Jahr zu möglichen geldpolitischen Maßnahmen im Falle einer unerwünschten Deflation. Unter wiederum anderen Umständen konzentrierte sich die Bank of England eher darauf, ihre geldpolitischen Optionen angesichts möglicherweise untragbarer Preissteigerungen beim Wohneigentum zu erläutern.

– besondere  
Umstände

#### *Herausforderungen an die Kommunikation*

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass die Zentralbanken bemüht sind, ihre Kommunikationsstrategien ständig zu verbessern. Sie lernen auch gegenseitig voneinander, wie es der Trend zu Strategien mit Inflationsziel bewiesen hat, dem viele Zentralbanken weltweit gefolgt sind. Die Nutzung neuer Arten der Kommunikation und die Verbesserung bestehender Strategien bleiben die Grundlagen für weitere Fortschritte. Dies mag zwar einfach klingen, die Kommunikationsstrategien von Zentralbanken sind jedoch unterschiedlichen Sachzwängen unterworfen.

Weitere Fortschritte  
sind wichtig,  
aber ...

Selbst wenn die Zentralbanken im Prinzip bereit wären, mehr Informationen zur Verfügung zu stellen, kann es gute praktische Gründe geben, dies nicht zu tun. Abgesehen von der natürlich nicht angemessenen Veröffentlichung vertraulicher Informationen, die den zukünftigen Informationsfluss an die geldpolitischen Entscheidungsträger zum Versiegen bringen könnte, ist eine Verbesserung des Kommunikationssystems nicht gratis. Klare Kommunikation erfordert Zeit und Geld und nimmt Zentralbankressourcen in Anspruch. Eine realistische Kosten/Nutzen-Analyse könnte ergeben, dass die Veröffentlichung bestimmter Arten von Informationen einfach nicht wirtschaftlich ist. Darüber hinaus profitieren die Beratungen in den geldpolitischen Sitzungen sehr stark von den eingehenden und offenen Diskussionen. Eine zu große Transparenz, d.h. wenn die Sitzungen beispielsweise in den Medien übertragen oder die vollständigen Niederschriften sofort nach Fertigstellung verbreitet würden, könnte kontraproduktiv sein. Ähnlich könnte mehr Transparenz bezüglich der geldpolitischen Überlegungen, der Abstimmungsergebnisse etc. die Medien dazu verleiten, Meinungsunterschiede der Sitzungs-

... kostspielig ...

... und zu viel  
Offenheit könnte  
geldpolitischer  
Debatte schaden

teilnehmer übertrieben darzustellen, was wiederum den internen Diskussionen eine politische Dimension verleihen könnte. Insgesamt legen diese Erwägungen nahe, dass die Zentralbanken sorgfältig prüfen müssen, welche Informationen sie zur Verfügung stellen.

Inhärente  
Einschränkungen:

Eine weitere wichtige Frage ist, wie die Zentralbank der Öffentlichkeit die beabsichtigte Botschaft am besten vermitteln kann. Dies stellt aus verschiedenen Gründen eine Herausforderung dar. Erstens ist ein Text möglicherweise nicht präzise formuliert und kann unterschiedlich ausgelegt werden, insbesondere wenn die geldpolitischen Entscheidungsträger bestrebt sind, sich kurz zu fassen. Als Beispiel sei auf die jüngsten Änderungen des Sprachgebrauchs bei den nach FOMC-Sitzungen herausgegebenen Pressemitteilungen verwiesen. Seit Mitte 1999 veröffentlichte der Ausschuss zusammen mit dem Ziel für den Tagesgeldsatz eine Tendenzaussage („bias“), die die voraussichtlichen Zielabweichungen bis zur nächsten Sitzung des FOMC signalisierte. Die tiefere Absicht hinter der Aussage wurde von den Finanzmärkten jedoch nicht immer richtig verstanden. Deshalb ist seit Februar 2000 in der Pressemitteilung nicht mehr von einer Tendenzaussage, sondern von einem Verhältnis der Risiken („balance of risks“) die Rede. Damit soll dargelegt werden, welche Inflations- und Produktionsentwicklung der FOMC für wahrscheinlich hält, und zwar für einen Zeithorizont, der über die nächste Sitzung hinausreicht. Um die Mitteilung kurz zu halten, muss der FOMC seine Worte bei der Darlegung seiner Auffassung noch dazu sehr genau abwägen. Die Erfahrungen im Berichtszeitraum legen nahe, dass selbst geringfügige Änderungen in der Erklärung zum Verhältnis der Risiken eine heftige und bisweilen unerwünschte Reaktion der Märkte hervorrufen können. Es mag stattdessen angezeigt scheinen, eine längere Erklärung abzugeben, die ausführlicher darauf eingeht, unter welchen Bedingungen bestimmte geldpolitische Maßnahmen getroffen würden, doch diese würde zwangsläufig zeitlich verzögert, also nicht unmittelbar nach der FOMC-Sitzung veröffentlicht werden. Zudem könnte sie die Reagibilität der Märkte gegenüber sich abzeichnenden wirtschaftlichen Entwicklungen unangemessen verstärken.

– Sprachgebrauch

– Schwierigkeit der  
Einbeziehung  
sämtlicher  
denkbaren Szenarien

Zweitens bemühen sich die Zentralbanken zwar um Klarheit und Berechenbarkeit unter normalen Umständen, doch dürften sie es weder als machbar noch als wünschenswert erachten, sämtliche denkbaren Szenarien und ihre etwaigen Reaktionen darauf zu beschreiben. Denn zum einen sind die Ereignisse im Voraus nie genau abzuschätzen, zum anderen wollen die Zentralbanken vermeiden, dass die Erörterung extremer Szenarien die Öffentlichkeit unangemessen beeinflussen und an den Finanzmärkten für Unruhe sorgen könnte. Hinzu kommt wohl, dass die Öffentlichkeit nicht unbedingt willens bzw. fähig ist, komplexe Analysen und umfassende geldpolitische Informationen in vollem Umfang zu verarbeiten.

– möglicher  
Glaubwürdigkeits-  
konflikt

Drittens stellt sich, da ein zentrales Element einer Kommunikationsstrategie die Glaubwürdigkeit ist, eine ironische Frage: Können Zentralbanken zu viel Glaubwürdigkeit haben? Erfolg kann für eine Zentralbank auch zum Problem werden: Ist sie zu glaubwürdig, misst die Öffentlichkeit den geldpolitischen Stellungnahmen vielleicht mehr Bedeutung bei, als von der Zentralbank beabsichtigt. Dies ist möglicherweise insbesondere dann relevant, wenn

sich die geldpolitischen Entscheidungsträger zu wenig wahrscheinlichen Szenarien äußern, die dann in der Öffentlichkeit unverhältnismäßig aufgebauscht werden. Dann könnte mit zu vielen Informationen letztlich die Glaubwürdigkeit der Zentralbank beeinträchtigt werden. Ein anderes Beispiel wäre, dass die Märkte die Einschätzungen der Zentralbank über die notwendige zukünftige Entwicklung der Geldpolitik einfach übernehmen. Dies könnte die oben angesprochene beidseitige Kommunikation aushebeln.

Der Nutzen einer verbesserten Kommunikation kann beträchtlich sein, doch die Erfahrung zeigt, dass er sich eher mit behutsamen und vorsichtigen Schritten als im Schnellgang verwirklichen lässt.

## V. Devisenmärkte

### Schwerpunkte

Die bemerkenswerteste Entwicklung an den Devisenmärkten im Jahr 2003 und Anfang 2004 war die fortgesetzte allgemeine Talfahrt des US-Dollars. Er wertete gegenüber dem Euro und mehreren anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen deutlich ab. Besonders ausgeprägt waren die Verluste gegenüber dem Pfund Sterling, dem australischen und dem kanadischen Dollar sowie dem Neuseeland-Dollar, während sich die Abwertung gegenüber dem Yen und den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften Asiens in Grenzen hielt. Von Februar bis Mitte Mai 2004 kehrte sich der Abwärtstrend des US-Dollars zum Teil um.

Während des Berichtszeitraums schienen die Bewegungen der Wechselkurse vor allem von drei Faktoren bestimmt. Erstens war die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer gegenüber dem wachsenden Leistungsbilanzdefizit der USA und der veränderten Zusammensetzung seiner Finanzierung für die Abschwächung des Dollars ganz entscheidend. Zweitens hatten Zinsdifferenzen in einem Umfeld weltweit reichlich vorhandener Liquidität und unsicherer Trends an den Aktienmärkten weiterhin erheblichen Einfluss auf die Wechselkursbewegungen, wobei das Streben nach Renditen oftmals in Carry Trades zum Ausdruck kam. Drittens begrenzten die beispiellosen Interventionen des japanischen Finanzministeriums und der umfangreiche Reservenaufrüstung mehrerer Zentralbanken in anderen Ländern Asiens die Abwertung des Dollars gegenüber den asiatischen Währungen. Wie in vorangegangenen Jahren achteten die Marktteilnehmer besonders auf die Wechselkurspolitik der chinesischen Währungsbehörden.

Die Bedeutung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA und der Akkumulation von Währungsreserven in Asien wird in der zweiten Hälfte des Kapitels näher untersucht. Eine empirische Analyse der mit den Leistungsbilanzkorrekturen seit Mitte der siebziger Jahre verbundenen Finanzierungsströme zeigt, dass es bei Kapitalströmen verschiedener Kategorien während dieser Anpassungsphasen zu kräftigen Ausschlägen kam. Eine Analyse der Entwicklungen in den USA um 1987 legt jedoch mit Blick auf die etwas anderen heutigen Bedingungen den Schluss nahe, dass sich nicht zuverlässig vorhersagen lässt, auf welche Weise sich die Korrektur des aktuellen Ungleichgewichts in der US-Leistungsbilanz vollziehen wird, vor allem auch angesichts der Bedeutung, die den Kapitalströmen des öffentlichen Sektors gegenwärtig zukommt. Die herkömmlichen Bestimmungsfaktoren der offiziellen Währungsreserven liefern zwar durchaus Erklärungen für das Ausmaß des in Asien zu beobachtenden Reservenaufrüstung, doch gibt es auch Indizien dafür, dass sich die Gründe für diese

Akkumulation von Währungsreserven in den letzten beiden Jahren verändert haben.

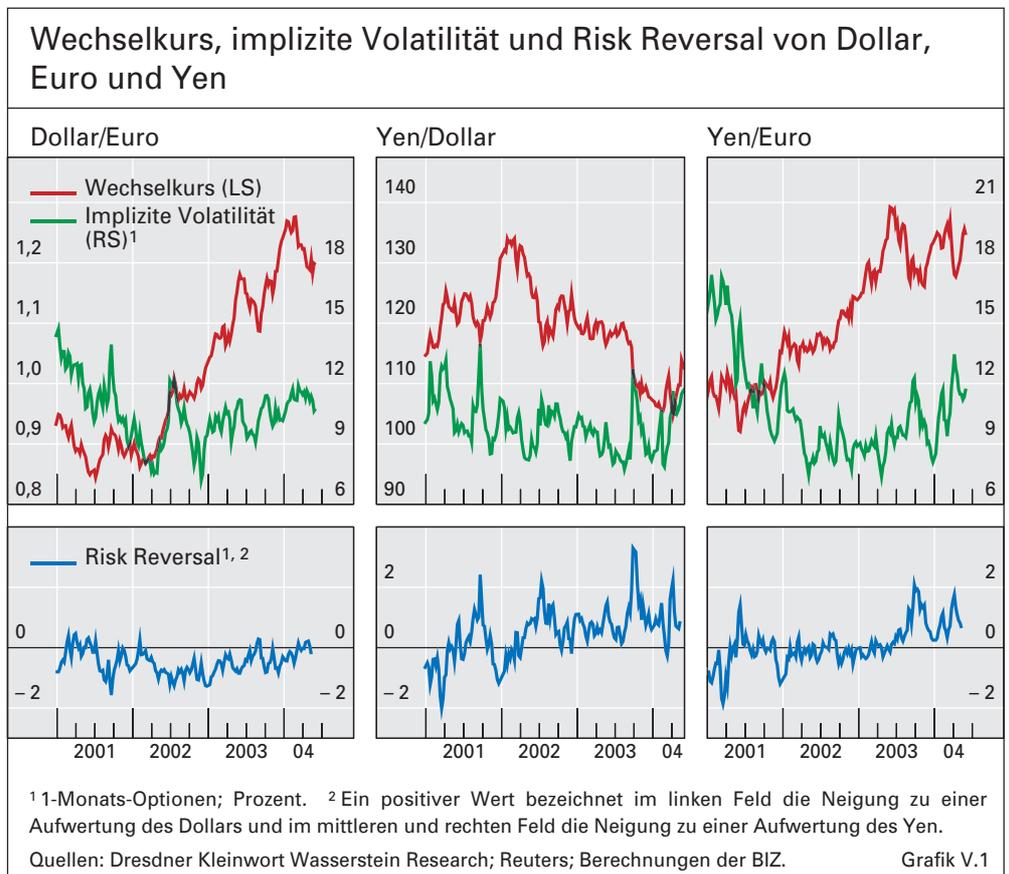
Die Devisenmärkte waren während des Berichtszeitraums von einem ungewöhnlich steilen Anstieg des Gesamtumsatzes geprägt, für den in erster Linie spekulative Akteure verantwortlich waren. Eine bemerkenswerte Ausnahme bildete der Yen/Dollar-Markt, dessen Liquidität offenbar abnahm.

### Wechselkursbewegungen: die Fakten

Der US-Dollar wertete von Januar 2002 bis Anfang 2004 auf breiter Front ab und begann dann wieder an Boden zu gewinnen (Grafik V.1). Zwischen seinem Höchststand im Januar 2002 und seinem Tiefpunkt im Februar 2004 büßte er auf nominaler effektiver Basis 22% ein. Im gleichen Zeitraum werteten der Euro um 12% und der Yen um rund 6% auf. Von Mitte Februar bis Mitte Mai 2004 gewann der Dollar auf nominaler effektiver Basis 6% zurück, während der Euro um 2% und der Yen um 4% nachgab.

Abwertung des Dollars auf breiter Front ...

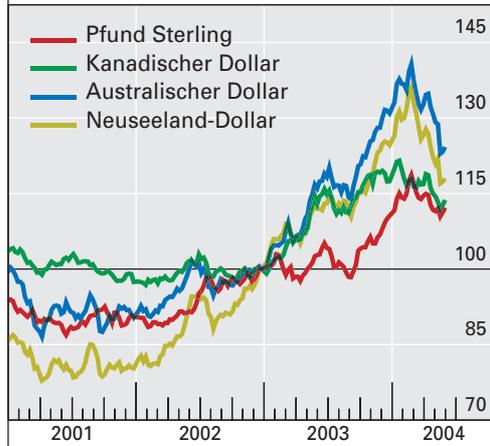
Von Januar 2002 bis Februar 2004 verlor der Dollar 43% gegenüber dem Euro, der am 17. Februar 2004 mit \$ 1,29 den höchsten Wert seit seiner Einführung erreichte. Während dieses Zeitraums wertete der Dollar auch gegenüber anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen ab, insbesondere gegenüber dem Pfund Sterling (30%), dem australischen und dem kanadischen Dollar (51% bzw. 20%) sowie dem Neuseeland-Dollar (64%) (Grafik V.2). Auch die Währungen mehrerer aufstrebender Volkswirtschaften



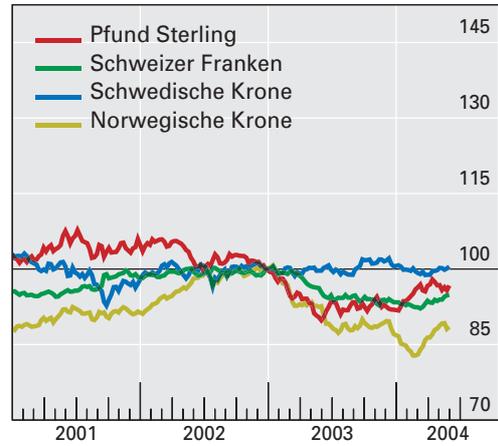
## Wechselkurse anderer Industrieländer

Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100

Gegenüber dem US-Dollar



Gegenüber dem Euro



Anmerkung: Anstieg = Aufwertung.

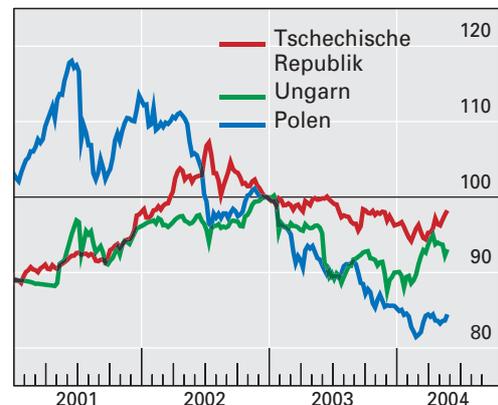
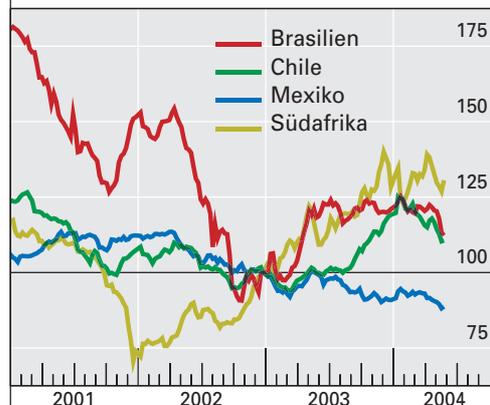
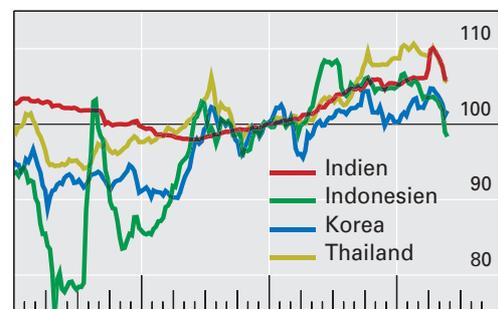
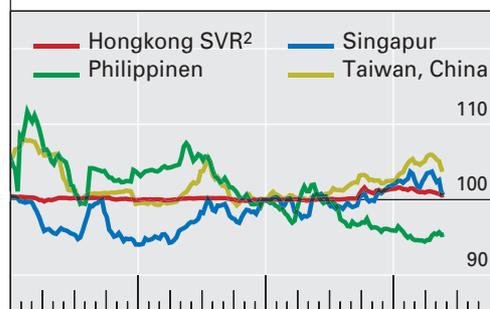
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Grafik V.2

– vor allem der Real, der Rand und der chilenische Peso – legten gegenüber dem Dollar deutlich zu (Grafik V.3). Im Juli/August 2003 verlief die Aufwertung weniger einheitlich, da die Marktteilnehmer jeweils auf verschiedene Veränderungen der erwarteten und der tatsächlichen Leitzinsen reagierten.

## Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften<sup>1</sup>

Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100



<sup>1</sup> Gegenüber dem US-Dollar (rechtes unteres Feld: gegenüber dem Euro); Anstieg = Aufwertung gegenüber dem Dollar bzw. Euro. Linkes unteres Feld: komprimierte Skala. <sup>2</sup> 12-Monats-Terminkurs.

Quellen: EZB; Bloomberg; Datastream.

Grafik V.3

Von Mitte Februar bis Mitte Mai 2004 kehrte sich der Abwärtstrend des US-Dollars teilweise um. Das Erreichen der Talsohle fiel mit Kommentaren von offizieller Seite zusammen, die auf die zuletzt verzeichnete übermäßige Volatilität der Wechselkurse hinwiesen. In der Folge legte der Dollar etwa 6% gegenüber dem Euro zu. Entsprechende Abwärtsbewegungen verzeichneten auch das Pfund Sterling (-8%) und der kanadische Dollar (-6%), während der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar um 14% bzw. 15% abwerteten.

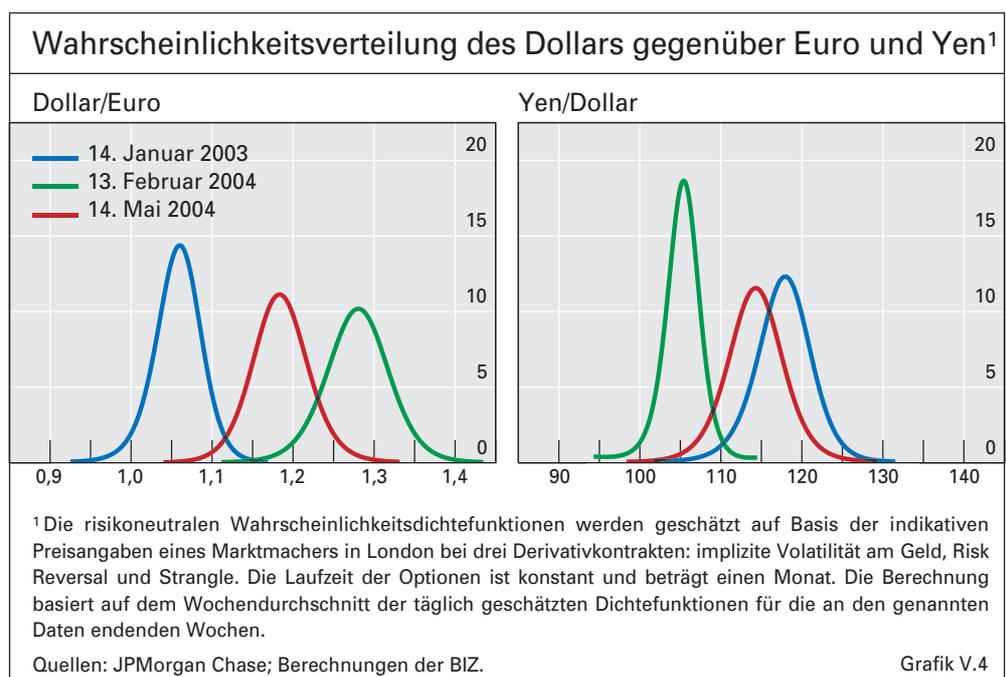
... kehrte sich ab Februar 2004 teilweise um

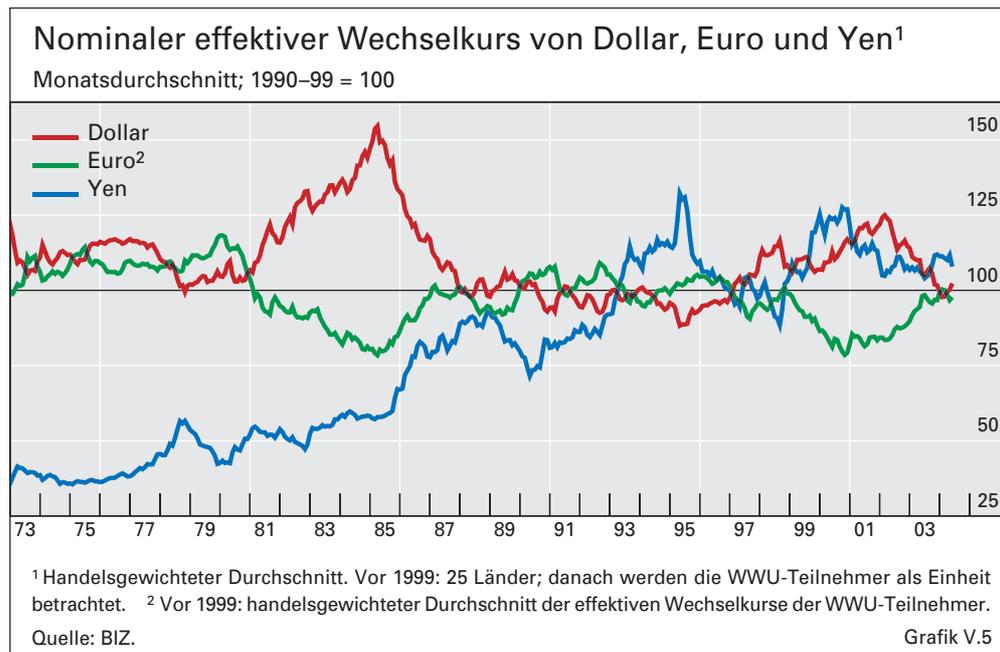
Die wichtigsten Ausnahmen vom allgemeinen kräftigen Aufwertungs-trend gegenüber dem US-Dollar bis zum Februar 2004 bildeten der Yen und die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien. Eine Reihe asiatischer Währungen sind an den US-Dollar gekoppelt, insbesondere der Renminbi und der Hongkong-Dollar, doch selbst andere, nicht an den US-Dollar gebundene Währungen werteten in diesem Zeitraum weit verhaltener auf als etwa der Euro oder das Pfund Sterling.

Begrenzte Aufwertung asiatischer Währungen gegenüber dem Dollar

Die Umkehr des Abwärtstrends des Dollars ging mit sichtbaren Stimmungsumschwüngen an den Märkten einher. Während eines großen Teils des Jahres 2003 waren die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des künftigen Dollar-Wechselkurses, gemessen am Mittelwert der geschätzten risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, weiter rückläufig gewesen. Darüber hinaus war die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Risikoverteilung zwischen einem viel stärkeren und einem viel schwächeren Dollar, gemessen an der Schiefe dieser Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, deutlich zugunsten des schwächeren Dollars ausgefallen (Grafik V.4), insbesondere am Dollar/Euro-Markt. Anfang 2004 begannen sich diese Erwartungen zu verändern. Von Februar bis Mitte Mai ließen die Optionspreise erkennen, dass der Markt den Dollar weniger negativ beurteilte. Die zuvor beobachtete Schiefe verschwand weitgehend, und der Markt stufte einen erheblichen Kursanstieg und eine beträchtliche Schwächung des Dollars als etwa gleich wahrscheinlich ein.

Erheblicher Stimmungsumschwung an den Märkten





Zwei bemerkenswerte Veränderungen der Marktbedingungen

Marktteilnehmern zufolge sind diese allgemeinen Wechselkursbewegungen im Zusammenhang mit zwei bemerkenswerten Entwicklungen an den Devisenmärkten zu sehen. Die erste war der kräftige generelle Umsatzzuwachs – ein Trend, der bereits Anfang 2001 eingesetzt hatte. Meldungen zufolge war er im Wesentlichen auf die stärkere Aktivität der mit geliehenen Mitteln operierenden Anleger zurückzuführen. Besonders auffallend war die gesteigerte Aktivität von Makro-Hedge-Fonds, deren Strategien auf der Bewertung von Fundamentaldaten wie z.B. Zinsdifferenzen basieren, und von „momentum players“, die in der Regel den Trends der Preise von Vermögenswerten folgen. Auch institutionelle Anleger und die Finanzabteilungen von Unternehmen waren offenbar viel aktiver als zuvor. Am Dollar/Euro-Markt schien der Umsatz am stärksten zuzunehmen. Die Liquiditätsbedingungen an den meisten Devisenmärkten dürften sich während des Berichtszeitraums nicht nennenswert geändert haben; die Liquidität blieb generell sehr hoch. Die zweite bemerkenswerte Entwicklung im Jahr 2003 waren Händlern zufolge der Rückgang der Aktivität und das gleichzeitig niedrigere Liquiditätsniveau am Yen/Dollar-Markt im Gegensatz zu den anderen wichtigen Marktsegmenten, erkennbar an geringeren Handelsvolumina und engeren Intraday-Handelsspannen. Diese Veränderungen wurden mit der ausgeglicheneren Risikokonstellation in Zusammenhang gebracht, die aufgrund von systematischen Interventionen der Behörden an diesem Markt entstanden war.

Längerfristige Perspektive

Trotz der großen Ausschläge der Wechselkurse während des Berichtszeitraums sind zwei Aspekte unter einem längerfristigen Blickwinkel von Interesse. Erstens sind die drei Hauptwährungen auf nominaler effektiver Basis derzeit sehr nah an ihrem Durchschnittswert der neunziger Jahre (Grafik V.5). Zweitens wertete der Dollar von Januar 2002 bis Februar 2004 weit weniger ab als Mitte der achtziger Jahre, als er – nach einer Überbewertung in der ersten Hälfte des Jahrzehnts – sowohl gegenüber dem Yen als auch gegenüber der D-Mark rund 50% einbüßte.

## Wechselkursbewegungen: die Bestimmungsfaktoren

Die allgemeinen Tendenzen der Wechselkursbewegungen während des Berichtszeitraums waren offenbar von drei Hauptfaktoren bestimmt: dem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht der USA, Zinsdifferenzen und der Wechselkurspolitik in Asien.

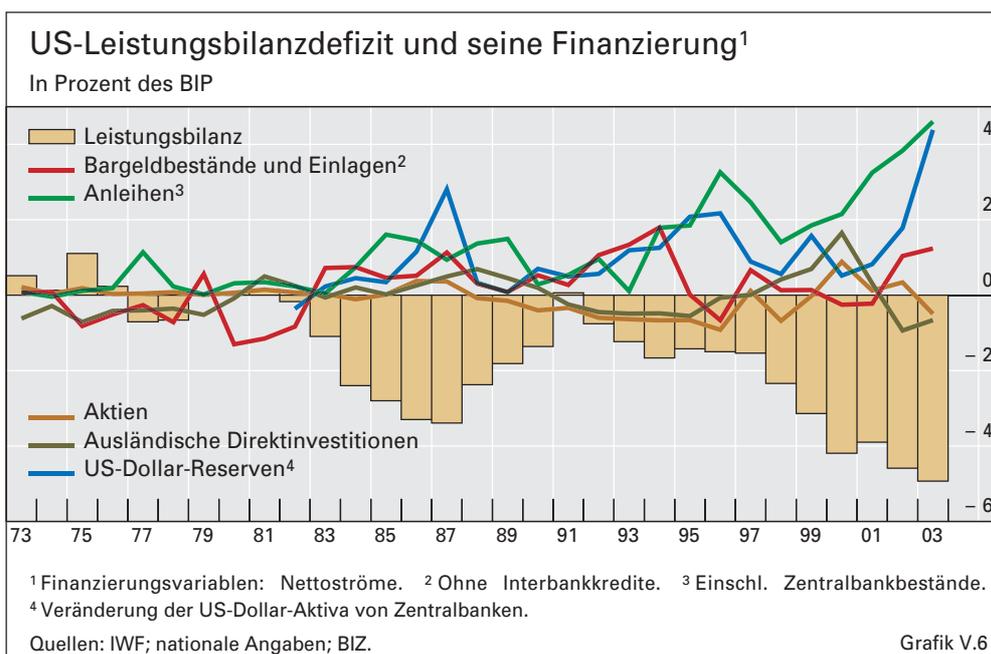
Drei Haupteinflüsse auf Wechselkursbewegungen

### Das Leistungsbilanzdefizit der USA

Wie bereits 2002 war die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer gegenüber dem wachsenden US-Leistungsbilanzdefizit der wichtigste Bestimmungsfaktor für die Talfahrt des Dollars bis Februar 2004. Im Jahr 2003 erreichte das Defizit 5% des US-BIP (Grafik V.6), und die US-Nettoauslandsverbindlichkeiten stiegen gemessen am BIP auf 25%. Trotzdem stellten die zunehmenden Auslandsschulden keine wesentliche Belastung für die USA dar, denn ihre internationalen Vermögenswerte rentierten höher als ihre Verbindlichkeiten, und sie erzielten weiterhin positive Nettoerträge.

Bis Februar 2004 Märkte auf US-Leistungsbilanzdefizit konzentriert

Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA dürfte sich vor allem durch seinen Einfluss auf die allgemeine Stimmung an den Märkten auf den Dollar ausgewirkt haben, da es Anlass zu der verbreiteten Erwartung gab, dass eine Abwertung notwendig sein werde. Zu dieser Erwartung führten zwei miteinander verbundene Überlegungen. Erstens erschien es angesichts des weiter steigenden US-Haushaltsdefizits wahrscheinlich, dass noch über einen längeren Zeitraum als ursprünglich erwartet ein großes Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren sein würde. Darüber hinaus wurde die Ursache des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts zunehmend nicht mehr in einem hohen Volumen produktiver Investitionen, sondern in einer unzureichenden gesamtwirtschaftlichen Ersparnis gesehen. Zweitens legten Veränderungen in der Zusammensetzung der Finanzierungsströme in die USA – ein geringerer Anteil privater Zuflüsse und dabei wiederum ein geringerer Anteil von Aktien und



ausländischen Direktinvestitionen – die Vermutung nahe, dass die Bereitschaft des privaten Sektors, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, allmählich nachließ (Grafik V.6).

Eine entscheidende Frage ist, auf welche Weise sich eine Korrektur des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA vollziehen würde. Einige geordnete Veränderungen des Wechselkurses und der Kapitalströme haben in den letzten beiden Jahren bereits stattgefunden. Nun stellt sich die Frage, ob sich dies fortsetzen wird oder ob die Wahrscheinlichkeit einer ungeordneten Anpassung der Kapitalströme besteht, die zu Störungen an den Finanzmärkten führen könnte. Anhaltspunkte hierfür liefert z.B. eine Analyse der Entwicklung der Kapitalströme während früherer Leistungsbilanzkorrekturen (s. weiter unten).

### Zinsdifferenzen

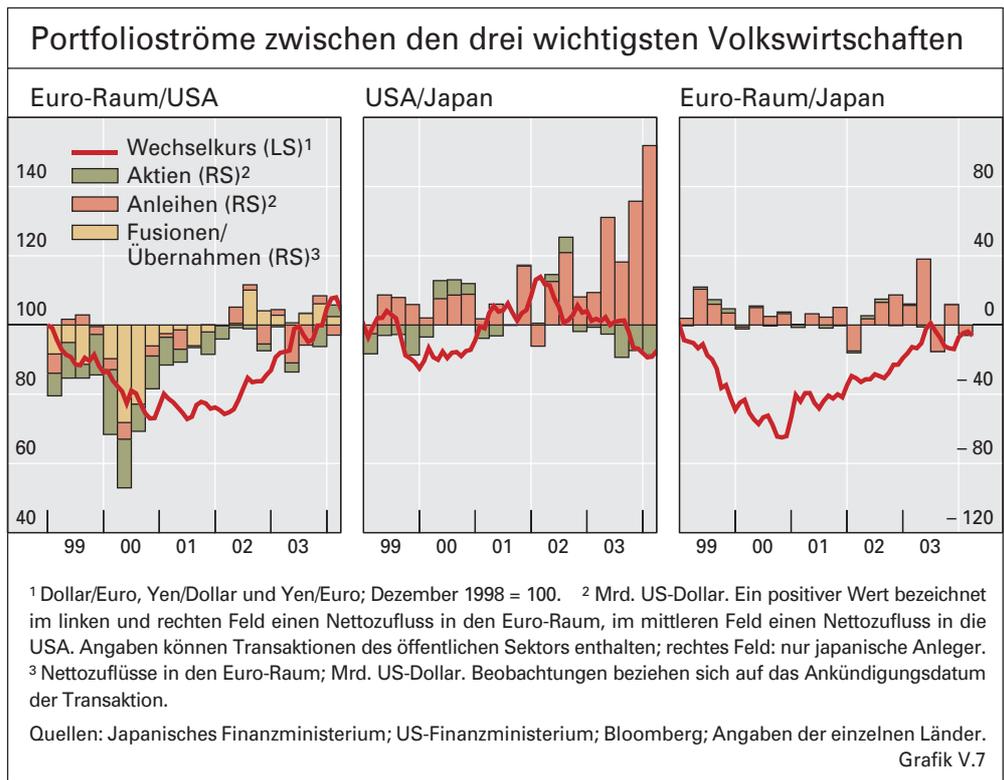
Einfluss von  
Zinsdifferenzen auf  
Kapitalströme und  
Wechselkurse

Den zweiten zentralen Bestimmungsfaktor der Wechselkursbewegungen bildeten die Zinsdifferenzen. Die Korrelation zwischen Wechselkursbewegungen und tatsächlichen wie auch erwarteten Zinsdifferenzen war in vielen Volkswirtschaften offensichtlich (Tabelle V.1). Innerhalb der G3 stützte sich die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar und dem Yen von Januar 2002 bis Februar 2004 auf die Tatsache, dass der Euro-Raum die höchsten Zinssätze aufwies und somit renditebedingte Kapitalzuflüsse anzog (Grafik V.7). Im Vereinigten Königreich trugen relativ hohe und weiter steigende Zinssätze zur Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Dollar und dem Yen bei.

Am spürbarsten waren die Auswirkungen der Zinsdifferenzen an den Märkten für den australischen Dollar, den Neuseeland-Dollar und, in geringerem Ausmaß, den kanadischen Dollar (Grafik V.2), die traditionell auch durch die Rohstoffpreise beeinflusst werden. Bis Anfang 2004 gewannen die drei Währungen gegenüber dem US-Dollar deutlich an Boden. Die Aufwertung

Wechselkurse und Zinsdifferenzen								
	Dollar <sup>1</sup>		Euro <sup>1</sup>		Zinsdifferenz gegenüber			
					US-Sätzen <sup>2</sup>		Euro-Raum-Sätzen <sup>2</sup>	
	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04
Neuseeland	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australien	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Schweden	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Euro-Raum	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Schweiz	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Vereinigtes Königreich	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Norwegen	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Japan	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Kanada	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

<sup>1</sup> Kumulierte Veränderung in Prozent; positiver Wert = Abwertung gegenüber dem Dollar bzw. Euro. <sup>2</sup> 3-Monats-Sätze.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.1



des australischen Dollars und des Neuseeland-Dollars gegenüber dem Euro war allerdings begrenzt, trotz günstiger Zinsdifferenzen und eines Rohstoffpreisanstiegs um 39%. Der kanadische Dollar wertete gegenüber dem Euro sogar ab, obwohl die Renditen vergleichbar waren und sich die Rohstoffpreise positiv auswirkten.

Auch für die Währungen einer Anzahl aufstrebender Volkswirtschaften spielten das weltweite Renditenstreben und Zinsdifferenzen eine bedeutende Rolle. In einem Umfeld preisgünstiger Finanzierungen, wie es die niedrigen kurzfristigen Zinssätze anzeigen (Kapitel IV), und hoher Risikotoleranz, die an den geringen Zinsaufschlägen und dem starken Anleihenabsatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften erkennbar ist (Kapitel VI), neigten die Währungen von aufstrebenden Ländern mit positiver Zinsdifferenz zur Aufwertung gegenüber dem Dollar. Bemerkenswerte Beispiele hierfür waren der chilenische Peso, der von Anfang 2002 bis Anfang 2004 rund 9% zulegte, der Rand mit etwa 44% Wertzuwachs und der Real, der trotz einiger negativer Entwicklungen in Brasilien aufwertete.

Wie im Jahr zuvor waren Carry Trades ein bei den Anlegern beliebter Mechanismus, der dem Renditenstreben entgegenkam. Hierbei wird in einer niedrig rentierenden Währung geliehen und in einer hoch rentierenden Währung angelegt. Während des Berichtszeitraums operierten nicht nur Makro-Hedge-Fonds und Commodity Trading Advisers, sondern auch institutionelle Anleger und Wirtschaftsunternehmen mit solchen Strategien. Der US-Dollar, der Yen und der Schweizer Franken waren Berichten zufolge die drei wichtigsten Finanzierungswährungen; angelegt wurden die geliehenen Mittel vor allem in Pfund Sterling, australischen und kanadischen Dollar, Neuseeland-Dollar sowie mehreren Währungen aufstrebender Volkswirtschaften.

Beliebte  
Anlagestrategie:  
Carry Trades

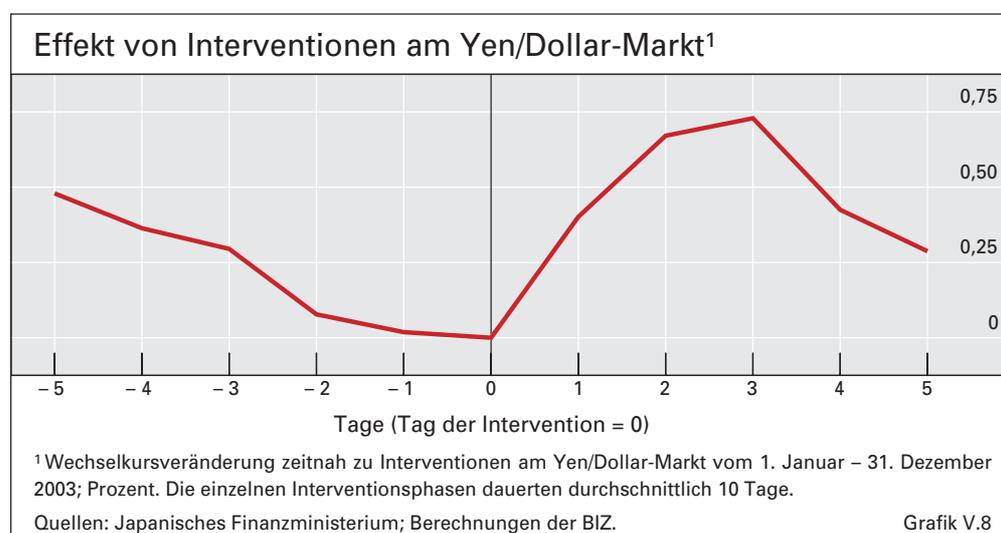
Trendwende  
Anfang 2004  
aufgrund  
veränderter  
geldpolitischer  
Erwartungen

Als sich der allgemeine Aufwärtstrend gegenüber dem US-Dollar Anfang 2004 abschwächte und in der Folge teilweise umkehrte, wurde der Einfluss der Zinsdifferenzen komplexer. Der Markt bewertete die Wahrscheinlichkeit von Änderungen der Leitzinsen in etlichen Ländern neu, und die Bedeutung der tatsächlichen Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor von Wechselkursänderungen nahm ab, während die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Differenzen an Bedeutung gewannen (Kapitel IV). Der Euro wurde nach seinem Höchststand im Februar 2004 deutlich schwächer, da die Marktteilnehmer angesichts günstiger Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten in den USA eine US-Leitzinsanhebung näher rücken sahen und einer Lockerung der Zinssätze im Euro-Raum allmählich eine größere Wahrscheinlichkeit beimaßen. Darüber hinaus erhöhten sich infolge der veränderten Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts eines geldpolitischen Kurswechsels in den USA die erwarteten Finanzierungskosten in US-Dollar; dies verringerte die Attraktivität von Carry Trades mit dem australischen Dollar und dem Neuseeland-Dollar erheblich und trug zu einer beträchtlichen Abwertung dieser Währungen gegenüber dem US-Dollar bei. Der kanadische Dollar sowie die norwegische und die schwedische Krone gaben ebenfalls nach, als die Leitzinssätze in diesen Ländern gesenkt wurden und die Marktteilnehmer eine weitere geldpolitische Lockerung erwarteten, denn nun war es weniger rentabel, Carry-Trade-Positionen bei Fälligkeit zu erneuern. Der Schweizer Franken wertete gegenüber dem Euro auf, als sich die Händler auf einen Anstieg der schweizerischen Zinsen einstellten und Carry Trades mit dem Schweizer Franken als Finanzierungswährung aufzulösen begannen. Bei anhaltenden Anzeichen für eine Erholung der japanischen Wirtschaft war die Bewegung des US-Dollars gegenüber dem Yen jedoch weniger ausgeprägt (Kapitel II).

#### Wechselkurspolitik in Asien

In Asien  
Wechselkurspolitik  
von großer  
Bedeutung

Ein dritter wichtiger Bestimmungsfaktor der Wechselkurse waren die im langfristigen Vergleich umfangreichen Interventionen, insbesondere in Asien (Tabelle V.2). Sie trugen dazu bei, den Aufwertungsdruck auf die Währungen in



Jährliche Veränderung der offiziellen Währungsreserven							
Mrd. US-Dollar							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Nachrichtlich: Stand Ende 2003
	Zu laufenden Wechselkursen						
Insgesamt	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3 010,9
Industrieländer	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1 103,6
USA	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Euro-Raum	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Japan	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asien	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1 208,1
China	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Hongkong SVR	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
Indien	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonesien	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Korea	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Philippinen	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Taiwan, China	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
Thailand	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
Lateinamerika <sup>1</sup>	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentinien	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brasilien	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Chile	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
Mexiko	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
Mittel- und Osteuropa <sup>2</sup>	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	Zu konstanten Wechselkursen <sup>3</sup>						
Insgesamt	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3 029,8
Reserven in US-Dollar	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2 092,7
Reserven in anderer Währung	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

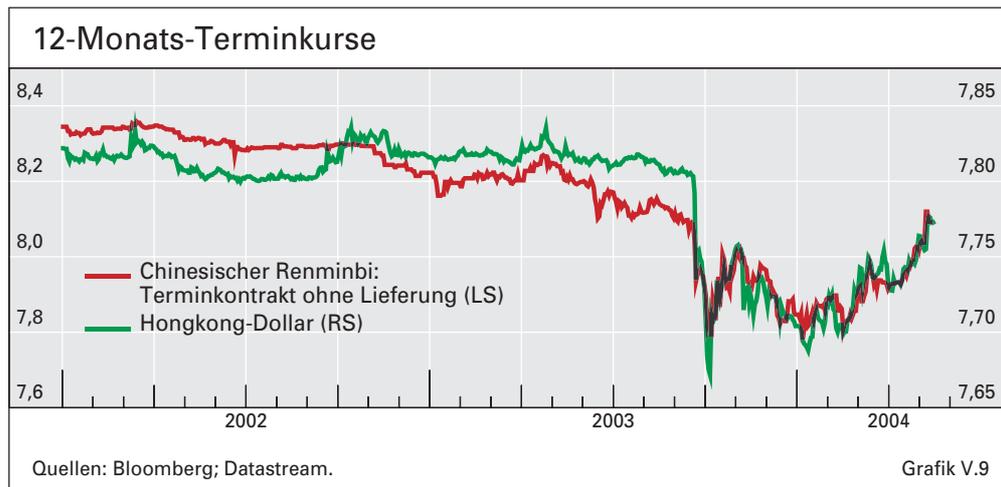
<sup>1</sup> Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Peru und Venezuela. <sup>2</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>3</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Periodenende.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle V.2

der Region zu verringern, warfen aber grundlegendere Fragen hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die Korrektur der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte auf (s. weiter unten). Aufgrund ihres absoluten Volumens standen die Interventionen in Japan und China im Rampenlicht.

In Japan kaufte das Finanzministerium von Januar 2003 bis März 2004 für \$ 316 Mrd. US-Vermögenswerte an – ein hohes Vielfaches von dem, was in früheren Jahren für ausländische Vermögenswerte aufgewendet worden war. Darüber hinaus zeigen Daten des Finanzministeriums, dass häufiger und über längere Zeiträume als bisher in den Markt eingegriffen wurde. Auf Devisenmarktinterventionen folgten jeweils spürbare Reaktionen des Yen, die darauf schließen ließen, dass die Interventionen – zumindest kurzfristig – Wirkung zeigten (Grafik V.8). Dieses Ergebnis könnte mit der Auffassung der Markt-

In Japan umfangreiche Devisenmarktinterventionen



teilnehmer in Zusammenhang stehen, dass die japanischen Behörden ihre Strategie geändert hätten und nun in großem Ausmaß intervenierten, um eine ausgeglichene Risikokonstellation am Markt zu erreichen.

Chinesische  
Währungsbehörden  
im Rampenlicht

In China akkumulierten die Währungsbehörden in ihren Bemühungen, den festen Wechselkurs gegenüber dem Dollar zu halten, beträchtliche Dollar-Reserven. Zwar wurde das Kursverhältnis gehalten, doch gab es am Markt für Terminkontrakte ohne Lieferung mehrmals Aufwertungsdruck (Grafik V.9), der darauf hindeutete, wie der Markt die Wahrscheinlichkeit beurteilte, dass die Wechselkurspolitik geändert würde. Der Hongkong-Dollar geriet zeitweise unter ähnlichen Druck, und im Dezember 2003 kam es zu einer kurzen Episode ungewöhnlicher Volatilität am Kassamarkt.

Auch in Indien, Korea und Taiwan, China, wuchsen die Dollar-Reserven beträchtlich, als die Behörden massiv intervenierten, um die Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar und damit dem Renminbi in Grenzen zu halten.

### Finanzierung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und Rolle der Währungsreserven

Veränderungen in der Zusammensetzung der privaten Kapitalzuflüsse in die USA und ein erneut gestiegener Anteil der staatlichen Mittelströme legten im Berichtszeitraum die Vermutung nahe, dass die privaten Anleger weniger bereit waren, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Dies wirft zwei Fragen auf. Erstens: Helfen Veränderungen in den Trends der privaten Finanzierungsströme und im Verhältnis zwischen privaten und staatlichen Kapitalströmen den Zeitpunkt einer Leistungsbilanzkorrektur zu prognostizieren? Zweitens: Wie verhalten sich die Kapitalströme, wenn die Korrektur des Leistungsbilanzdefizits einsetzt? Insbesondere, wie wahrscheinlich sind ungeordnete Veränderungen der Kapitalströme, die zu Störungen an den Finanzmärkten führen könnten? Um diesen Fragen nachzugehen, werden im Folgenden die Trends privater Finanzierungsströme und der Anteil der staatlichen Kapitalströme in 28 historischen Phasen wesentlicher Leistungsbilanzkorrekturen untersucht.

Finanzierungsströme und Leistungsbilanzkorrekturen	
	Veränderung der Finanzierungsströme entsprechend Leistungsbilanzkorrektur (Anteil Phasen in %)
Bestände Gebietsfremder an inländischen Schuldtiteln	89
Kredite von Gebietsfremden an Gebietsansässige	78
Bestände Gebietsfremder an Bargeld und Einlagen in Landeswährung	58
Bestände Gebietsansässiger an Bargeld und Einlagen in Fremdwährung	70
Direktinvestitionen im Inland	36
Direktinvestitionen im Ausland	35
Reserveaktiva	68
<p>Anmerkung: Eine Leistungsbilanzkorrektur wird hier wie folgt definiert: i) das Leistungsbilanzdefizit übersteigt vor der Korrektur 2% des BIP; ii) das durchschnittliche Defizit sinkt innerhalb von 3 Jahren um mindestens 2% des BIP und verringert sich um mindestens ein Drittel; iii) das größte Defizit in den 5 Jahren nach dem Tiefstand ist nicht größer als das kleinste Defizit in den 3 Jahren vor dem Tiefstand. Die Tabelle umfasst 28 Phasen der Leistungsbilanzkorrektur im Zeitraum 1974–2002: Australien (1989, 1999); Belgien (1981); Dänemark (1986); Finnland (1991); Frankreich (1982); Griechenland (1985); Irland (1981); Italien (1974, 1981, 1992); Kanada (1981, 1993); Neuseeland (1984); Norwegen (1977, 1986); Österreich (1977, 1980); Portugal (1981, 2000); Schweden (1980, 1992); Spanien (1976, 1981, 1991); USA (1987); Vereinigtes Königreich (1974, 1989).</p> <p>Quellen: IWF, <i>Balance of Payments Statistics</i>; Schätzungen der BIZ. <span style="float: right;">Tabelle V.3</span></p>	

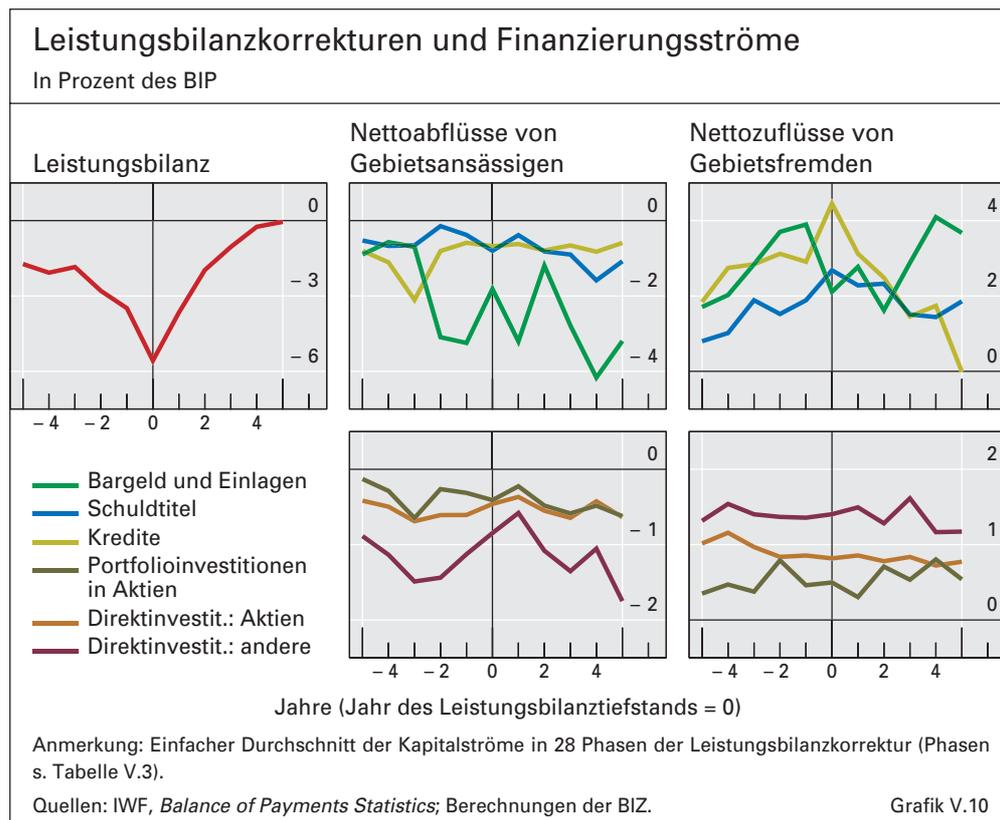
### Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern seit 1973

Die 28 wesentlichen und dauerhaften Leistungsbilanzkorrekturen in Industrieländern seit dem Jahr 1973 (Tabelle V.3) waren durch zwei Hauptmerkmale gekennzeichnet. Erstens neigte das Defizit im Durchschnitt zur Umkehr, wenn es Werte um 4–5% des jeweiligen BIP erreichte. Zweitens ging der Anpassungsprozess im Allgemeinen sowohl mit einer Abwertung der Landeswährung als auch mit einer deutlichen Abschwächung des Wirtschaftswachstums einher. Auch der Mechanismus, durch den sich das US-Leistungsbilanzdefizit in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre umkehrte, folgte im Wesentlichen diesem Muster.

Die Trends der Finanzierungsströme lassen anscheinend keine zuverlässige Prognose des Zeitpunkts oder der Merkmale von Leistungsbilanzkorrekturen zu. Dies zeigen die Durchschnittswerte der einzelnen Kategorien von Finanzierungsströmen während der fünf Jahre vor dem Leistungsbilanztiefstand in allen 28 betrachteten Phasen (Grafik V.10). Zwar veränderte sich im Durchschnitt das Verhalten einiger Kategorien von Finanzierungsströmen innerhalb dieses Zeitfensters, doch es gibt – auch bei den staatlichen Kapitalströmen – kaum Indizien für eine systematische Trendänderung unmittelbar vor Beginn der Phase, in der sich die Leistungsbilanzkorrektur vollzog. Die einzige Ausnahme bildeten Bargeldbestände und Einlagen Gebietsfremder, die meist ein Jahr vor dem Beginn der Leistungsbilanzkorrektur einen Höchststand erreichten. Somit sagen die 2003 beobachteten Veränderungen in der Zusammensetzung der Finanzierungsströme in die USA möglicherweise nicht viel über den Zeitpunkt der Korrektur der US-Leistungsbilanz aus.

Historische  
Leistungsbilanz-  
korrekturen

Kaum Anzeichen für  
systematische  
Trendänderung bei  
Finanzierungs-  
strömen vor ...



... aber teilweise während der Korrektur

Dagegen weisen die 28 betrachteten Phasen hinsichtlich der Trendänderungen bei den Kapitalströmen, die zeitgleich mit der Korrektur des Leistungsbilanzdefizits auftraten, mehrere interessante Gemeinsamkeiten auf. Erstens waren die Anpassungen bei den primär von Zinsdifferenzen bestimmten volatileren Kapitalflüssen generell am stärksten. Im Einzelnen gingen Bargeld-, Einlagen- und Schuldtitelbestände – nachdem sie mit dem Leistungsbilanzdefizit angewachsen waren – während der Korrektur in der Regel deutlich zurück (Tabelle V.3). Die stabileren Ströme ausländischer Direktinvestitionen – sowohl Abflüsse als auch Zuflüsse – verhielten sich ähnlich, veränderten sich jeweils aber weniger stark. Portfolioinvestitionen in Form von Aktienkäufen, die gemeinhin als volatil gelten, zeigten dagegen im Durchschnitt keine wesentliche Veränderung.

Zweitens war die Korrektur in hohem Maße vom Verhalten Gebietsfremder bestimmt. Die Auslandsbestände an Landeswährungseinlagen und an inländischen Schuldtiteln sowie die Kredite von Gebietsfremden an Gebietsansässige veränderten sich während der Leistungsbilanzkorrektur erheblich. Diese Arten von Kapitalströmen stiegen vor der Umkehr des Defizits generell an und wurden danach meistens schwächer. Dagegen veränderte sich nur ein einziger Finanzierungsstrom von Gebietsansässigen – die Bestände an Fremdwährungseinlagen – während dieser Phasen systematisch.

Drittens betrafen die Veränderungen in der Finanzierung der Leistungsbilanzen weitgehend die privaten Kapitalströme. Auch die Währungsreserven des jeweiligen Landes neigten zu Veränderungen, vor allem infolge von Devisenmarktinterventionen zur Stützung der Landeswährung und/oder von Wechselkurseffekten. Wichtig ist allerdings, dass – mit Ausnahme der USA – in

allen Ländern, in denen wesentliche Leistungsbilanzkorrekturen erfolgten, Ankäufe inländischer Vermögenswerte durch ausländische staatliche Stellen von geringem Umfang waren und somit bei den Korrekturen keine nennenswerte Rolle spielten.

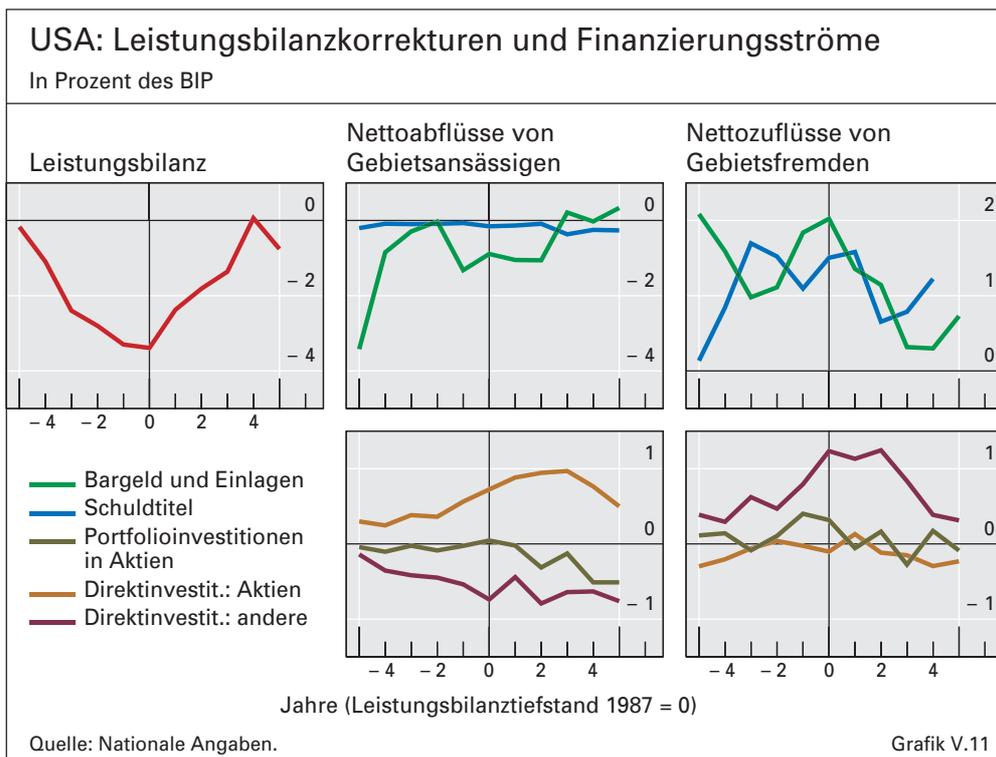
Viertens schließlich vollzogen sich die hier beschriebenen Veränderungen in der Zusammensetzung der Finanzierungsströme zumeist auf geordnete Weise. Eine bemerkenswerte Ausnahme war die Leistungsbilanzkorrektur 1992 in Schweden, die mit einem drastischen Abzug von Bargeldbeständen und Einlagen durch Gebietsfremde in der Größenordnung von 10% des BIP und einem ebenso drastischen Einbruch der Auslandskredite einherging.

Das Verhalten der privaten Finanzierungsströme während der Umkehr des US-Leistungsbilanzdefizits Mitte der achtziger Jahre war in mehrfacher Hinsicht ähnlich wie in den Korrekturphasen in anderen Ländern (Grafik V.11). Erstens waren es um 1987 ebenfalls die ausländischen Einlagen (von Gebietsansässigen wie Gebietsfremden) sowie die US-Schuldtitel im Besitz von Gebietsfremden, die sich deutlicher veränderten. Diese Kategorien von Finanzierungsströmen tendierten vor 1987 aufwärts und in den folgenden drei Jahren abwärts. Zweitens trugen auch Direktinvestitionen von Gebietsfremden zu der Korrektur bei. Drittens verliefen die Veränderungen der privaten Kapitalflüsse ebenso geordnet. Der Rückgang der Zuflüsse geschah allmählich, und bei keiner Kategorie von Finanzierungsströmen überstieg die kumulierte Veränderung von 1987 bis 1990 einen Wert von 2% des US-BIP.

Allerdings gibt es einen bedeutenden Unterschied zwischen den USA und anderen Industrieländern: Da der Dollar die vorherrschende internationale Reservewährung ist, besteht ein erheblicher Teil der Währungsreserven außerhalb der USA aus in Dollar denominierten Vermögenswerten. Anders als in

Ähnlichkeiten zwischen USA und anderen Ländern ...

... doch wesentlicher Unterschied in der Bedeutung von Währungsreserven



allen anderen Ländern, die Leistungsbilanzkorrekturen verzeichneten, waren deshalb in den USA im Jahr 1987, aber auch in der aktuellen Situation die Dollaranlagen (vor allem in Anleihen) durch staatliche Stellen im Ausland während der Umkehr des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts zu einem beträchtlichen Teil für die Finanzierung des Defizits verantwortlich (Grafik V.6). Damals wie heute wuchsen die staatlichen Dollar-Reserven zunächst merklich an, als der Dollar unter dem Gewicht des zunehmenden Defizits nachgab. 1987 kehrte sich die Akkumulierung von Währungsreserven dann um, als sich die US-Leistungsbilanz verbesserte und der externe Finanzierungsbedarf zurückging. Verglichen mit diesem Präzedenzfall könnte der steile Anstieg der Dollar-Reserven in den letzten zwei Jahren daher die Frage aufwerfen, ob das aktuelle US-Leistungsbilanzdefizit kurz vor einer Korrektur steht.

Wechselkurspolitik heute ganz anders als Mitte der achtziger Jahre

Im Hinblick auf die staatlichen Finanzierungsströme unterscheidet sich die aktuelle Entwicklung in den USA allerdings erheblich von den achtziger Jahren. Mitte der achtziger Jahre begann der Dollar nach einer Phase der Überbewertung zu fallen. 1986 und 1987 unternahmen die Währungsbehörden der G7 eine konzertierte Anstrengung, der raschen Abwertung des Dollars Einhalt zu gebieten, die im Louvre-Abkommen vom Februar 1987 gipfelte. Auf diese Weise bauten vor allem Japan, Deutschland und andere Industrieländer mit gegenüber dem Dollar frei schwankenden Währungen Dollar-Reserven auf. Als sich der Dollar auf weit niedrigerem Niveau stabilisierte, wurden die koordinierten Interventionen eingestellt. Im Gegensatz hierzu war der Reservenaufrüstung der letzten beiden Jahre das Ergebnis einseitiger Interventionen durch die Währungsbehörden in Japan und aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die den Fall des Dollars abfingen und dadurch die Korrektur der US-Leistungsbilanz begrenzten. Ihre wechselkurspolitischen Maßnahmen erfolgten nicht koordiniert, sondern vielmehr in gegenseitiger Abhängigkeit.

### *Die Rolle von Währungsreserven*

Um Interventionen dieser Art besser zu verstehen, ist es hilfreich, die Rolle von Währungsreserven zu betrachten. Warum werden Reserven gehalten, und was erklärt das derzeitige Vorgehen? Inwieweit war die Akkumulierung von Reserven ein eigenständiges Ziel bzw. ein Nebenprodukt des Strebens nach binnen- oder außenwirtschaftlichem Gleichgewicht? Was sind die Folgen für die Tragfähigkeit der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits? Wie sich die Anhäufung großer Reservenbestände auf das inländische Finanzsystem auswirkt, wird in Kapitel III untersucht.

Bei festen Wechselkursen: Reserven von großer Bedeutung

In Ländern mit (offiziell oder de facto) festen Wechselkursen spielen Währungsreserven eine Schlüsselrolle. Sie werden von den Währungsbehörden eingesetzt, um den festen Wechselkurs der Landeswährung aufrechtzuerhalten, wenn Abwertungsdruck entsteht, z.B. infolge von Kapitalabflüssen. Entsprechend akkumuliert die Zentralbank Reserven, um einem Aufwertungsdruck auf ihre Währung entgegenzuwirken. Wenn es keine Kapitalverkehrskontrollen und Zinssatzänderungen gibt, bestimmen somit die Bemühungen der Währungsbehörden, die Wechselkursbindung zu halten, den Umfang der Reserven. Wenn die Kapitalzuflüsse bzw. -abflüsse nicht nachlassen, könnte auch der Zinssatz als Instrument eingesetzt werden.

In Ländern mit frei schwankenden Wechselkursen ist die Rolle der Reserven weit weniger klar definiert, und hier ist es sinnvoll, zwei Fälle zu unterscheiden. Im ersten Fall streben die Währungsbehörden ein bestimmtes Reservevolumen an, das mehreren Zielsetzungen genügen soll. Ein wichtiges Ziel besteht darin, über genügend Reserven für Interventionen zu verfügen, um die Liquidität am Devisenmarkt aufrechtzuerhalten. Dies verringert eine unerwünschte Volatilität und ermöglicht eine reibungslose Anpassung des Wechselkurses. Ein weiterer möglicher Zweck ist die Schaffung eines Reservenpolsters, das die Kreditwürdigkeit eines Landes an den internationalen Finanzmärkten stärken und so dazu beitragen kann, das Risiko destabilisierender Kapitalströme zu verringern. Je höher das Risiko einer Kapitalflucht von Gebietsansässigen oder des Kapitalabzugs von Gebietsfremden ist, desto größer die Notwendigkeit eines solchen Reservenpolsters.

Bei frei schwankenden Wechselkursen: Reserven entweder eigenständiges Ziel ...

Im zweiten Fall ist der Reservenaufbau – ebenso wie bei Währungen mit festem Wechselkurs – ein Nebenprodukt von Interventionen zur Stabilisierung des Wechselkurses. Dabei könnte die Intervention außen- oder binnenwirtschaftlichen Zwecken dienen. Der häufigste außenwirtschaftliche Zweck besteht darin, einem Aufwertungsdruck auf die Währung entgegenzuwirken, um die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Exportindustrie und der Branchen, deren Erzeugnisse im Wettbewerb zu Importprodukten stehen, zu wahren; bei einem Abwertungstrend würde hingegen in der Regel nicht interveniert. Ein binnenwirtschaftlicher Zweck wäre beispielsweise gegeben, wenn eine Zentralbank gegen einen Aufwertungsdruck auf ihre Währung interveniert, um z.B. im Rahmen einer Inflationszielstrategie übermäßig disinflationäre Auswirkungen zu verhindern. Denkbar sind auch Interventionen zur Wechselkursstabilisierung, um nachteiligen Folgen für die Vermögenspositionen im Inland vorzubeugen.

... oder Nebenprodukt von Interventionen für außen- oder binnenwirtschaftliche Zwecke

Für Länder, die Reserven als eigenständiges Ziel betrachten, gibt es unterschiedliche Kriterien für deren angemessenen Umfang. Der herkömmliche Maßstab ist die Importdeckung, d.h. die Reserven sollen einem bestimmten Vielfachen des Wertes der Importe entsprechen. Dieses Kriterium ist besonders für die Abmilderung von Liquiditätsproblemen bei Leistungsbilanzkrisen relevant. Seit der Asien-Krise orientieren sich die Bemessungskriterien für die Reservenhaltung jedoch eher an der Kapitalverkehrsbilanz, und zwar an der notwendigen Deckung von Kapitalströmen, die sich in Krisenzeiten rasch umkehren könnten, z.B. den kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten, bei denen das Risiko besteht, dass ausländische Gläubiger fällig werdende Kredite nicht mehr erneuern. Ein ebenfalls für die Stabilisierung der Kapitalverkehrsbilanz relevantes Kriterium ist das Verhältnis der Reserven zur breit abgegrenzten Geldmenge; es ist auf das Risiko ausgerichtet, dass liquide Mittel in Landeswährung in Fremdwährungen abwandern.

Bemessungskriterien für Reserven

Die optimale Höhe von Währungsreserven ist generell schwer empirisch zu bestimmen. Gleichwohl kann eine Untersuchung des Reservenaufbaus und der Wechselkursvolatilität während der letzten fünf Jahre sowie der verschiedenen Bemessungskriterien für den angemessenen Umfang der Währungsreserven die relative Bedeutung der unterschiedlichen Gründe für die anhaltenden Interventionen in Asien beleuchten.

Anhaltspunkte zu Gründen der Reservenhaltung

Anhand der jüngsten Trends des Reservenbaus und der Wechselkursvolatilität lassen sich seit der Asien-Krise zwei Perioden mit unterschiedlichen Merkmalen ausmachen. Unmittelbar nach der Krise (1998–2001), als der Dollar gegenüber den wichtigsten frei schwankenden Währungen aufwertete, waren die Wechselkurse in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens gegenüber dem Dollar und auf nominaler effektiver Basis nicht weniger volatil als die der wichtigsten frei schwankenden Währungen (Tabelle V.4). Damals nutzten die asiatischen Zentralbanken wohl die günstigen Marktbedingungen zur Aufstockung ihrer Währungsreserven, die während der Krise geschrumpft waren. Der Aufbau der Reserven dürfte somit weitgehend ein eigenständiges Ziel gewesen sein.

Im Gegensatz dazu hat in den letzten beiden Jahren, als sich der US-Dollar-Trend von der Aufwertung zur Abwertung kehrte, die Volatilität der Wechselkurse aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften gegenüber dem Dollar deutlich nachgelassen und ist heute merklich geringer als bei anderen frei schwankenden Währungen. Außerdem werteten die Währungen auf nominaler effektiver Basis tendenziell ab. Parallel hierzu hat die Akkumulierung von Reserven erheblich zugenommen. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich, dass alle drei oben genannten Gründe für den Aufbau von Währungsreserven einander mittlerweile ergänzen dürften.

Wechselkursvolatilität und Veränderung der Reserven						
	Januar 1988 – Dezember 2001			Januar 2002 – Februar 2004		
	Wechselkursvolatilität <sup>1</sup>		Veränderung der Reserven <sup>2</sup>	Wechselkursvolatilität <sup>1</sup>		Veränderung der Reserven <sup>2</sup>
	Bilateral	Nominal effektiv		Bilateral	Nominal effektiv	
Australien	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Euro-Raum	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
Japan	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Kanada	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Neuseeland	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Norwegen	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Schweden	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Schweiz	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Vereinigtes Königreich	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
China	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Hongkong SVR	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
Indien	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonesien	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Korea	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Malaysia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Philippinen	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Singapur	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Taiwan, China	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2
Thailand	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7

<sup>1</sup> Berechnet als Standardabweichung über den jeweiligen Zeitraum der auf Jahresbasis umgerechneten täglichen Veränderung des Wechselkurses in Prozent. <sup>2</sup> Kumulierte Veränderung über den jeweiligen Zeitraum; Mrd. US-Dollar.  
Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle V.4

Die Bewertungskriterien für den angemessenen Umfang der Reserven lassen keine einheitlichen Rückschlüsse auf eine etwaige Veränderung in der Art des Reservenbaus in den letzten beiden Jahren zu. Gemessen an der Importdeckung haben sich die Währungsreserven in den meisten asiatischen Volkswirtschaften in diesem Zeitraum nicht sehr stark erhöht (Tabelle V.5), gemessen an der inländischen Liquidität sind sie in etlichen davon jedoch um 40% und mehr gestiegen. In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben sie auch im Verhältnis zur kurzfristigen Auslandsverschuldung deutlich zugenommen.

Hinweise hinsichtlich Reservenumfang uneinheitlich

Der um das Jahr 2002 beobachtete Wandel bei der Wechselkursvolatilität und den Reserven im Verhältnis zum BIP sowie im Verhältnis zur Inlandsliquidität und zur kurzfristigen Verschuldung steht auch im Einklang damit, dass der Reservenbau ein Nebenprodukt von außenwirtschaftlich motivierten Interventionen ist. Die rückläufige Volatilität der Währungen der Nachbarländer Chinas könnte zum Teil mit deren Bestreben erklärbar sein, dem Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar – und damit dem Renminbi – entgegenzuwirken, um die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exporte zu wahren.

Interventionen im Einklang mit außen- und binnenwirtschaftlichem Gleichgewicht

Zugleich standen die Devisenmarktinterventionen der Währungsbehörden in Asien in den letzten beiden Jahren mehrheitlich nicht im Widerspruch zu ihren geldpolitischen Zielen hinsichtlich des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts. In den meisten Ländern, die mit Inflationszielen operieren,

Relative Höhe der Währungsreserven									
	Reserven/Importe <sup>1</sup>			Reserven/Geldmenge <sup>2</sup>			Reserven/Schulden <sup>3</sup>		
	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003
Kanada	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australien	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Norwegen	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Neuseeland	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Schweden	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Schweiz	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Vereinigtes Königreich	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asien <sup>5</sup>	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Japan	7	11	20	4	6	11	400	299	235
China	9	11	12	11	11	15	373	738	1 300
Hongkong SVR	4	6	6	19	23	24	37	127	170
Indien	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonesien	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Korea	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Malaysia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Philippinen	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Singapur	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Taiwan, China	10	11	19	17	19	33	458	747	849
Thailand	6	7	7	25	26	30	80	215	404

<sup>1</sup> Importdeckung der Währungsreserven in Monaten. <sup>2</sup> Breit abgegrenzte Geldmenge; Prozent. <sup>3</sup> Internationale Schuldtitle und Verbindlichkeiten gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken mit einer Laufzeit von unter einem Jahr. <sup>4</sup> Periodendurchschnitt. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

Quellen: IWF; BIZ-Statistiken. Tabelle V.5

blieb die tatsächliche Teuerungsrate innerhalb der Zielbandbreite bzw. in der Nähe des anvisierten Zielwerts. In Japan war der Aufbau von Reserven weitgehend ein Nebeneffekt der Strategie, deflationärem Druck zu begegnen. In China spiegelte der Reservenaufrüstung, der den geldpolitischen Zielen nicht unbedingt entgegenstand, die Sorge um die Widerstandsfähigkeit des inländischen Finanzsystems für den Fall wider, dass ein flexibleres Wechselkursregime eingeführt werden sollte.

In Zukunft könnten die asiatischen Zentralbanken weiterhin eine Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern suchen, und in diesem Fall würde die damit verbundene Anhäufung von Dollar-Reserven einen erheblichen Beitrag zur Finanzierung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA leisten. Es besteht jedoch das Risiko eines Nachlassens dieser Kapitalflüsse im Rahmen verschiedener Szenarien.

Ein erstes Szenario wäre eine weitere Aufwertung des US-Dollars. In diesem Fall würde der Anreiz steigen, die Bindung der asiatischen Währungen an den Dollar zu lockern. Damit würde die Notwendigkeit verringert, US-Dollar-Reserven aufzubauen, um die Währung stabil zu halten. Eine solche Verhaltensänderung war von 1999 bis 2001 zu beobachten, als sich eine Reihe asiatischer Währungen tendenziell etwas weniger parallel zum steigenden Dollar und etwas stärker gleichgerichtet mit dem Yen bewegten. Da der US-Dollar in diesem Szenario jedoch aufwerten würde, wäre die ausbleibende asiatische Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits nicht unbedingt ein Problem, da die Stärkung des Dollars wohl mit einer größeren Bereitschaft des privaten Sektors einhergehen würde, in US-Dollar-Vermögenswerten zu investieren. In diesem Szenario könnte das US-Leistungsbilanzdefizit tendenziell sogar noch wachsen und die Korrektur weiter hinausgeschoben werden.

Ein zweites Szenario würde sich ergeben, wenn die asiatischen Zentralbanken bei einem erneuten Abwertungsdruck auf den Dollar beschließen, ihr Engagement in Dollaranlagen zu verringern. Wie wahrscheinlich dies ist, lässt sich schwer beurteilen. Einerseits würde ein solches Vorgehen die Abwertung des Dollars verstärken und möglicherweise zu einem Anstieg der US-Renditen führen. Der Kapitalverlust der Zentralbanken aus ihren Dollarbeständen würde nunmehr durch zwei Kräfte vergrößert. Andererseits könnten einzelne Zentralbanken eine Gelegenheit sehen, ihre Bestände zu liquidieren, ehe ein breiterer Kapitalabfluss zu Kursverlusten führen würde.

In einem dritten Szenario könnte der Aufwertungsdruck auf die asiatischen Währungen wegfallen. Wenn die asiatischen Volkswirtschaften von einem Schock getroffen würden, dessen Folge ein Kapitalabzug aus der Region oder eine Verringerung der derzeitigen Kapitalzuflüsse wäre, würde der entsprechende Abwertungsdruck auf die asiatischen Währungen – vor allem auf den Renminbi – den Aufbau weiterer Dollar-Reserven unnötig machen und möglicherweise sogar eine Trendumkehr bewirken. Bei diesem Szenario wäre entscheidend, in welche Region die Kapitalströme fließen. In der Vergangenheit kamen solche Bedingungen meist primär den USA zugute. Sollte dies unter den aktuellen Umständen eintreten, so könnte die Bereitschaft privater Anleger, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, die Abschwächung der Zuflüsse staatlichen Kapitals aus Asien kompensieren.

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Die globalen Finanzmärkte waren im Jahr 2003 durch die wiedererwachte Risikobereitschaft der Anleger geprägt. An den Aktienmärkten löste diese eine kräftige Erholung aus, noch ehe sich positive Nachrichten über Unternehmensgewinne und die weltwirtschaftliche Entwicklung zu verbreiten begannen. An den Märkten für Unternehmensanleihen und Staatsschuldtitel gingen die Zinsaufschläge fast auf historische Tiefstände zurück, da die Anleger weiterhin nach Renditen strebten, die höher waren als die außergewöhnlich tiefen Renditen an den Märkten für risikoärmere Staatsanleihen. Angesichts der besseren wirtschaftlichen Fundamentaldaten war ein gewisser Anstieg der Preise von Vermögenswerten durchaus gerechtfertigt, doch gegen Ende des Berichtszeitraums schienen auch relativ niedrige Risikoprämien die Marktbewertungen zu stützen. Einem möglichen Eintreten nachteiliger Ereignisse schienen die Anleger zunehmend weniger Beachtung zu schenken.

Während eines Großteils des Berichtszeitraums fiel es den Anleiheanlegern schwer, zu einer sicheren Einschätzung über die Auswirkungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf die Geldpolitik zu gelangen. Diese Unsicherheit schlug sich deutlich in den langfristigen Renditen nieder, die im Normalfall der zuverlässigste Vorlaufindikator für die gesamtwirtschaftlichen Aussichten sind. Die Anleiherenditen schlugen mehrmals heftig aus, was eher veränderten Erwartungen als Anpassungen der von den Anlegern verlangten Laufzeitprämien zuzuschreiben war. In den USA und Japan waren die Renditenausschläge besonders ausgeprägt, während sie im Euro-Raum moderater ausfielen.

An den Aktien- und Kreditmärkten ließen sich die Anleger durch vermutete Kursänderungen der Geldpolitik fast während des ganzen Jahres 2003 nicht aus der Ruhe bringen. Anfang 2004 schien der Eindruck eines Kurswechsels der Federal Reserve jedoch zu einem wichtigen Einflussfaktor für die Risikobereitschaft zu werden. Im April und Mai vergrößerten sich die Aussichten auf eine Leitzinserhöhung angesichts der plötzlichen Dynamik in den US-Arbeitsmarktdaten und der Änderung im Sprachgebrauch der Federal Reserve hinsichtlich der geldpolitischen Akkommodierung. Als daraufhin die Staatsanleiherenditen stiegen, waren diesmal Rückgänge an den Aktienmärkten und an den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften die Folge, worin die Anfälligkeit der derzeitigen Bewertungen gegenüber einer nachlassenden Risikobereitschaft zum Ausdruck kam.

### Renditenstrukturkurven und Geldpolitik

Fast das ganze Jahr 2003 und bis ins Jahr 2004 hinein verzeichneten die Märkte für Staatsanleihen eine eigenständige, von anderen Finanzmärkten

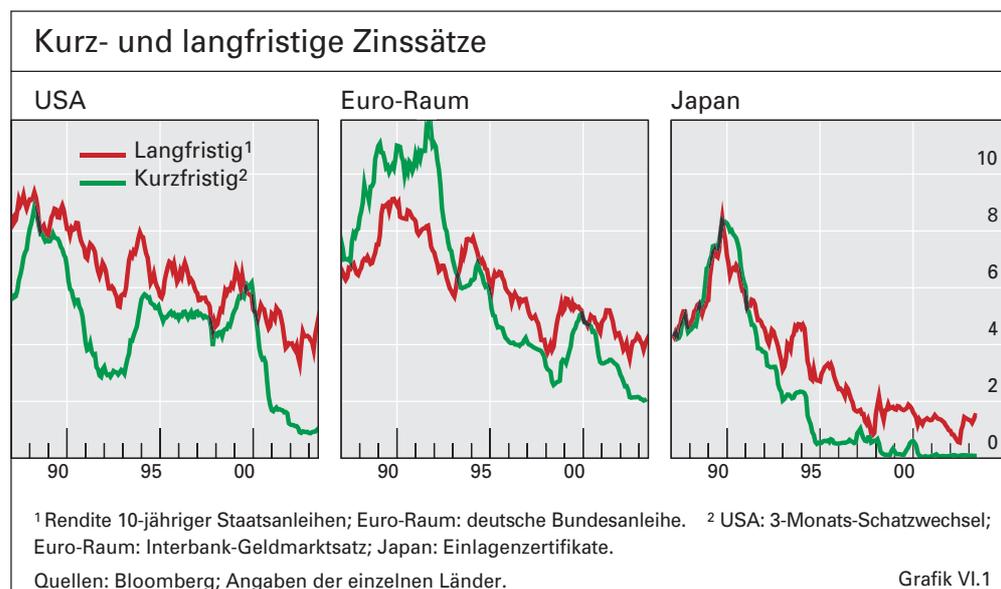
Renditenstrukturkurven:  
uneinheitliche  
Signale zu  
wirtschaftlichen  
Aussichten

losgelöste Entwicklung. Während die Anleger an den Aktien- und Kreditmärkten die wirtschaftlichen Aussichten durchaus optimistisch beurteilten, bestätigten die Bewegungen der Renditenstrukturkurven diese Sicht nicht immer. Zu Beginn des Berichtszeitraums überschätzten die Marktteilnehmer anscheinend die Deflationsbedenken der US-Notenbank und deren Bereitschaft, zu unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten zu greifen. Die abrupte weltweite Verkaufswelle im Sommer war offenbar hauptsächlich einer starken Korrektur dieser Markterwartungen zuzuschreiben und nicht einer sprunghaften Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten selbst. Technische Faktoren im Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften für hypothekarisch unterlegte Wertpapiere und anderen Methoden des quantitativen Risikomanagements verstärkten die Volatilität noch. Gegen Ende 2003 und Anfang 2004 gaben die Renditen dann trotz Aufwärtskorrekturen der Wachstumsprognosen nach, da die Ungewissheit darüber, wie rasch in den USA neue Arbeitsplätze geschaffen würden, die Erwartungen bezüglich der künftigen Leitzinssätze entscheidend beeinflusste. Im April und Mai 2004 zogen die Renditen stark an, als die Marktteilnehmer angesichts einer plötzlichen Dynamik der US-Arbeitsmarktdaten sowie aufgrund von Signalen der Federal Reserve damit rechneten, dass die Leitzinsen in den USA wesentlich früher als erwartet zu steigen beginnen würden.

#### Renditenstrukturkurven und Erwartungen

Längerfristige  
Zinssätze  
ungewöhnlich  
volatil ...

Die Renditenstrukturkurven im Euro-Raum, in Japan und in den USA waren durch ein niedriges Zinsniveau, eine starke Steigung zwischen kurzen und langen Laufzeiten und eine hohe Volatilität bei den längeren Laufzeiten geprägt (Grafik VI.1). Die Hauptursachen des tiefen Gesamtniveaus der Kurven waren die Leitzinsen als Pull-Faktor im kurzfristigen Bereich und die Erwartung, dass diese einstweilen relativ niedrig bleiben würden. Analog dazu ließ sich die starke Steigung darauf zurückführen, dass derart niedrige Zinssätze irgendwann beträchtlich steigen müssten, allein um wieder ein normales Niveau zu

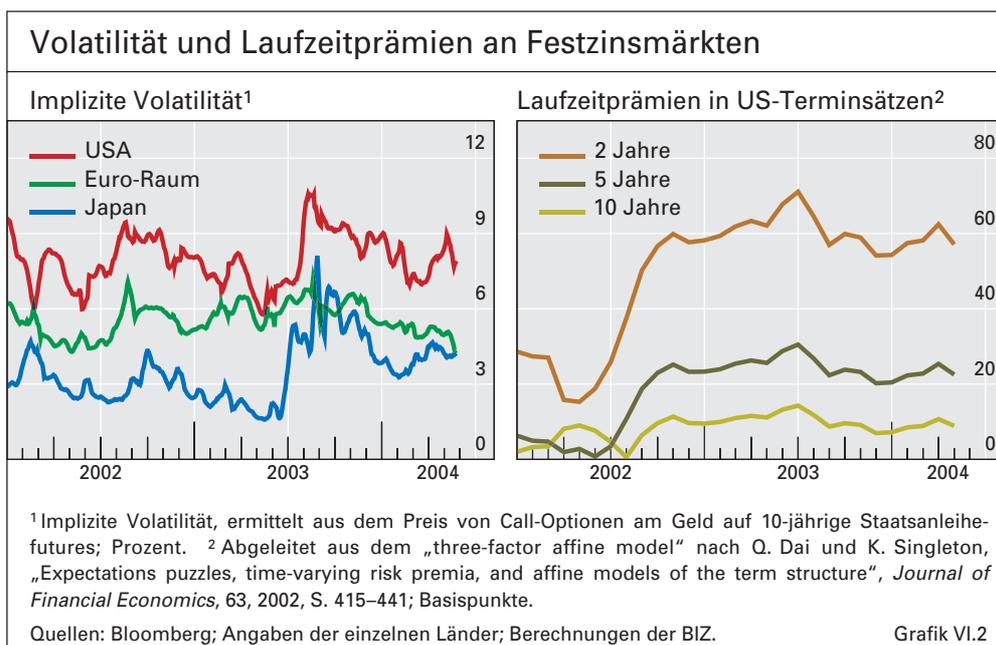


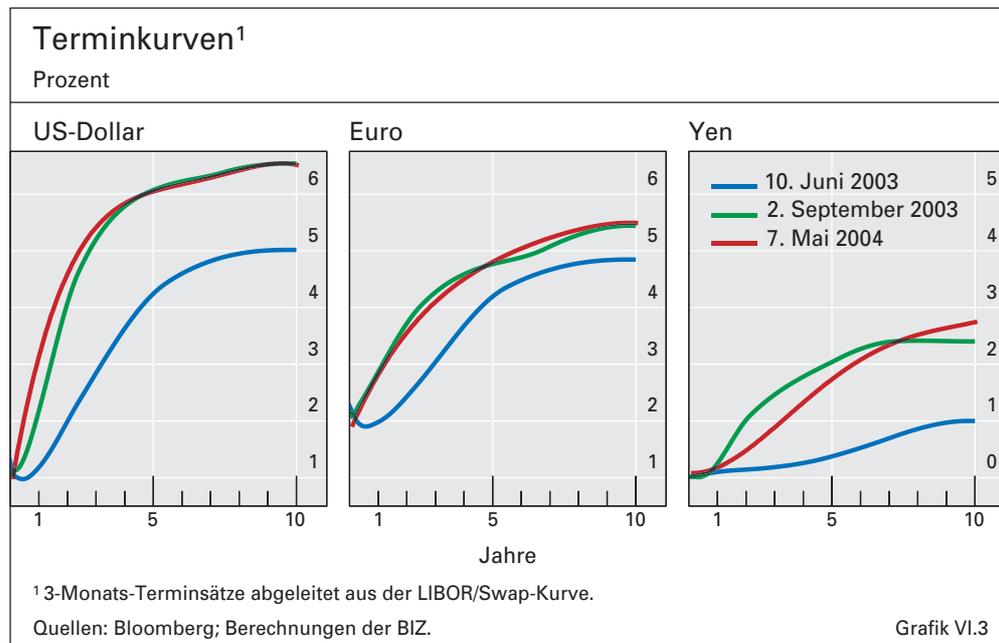
erreichen. Am auffälligsten war angesichts der relativ stabilen Leitzinsen die Volatilität der längerfristigen Renditen, insbesondere nach den letzten Leitzinssenkungen durch die EZB und die Federal Reserve im Juni 2003 (Kapitel II). Die außerordentlich niedrigen Leitzinsen weckten offenbar ungewöhnlich große Unsicherheit über die damit verbundenen wirtschaftlichen Folgen und somit die künftigen Zinssätze.

An Märkten, an denen die Zentralbank den kurzfristigen Zinssatz kontrolliert, richten sich die Renditen von Staatspapieren mit mittleren Laufzeiten tendenziell in erster Linie nach der Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich des geldpolitischen Kurses. Diese stützt sich auf die makroökonomischen Rahmenbedingungen und die wahrscheinliche Reaktion der Währungsbehörden und führt ihrerseits zu Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze sowie – da diese Erwartungen mit Unsicherheit behaftet sind – zu Laufzeitprämien. Die Renditenstrukturkurven implizieren zu einem gegebenen Zeitpunkt Terminkurven, die einen hypothetischen Pfad der kurzfristigen Zinssätze im Zeitverlauf darstellen, wobei die Laufzeitprämien zur Folge haben, dass diese hypothetische Entwicklung und die tatsächliche, von den Marktteilnehmern erwartete Entwicklung dieser Sätze nicht deckungsgleich sind.

Im Vergleich zu den Erfahrungen der letzten Jahre waren die US-Laufzeitprämien im Berichtszeitraum hoch, blieben jedoch zumeist stabil (Grafik VI.2). Anhand eines 3-Faktoren-Modells für Renditenstrukturkurven geschätzt, waren diese Prämien nahe der 2-Jahres-Laufzeit am höchsten. Dies lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer die Hauptrisiken nicht allein bei den Leitzinssätzen in den nächsten Monaten sahen, sondern bei deren Entwicklung über einen Zeithorizont von mindestens zwei Jahren. Die geschätzte Laufzeitprämie für den 2-Jahres-Terminsatz blieb stabil bei rund 60 Basispunkten, etwa dem Dreifachen des Durchschnitts im Zeitraum 1988–2002.

... trotz stabiler Laufzeitprämien





Renditenausschläge  
aufgrund  
veränderter  
Erwartungen

Trotz der Stabilität der geschätzten Laufzeitprämien schwankten die Terminkurven während des Berichtszeitraums erheblich, tendenziell am stärksten in den USA und in Japan. Die Kurve im Euro-Raum folgte zwar in der Regel der US-Kurve, blieb dabei aber verhaltener (Grafik VI.3). Diese Bewegungen und die mit ihnen verbundene Volatilität schienen weitgehend veränderte Zinserwartungen widerzuspiegeln. Anfang Juni 2003, als die Kurven am flachsten waren, lag der 3-Monats-Terminsatz für den Zeithorizont von zwei Jahren in den USA bei etwa 2%. Bereinigt um die geschätzte Laufzeitprämie deutete dies auf die Erwartung hin, dass die Leitzinsen innerhalb von zwei Jahren um weniger als 25 Basispunkte steigen würden. Im Mai 2004 war der 2-Jahres-Terminsatz auf rund 4,6% gestiegen – ein Zeichen dafür, dass eine Anhebung der Leitzinsen um über 250 Basispunkte erwartet wurde. Bei einem Zeithorizont von 10 Jahren ließen die Schwankungen der US-Sätze eine beträchtliche Volatilität in der Beurteilung des Inflationsziels der Federal Reserve durch die Marktteilnehmer erkennen. Entsprechend schien der steile Anstieg der japanischen Terminalsätze auf zunehmenden Optimismus hinsichtlich einer Erholung von der Deflation hinzudeuten.

#### *Die Verkaufswelle im Sommer*

Die Verkaufswelle  
im Sommer – ein  
globales Ereignis ...

Im Sommer 2003 erlebten die Anleihemärkte weltweit eine der größten Verkaufswellen der jüngeren Geschichte. Von einem Tiefstand von 3,1% Mitte Juni schnellten die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere bis Ende Juli auf über 4,4% empor. Dieser Anstieg – seit 1994 der steilste in so kurzer Zeit – verlief an allen wichtigen Märkten weitgehend synchron: Im selben Zeitraum stiegen die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen um 50 Basispunkte auf über 0,9% und die deutscher Bundesanleihen um 70 Basispunkte auf 4,2%. In den größten Volkswirtschaften stiegen auch die Swapsätze deutlich an und erreichten Anfang September ihren Höchststand (Grafik VI.3). Da die Geldmarktsätze in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen auf

niedrigem Niveau verankert waren, wurden die Renditenstrukturkurven markant steiler.

In den ersten Wochen der Verkaufswelle war offenbar der japanische Markt die treibende Kraft. Eine wenig erfolgreiche Auktion von japanischen Staatsanleihen Mitte Juni führte Meldungen zufolge zu Gewinnmitnahmen japanischer Banken und Verkäufen durch Hedge-Fonds. Die dadurch verursachte Zunahme der Volatilität (Grafik VI.2) veranlasste inländische Anleger, die mehr oder weniger mechanisch quantitative Risikomanagement-Verfahren wie z.B. Value-at-Risk-Modelle einsetzten, sich aktiv um eine Verringerung ihres Zinsänderungsrisikos zu bemühen und Positionen aufzulösen, was seinerseits die Preisdynamik an den Märkten für japanische Staatsanleihen wie auch an den Yen-Swapmärkten verstärkte.

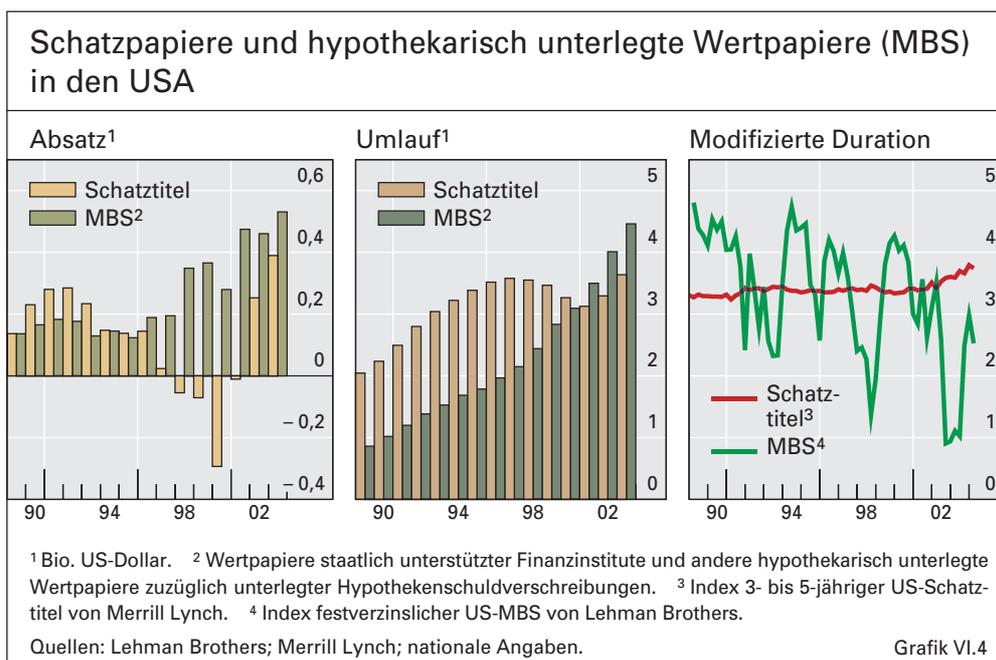
... verschärft durch Risikomanagement ...

Meldungen zur US-Geldpolitik trugen entscheidend dazu bei, dass die sommerliche Verkaufswelle anhielt und eine solche Dynamik aufwies. Sowohl der Ende Juni veröffentlichte Beschluss der Federal Reserve, ihren Zielsatz weniger als erwartet zu senken, als auch der geldpolitische Bericht ihres Vorsitzenden vor dem Kongress Mitte Juli lösten unverhältnismäßige Erhöhungen der langfristigen Zinssätze aus. Mit diesen Ereignissen veränderten sich die Erwartungen der Märkte, dass die US-Notenbank zu unkonventionellen Mitteln greifen würde, um das Risiko einer Deflation abzuwenden. Insbesondere galt es nun als weniger wahrscheinlich, dass die Federal Reserve US-Schatztitel ankaufen würde, um die langfristigen Zinsen tief zu halten; nach der Mai-Sitzung der Notenbank war die Wahrscheinlichkeit eines solchen Schritts als hoch eingeschätzt worden, was dem US-Schatzpapiermarkt Auftrieb gegeben hatte.

... veränderte Erwartungen ...

Absicherungsgeschäfte für hypothekarisch unterlegte Wertpapiere („mortgage-backed securities“, MBS) verstärkten den Anstieg der Renditen von US-Schatzanleihen. Aufgrund der Tilgungsoption der MBS führen

... und MBS-Absicherungen ...



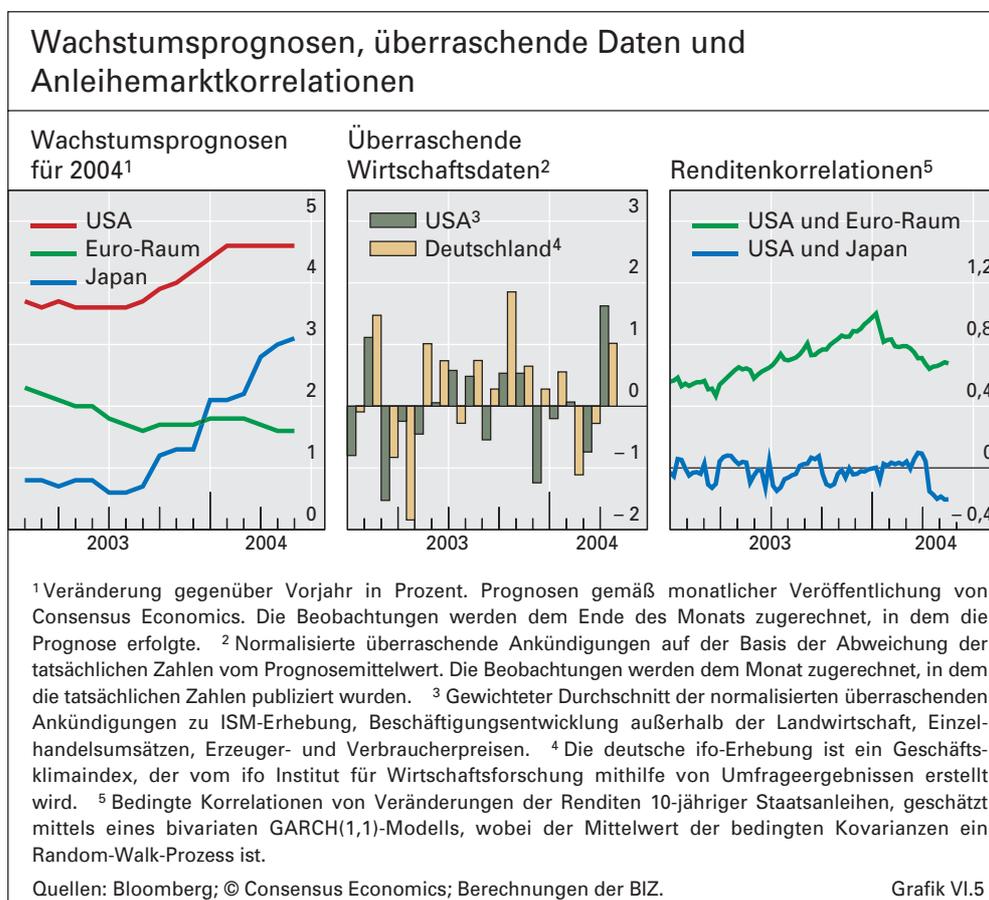
Zinssatzänderungen hier zu weit größeren Durationsschwankungen als bei den meisten anderen festverzinslichen Instrumenten. Tatsächlich stiegen die Messzahlen für die Duration des MBS-Index im Sommer 2003 drastisch an, ähnlich wie in den Jahren 1994 und 1999 (Grafik VI.4). Anleger, die sich gegen MBS-Risiken absichern wollten, mussten deshalb andere festverzinsliche Instrumente mit längeren Laufzeiten veräußern oder Short-Positionen in ihnen eingehen, und dies setzte die Marktzinsen unter zusätzlichen Aufwärtsdruck.

Offenbar hatten Absicherungsgeschäfte im Berichtszeitraum weitere reichende Auswirkungen auf die Kassamarktrenditen als in früheren Episoden. Ein Grund hierfür ist, dass der MBS-Markt in den USA sowohl relativ als auch absolut gesehen beträchtlich gewachsen ist. Er ist doppelt so groß wie noch 1995 und inzwischen der größte Festzinsmarkt der Welt: Ende Dezember 2003 betrug der MBS-Umlauf in den USA insgesamt nicht weniger als \$ 4,5 Bio., verglichen mit einem Schatzpapierumlauf von \$ 3,6 Bio. (Grafik VI.4).

#### Wandel der Korrelationen zwischen Anleihemärkten

Von Oktober 2003 bis März 2004 stabilisierten sich die Renditen in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen weitgehend auf etwas niedrigerem Niveau. Im Euro-Raum und in den USA bewegten sich die langfristigen Renditen in dieser Zeit trotz der Divergenzen bei den Wachstumsaussichten und jeweils unterschiedlicher Überraschungen bei den Wirtschaftsindikatoren meist im Gleichschritt. Bis ins Frühjahr 2004 hinein erreichten die Korrelationen der

US- und Euro-Raum-Renditen 2003 im Gleichschritt ...



Renditenänderungen außergewöhnlich hohe Werte (Grafik VI.5). Hingegen entsprachen die breiten Trends der Renditen japanischer Staatsanleihen zwar den Trends am US-Markt, doch waren die Korrelationen zwischen den täglichen bzw. wöchentlichen Renditenänderungen in Japan und jenen im Euro-Raum oder in den USA durchgehend eher niedrig.

Während der Verkaufswelle im zweiten Quartal 2004 koppelten sich die Anleihemärkte der USA und des Euro-Raums merklich voneinander ab. Diesmal wurde der Renditenanstieg nicht durch einen Meinungsumschwung hinsichtlich des Einsatzes unkonventioneller Instrumente durch die Federal Reserve ausgelöst, sondern durch positive gesamtwirtschaftliche Daten – ihrer wegen wurde nun früher mit einer Straffung der Geldpolitik gerechnet. Während die US-Renditen kräftig anzogen, stiegen die Renditen im Euro-Raum jedoch nur mäßig. Damit schienen die Marktteilnehmer dem Umstand, dass das Wachstum in Europa hinter dem der USA zurückblieb, nun verspätet Rechnung zu tragen.

... aber  
Abkopplung  
während der  
Verkaufswelle 2004

#### *Aufbau staatlicher Reserven*

Viele Marktteilnehmer waren der Ansicht, dass die Bemühungen asiatischer Staaten, einer Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar entgegenzuwirken, zugleich auf die Renditen von US-Staatspapieren drückten. Sicher ist, dass die asiatischen Zentralbanken ihren Reservenaufbau im zweiten Halbjahr 2003 beschleunigten und ihn während des gesamten ersten Quartals 2004 fortsetzten (Kapitel V). Da ein großer Teil der asiatischen Währungsreserven in US-Dollar-Instrumenten angelegt ist, wurde allgemein angenommen, dass die Käufe asiatischer Zentralbanken einen neuen und wichtigen Einflussfaktor für die Nachfrage nach US-Schatztiteln darstellten.

Der Umfang der unmittelbaren Preiswirkung dieser neuen Nachfrage war allerdings nicht leicht zu dokumentieren. Eine einfache Regression der wöchentlichen Änderungen der US-Schatztitelrenditen auf die wöchentlichen Veränderungen der von der Federal Reserve Bank of New York verwahrten Währungsreserven für das Jahr bis zum ersten Quartal 2004 legt nur zeitweise eine statistisch signifikante Beziehung nahe, obwohl sich der Reservenaufbau der asiatischen Zentralbanken die ganze Zeit über fortsetzte. Auch die Ergebnisse präziserer Tests über den Renditeneffekt von Meldungen zu asiatischen Käufen sind uneinheitlich. Die jeden Donnerstag erfolgende Bekanntgabe der verwahrten Bestände hat die Schatztitelrenditen anscheinend nicht beeinflusst.

Renditeneffekte des  
Reservenaufbaus in  
Asien unsicher

#### *Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft und Anleiherenditen in den USA*

Ein überraschend verhaltener Arbeitsmarkt in den USA war die Hauptursache des niedrigen Zinsniveaus zu Beginn des Jahres 2004. In dieser Zeit schienen die Marktteilnehmer darauf fixiert, dass im Rahmen der sonst kräftigen konjunkturellen Erholung in den USA kaum neue Arbeitsplätze entstanden. Es setzte sich die Auffassung durch, dass die Federal Reserve die Leitzinsen erst anheben würde, wenn die Erholung auch den Arbeitsmarkt erfasste. In den ersten drei Monaten 2004 brachen jedes Mal, wenn die bekannt gegebenen

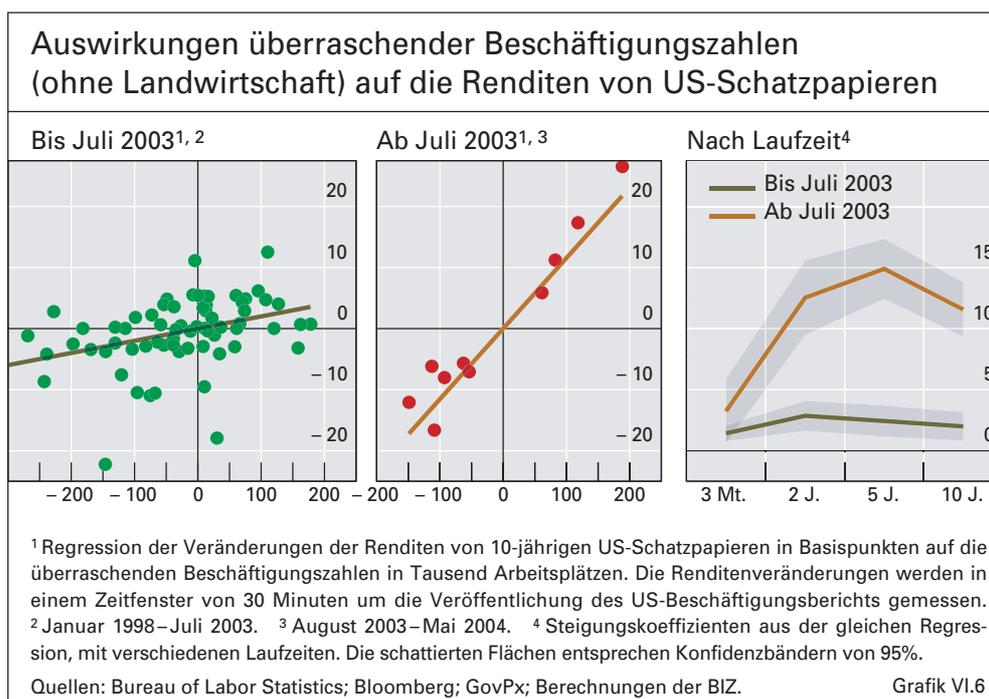
Fed offenbar auf  
Arbeitsplätze  
ausgerichtet ...

Zahlen über die US-Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft hinter den Erwartungen zurückblieben, die Schatztitelrenditen ein. Umgekehrt schnellte die 10-Jahres-Rendite in den USA sofort um mehr als 20 Basispunkte empor, als im April 2004 mit über 300 000 neuen Arbeitsplätzen in den Wirtschaftszweigen außerhalb der Landwirtschaft ein unerwartet starkes Beschäftigungswachstum gemeldet wurde, und nach der Veröffentlichung weiterer robuster Arbeitsmarktdaten im Mai stiegen die Renditen erneut massiv an und lagen über ihren Höchstständen von 2003.

... daher Reaktion der Anleihemärkte auf monatliche Arbeitsmarktzahlen

Die Renditen auf US-Schatzpapiere werden durch den monatlichen Beschäftigungsbericht seit jeher stärker beeinflusst als durch jede andere regelmäßige Publikation von US-Wirtschaftsdaten, doch seit der Erholung der Anleiherenditen im Sommer 2003 ist ihre Reaktion offenbar noch ausgeprägter. Von Januar 1998 bis Juli 2003 bewirkte eine Abweichung von den erwarteten Beschäftigungszahlen um 100 000 Arbeitsplätze einen durchschnittlichen Publikationseffekt von 2 Basispunkten auf die 5-Jahres-Schatztitelrendite. Seither hat sich der Effekt einer solchen Überraschung jedoch auf durchschnittlich 12 Basispunkte erhöht (Grafik VI.6).

Eine weitere Besonderheit der jüngsten Zeit ist die Tatsache, dass sich überraschende Beschäftigungszahlen am stärksten auf die US-Schatztitel mit 5-jähriger Laufzeit auswirkten und nicht wie zuvor auf die 2-jährigen Titel. Dies könnte daran liegen, dass durch Arbeitsmarktdaten verursachte Zinsschwankungen zu mehr Absicherungsgeschäften für MBS geführt haben dürften, die meist mit längerfristigen Wertpapieren (und Swaps) erfolgen. Eine andere mögliche Erklärung – für die es auch einzelne Belege gibt – ist, dass die starke Steigung der Renditenstrukturkurve die Nachfrage nach längeren Laufzeiten vonseiten eher spekulativer, auf Carry Trades ausgerichteter Anleger verstärkte (zu Handelsstrategien mit festverzinslichen Instrumenten s. Kapitel VII), sodass langfristige Schatztitel gegenüber veränderten



Erwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze reagibler waren als zuvor.

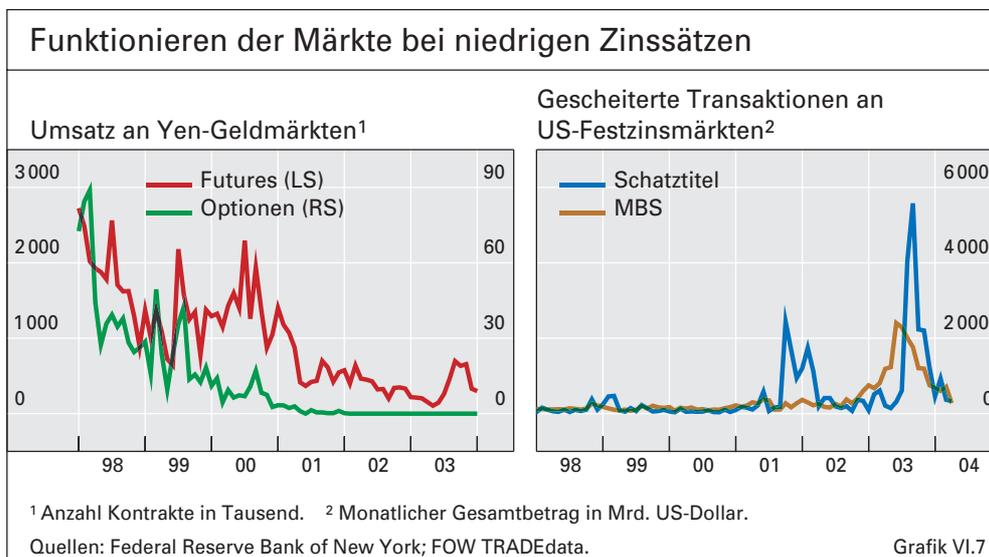
*Funktionieren der Märkte bei niedrigen Zinssätzen*

Rein technisch gingen die niedrigen nominalen Leitzinsen im Berichtszeitraum mit Funktionsstörungen an den Märkten einher. In Japan z.B. stehen die kurzfristigen Yen-Zinssätze bei null, seit die Bank of Japan im März 2001 ihre Geldpolitik der quantitativen Lockerung einleitete. Seither ist der Umsatz von Yen-Geldmarktoptionen und -futures so stark geschrumpft, dass bestimmte Kontrakte und Nebenmärkte praktisch verschwunden sind (Grafik VI.7). Wenn die kurzfristigen Zinssätze schließlich wieder deutlich über null steigen, könnte die Infrastruktur für die Preisbildung an den Yen-Geldmärkten unzureichend sein, und illiquide Märkte dürften die Anpassung der Marktteilnehmer an ein Ende der Nullzinspolitik erschweren.

Schrumpfende Umsätze an Märkten für Yen-Derivate ...

Niedrige Nominalzinsen führten auch an den US-Märkten für festverzinsliche Instrumente zu Funktionsproblemen; dort schnellte die Zahl der gescheiterten (d.h. nicht abgewickelten) Transaktionen im Juli und August 2003 hoch. Die Abwicklung von Geschäften kann aufgrund operativer Schwierigkeiten bei der Lieferung von Wertpapieren scheitern, wie es nach den Ereignissen vom 11. September 2001 der Fall war. Die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns steigt jedoch auch in einem Niedrigzinsumfeld, da niedrige Zinssätze die Opportunitätskosten entgangener Zinsen bei Nichtlieferung von Sicherheiten für ein Repo-Geschäft verringern. Im Zusammenspiel mit der Volatilität der Märkte, die zu verstärkter Nachfrage der Anleger nach geliehenen Wertpapieren für Leerverkäufe führte, bewirkten die niedrigen Zinsen im Spätsommer einen sprunghaften Anstieg der gescheiterten Transaktionen. Im Gegensatz zu 2001 nahm darüber hinaus die Zahl nicht erfolgter Lieferungen nicht nur bei US-Schatztiteln, sondern auch bei MBS drastisch zu. Nachdem jedoch Mitte September Liefergarantien für bestimmte Spezialrepos eingeführt worden waren, die häufig mit negativen Zinssätzen versehen waren, gingen

... und nicht abgewickelte Transaktionen an US-Festzinsmärkten



die Marktanspannungen und die Anzahl gescheiterter Transaktionen deutlich zurück.

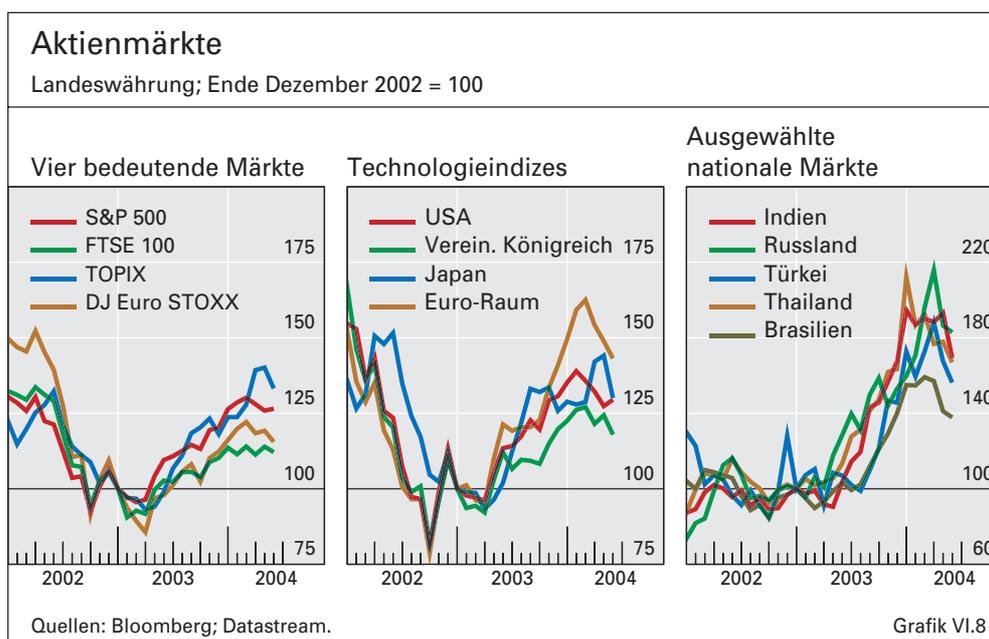
## Aktienmärkte und Risikobereitschaft

Ende der langen  
Baisse ...

Mit der globalen Erholung an den Aktienmärkten endete eine 3-jährige Baisse. Während der Talfahrt seit April 2000 hatten die Aktienmärkte weltweit \$ 13 Bio. an Kapitalisierung eingebüßt. Die Erholung setzte im März 2003 ein und hielt ein Jahr lang praktisch unvermindert an. In den 12 Monaten bis März 2004 machten die Märkte \$ 10 Bio. der erlittenen Verluste wieder wett. Unter den größten Wirtschaftsräumen verzeichnete der europäische Markt das kräftigste Wachstum; in Euro gemessen schnellte der DJ Euro STOXX um 52% empor (Grafik VI.8). Auch die Börsen in New York und Tokio verzeichneten beachtliche Gewinne: Der S&P 500 stieg um 37%, der TOPIX um 43%. Zu den ertragsstärksten nationalen Märkten zählten Brasilien, Indien, Russland, Thailand und die Türkei, die – in Landeswährung gerechnet – alle Kurssteigerungen von über 100% verzeichneten. Führend im Aufstieg war – ebenso wie zuvor im Fall – der Technologiesektor. Die Rallye endete erst im April 2004, als die Anleger sich plötzlich weltweit Sorgen über einen möglichen Anstieg der US-Leitzinsen machten.

... mit stark  
wachsender  
Risikobereitschaft ...

Die globale Erholung begann offenbar mit einer starken Zunahme der Risikobereitschaft der Anleger. Infolge dieser veränderten Risikoeinstellung sank die von den Anlegern verlangte Prämie für die Übernahme des Aktienrisikos. Der Kursanstieg wurde sodann durch optimistischere Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensgewinne gestützt, die durch neue Informationen über einzelne Unternehmen und die Weltwirtschaft insgesamt immer mehr Nahrung erhielten. Die Rallye endete anscheinend so plötzlich, wie sie begonnen hatte. Die Risikobereitschaft nahm nicht weiter zu, und was normalerweise als positive Nachricht vom US-Arbeitsmarkt gegolten hätte,



schien den gegenteiligen Effekt zu haben. Die Märkte brachen augenscheinlich deshalb ein, weil die Nachrichten vor allem mit dem Näherrücken einer geldpolitischen Straffung in Verbindung gebracht wurden; dies zeigt, welche Bedeutung der Kurswechselstrategie der Federal Reserve zukommt (Kapitel IV).

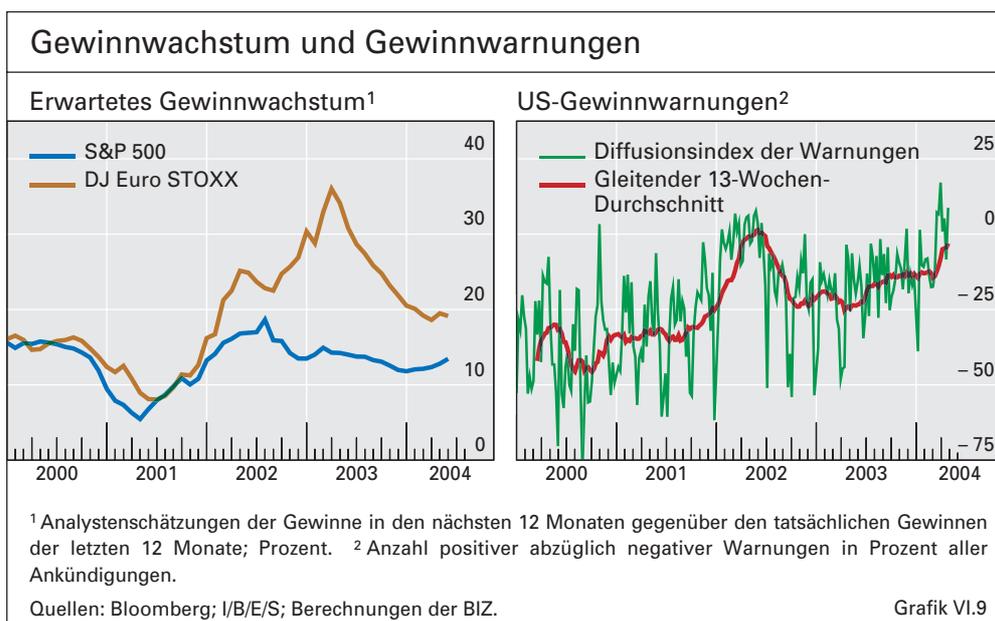
### Die Rolle der Fundamentaldaten

Ebenso wie der Zeitpunkt des weltweiten Zusammenbruchs der Aktienmärkte im April 2000 durch keine erkennbaren wichtigen neuen Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten zu erklären gewesen war, gab es fast drei Jahre später keine spezifischen Informationen, die den Moment des Kursanstiegs gerechtfertigt hätten. Der Anstieg begann am 12. März 2003, eine ganze Woche vor dem Beginn des Krieges im Irak. Die Motivation der Anleger an den Aktienmärkten schien zunächst weniger ihre Einschätzung der wirtschaftlichen Folgen des Krieges zu sein als vielmehr die Erwartung, dass die Märkte wie im Januar 1991 reagieren würden, als die Aktienkurse beim Ausbruch des Golfkriegs sprunghaft angestiegen waren. In Erwartung einer ähnlichen Hausse begannen die Anleger im März 2003 zu kaufen, ohne erste Kampfhandlungen abzuwarten. Der Kursanstieg setzte sich noch Anfang April fort, als ein rasches Ende des Krieges in Sichtweite schien und die Anleger das geopolitische Risiko als rückläufig einschätzten. Erst Ende April, als eine Reihe von Unternehmen kräftige Gewinne auswies, begannen sich die Märkte wieder an den wirtschaftlichen Entwicklungen zu orientieren.

... und ohne Änderung der Fundamentaldaten als Erklärung für die Wende

Die expansive Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken trug zweifellos zur Erholung der Aktienmärkte bei, doch ihre Wirkung war erst mit einer langen Verzögerung zu spüren. Die jüngste Lockerungsrunde im Euro-Raum und in den USA setzte bereits Anfang 2001 ein, und in Japan begann die Periode der quantitativen Lockerung mit einer Rückkehr zur Nullzinspolitik im März 2001. Es vergingen somit etwa zwei Jahre, bis die niedrigen Zinssätze ihre gewohnte Wirkung an den Aktienmärkten zeigten. Im Gegensatz dazu hatte es 1991 etwa drei Monate gedauert, bis sich die Aktienmärkte in

Verzögerte Wirkung niedriger Leitzinssätze



den USA nach dem Einläuten einer Zinssenkungsrunde durch die Federal Reserve zu erholen begannen, und nach dem Übergang zu niedrigeren Zinssätzen im Jahr 1995 hatte der Markt innerhalb eines Monats angezogen. 2004 schien allein schon die Erwartung höherer Leitzinssätze die jüngste Rallye zu beenden.

Nach mehreren Fehlstarts ...

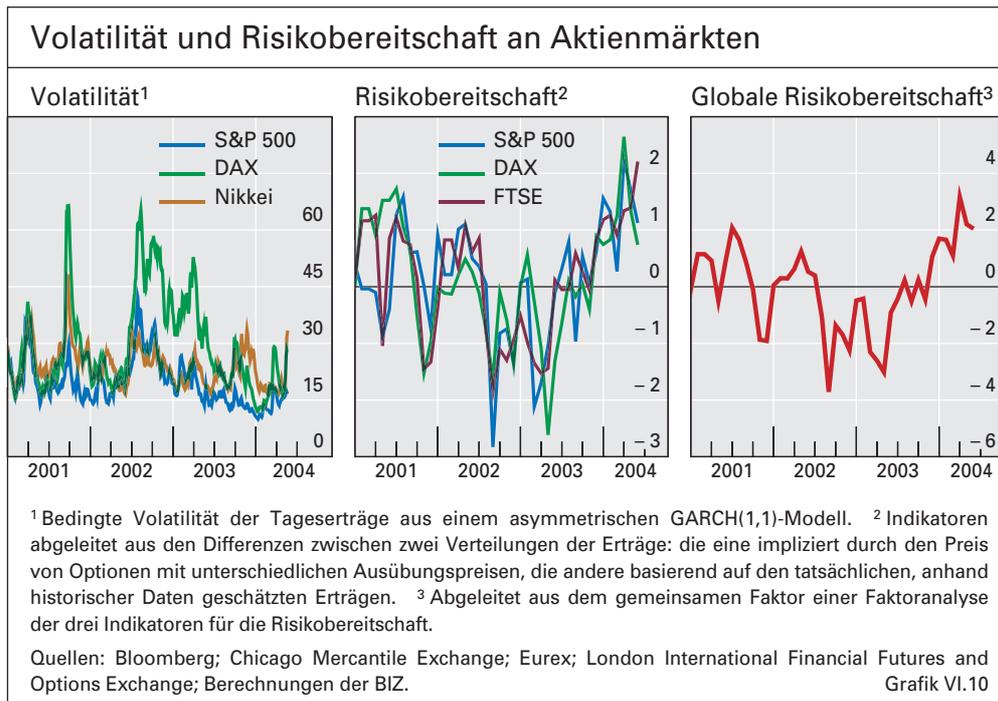
Informationen über gesamtwirtschaftliche Fundamentaldaten hatten im Jahr 2003 weitgehend die Funktion, eine optimistische Stimmung zu untermauern, die offenbar bereits in die Aktienkurse eingepreist worden war. Ähnlich optimistische Phasen in den vorangegangenen zwei Jahren waren nicht durch nachfolgende positive Nachrichten bestätigt worden und hatten während der langen Baisse zu mehreren Fehlstarts geführt, insbesondere im April und Mai 2001 sowie im Oktober und November 2002, als kräftige Aufwärtspulse durch das Fehlen konkreter Belege für Unternehmensgewinne und Wirtschaftswachstum verpufft waren. 2003 hingegen kamen die positiven Nachrichten, und der Kursanstieg fasste Fuß.

... reagierten Anleger auf optimistische Berichte

Die Daten, die den Optimismus der Anleger bestätigten, kamen zunächst in Gestalt vielversprechender Gewinnmeldungen von Unternehmen in den USA und Europa sowie positiver Zahlen zur japanischen Realwirtschaft insgesamt. In den USA waren die von führenden Unternehmen gemeldeten Gewinne ab April 2003 durchgängig höher als erwartet. In Europa korrigierten die Analysten zwar ihre Schätzungen für das Wachstum der Unternehmensgewinne insgesamt nach unten (Grafik VI.9), doch die Anleger schienen vor allem positive Nachrichten von Technologiefirmen, Banken und Versicherungen zu beachten. Sowohl in den USA als auch in Europa beurteilten die Unternehmen selbst die Stärke der Erholung vorsichtig. In ihren Finanzausweisen gaben sie auch Gewinnwarnungen ab, und hierbei lagen die negativen Meldungen zahlenmäßig nach wie vor über den positiven. Dennoch schienen die Anleger optimistischen Berichten von Unternehmen wie AOL, Cisco und Microsoft in den USA bzw. Nokia, Philips und Siemens in Europa mehr Gewicht beizumessen. In Japan trugen unerwartet robuste Konjunkturdaten dazu bei, dass der TOPIX von Juni bis August um fast 20% stieg. Nach Erscheinen des *Tankan* am 4. Juli 2003 und des Berichts über das BIP-Wachstum im zweiten Quartal am 12. August schnellten die Kurse jeweils empor. Ende August hatten die Wirtschaftsexperten begonnen, ihre Wachstumsprognosen für Japan wie auch für die USA nach oben zu revidieren.

#### *Die Rolle der Risikobereitschaft der Anleger*

Für den globalen Aufschwung an den Aktienmärkten war ein anhaltender Rückgang der Aktienrisikoprämien von großer Bedeutung. Diese Risikoprämien spiegeln sowohl die zugrunde liegenden Risiken wider, wie sie von den Anlegern eingeschätzt werden, als auch die Preise, mit denen diese Risiken versehen werden. Während des Berichtszeitraums waren die Risikoeinschätzungen tendenziell rückläufig. Gemessen an der Volatilität der Renditen hatte das Aktienmarktrisiko nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 einen Höchststand erreicht (Grafik VI.10 links). Die Volatilität nahm erneut zu, als Ende Juni 2002 bekannt wurde, dass WorldCom



die Ertragszahlen korrigieren musste, und nochmals im Vorfeld des Irak-Krieges Anfang 2003. Seither blieb die Volatilität relativ gedämpft.

Obwohl die weltweite Erholung der Aktienmärkte, die im März 2003 einsetzte, in einem Umfeld allgemein niedriger und rückläufiger zugrunde liegender Risiken stattfand, scheint die wesentliche treibende Kraft eine enorm gestiegene Risikobereitschaft der Anleger und damit ein entsprechender Rückgang der Preise für diese Risiken gewesen zu sein. Ein Indikator für diesen Wandel der Risikobereitschaft lässt sich für die verschiedenen Märkte aus den jeweiligen Preisen von Aktienindexoptionen ableiten. Dieser Indikator beruht auf dem Konzept, dass die Anleger für eine Option, die sie vor negativen Aktienkursentwicklungen schützt, mehr zu zahlen bereit sind als für eine Option, mit der sie von einer ebenso wahrscheinlichen positiven Kursentwicklung profitieren können. Die Bereitschaft, für einen solchen Schutz zu zahlen, variiert mit der Risikobereitschaft der Anleger im Laufe der Zeit. Die so gemessene Risikobereitschaft entwickelt sich an den verschiedenen Märkten tendenziell parallel (Grafik VI.10 Mitte). So lässt sich aus den gemeinsamen Bewegungen der jeweiligen Indikatoren eine Messgröße für die globale Risikobereitschaft ermitteln. Schätzungen anhand von Indexoptionen auf den S&P 500, den DAX und den FTSE zeigen, dass die globale Risikobereitschaft im März 2003 im Vorfeld des Irak-Krieges zuzunehmen begann und bis zum Ende des Berichtszeitraums weiter stieg (Grafik VI.10 rechts). Im Februar 2004 hatten sich die Aktienrisikoprämien infolge dieser Risikobereitschaft offenbar so stark reduziert, dass die Märkte relativ anfällig für etwaige nachteilige Ereignisse wurden.

Welche Arten von Ereignissen die Risikobereitschaft beeinflussen, ist im Voraus schwer zu sagen. Das wichtigste derartige Ereignis seit 2001 war offensichtlich die Bilanzkorrektur von WorldCom Mitte 2002. Die Zeit vor dem Irak-

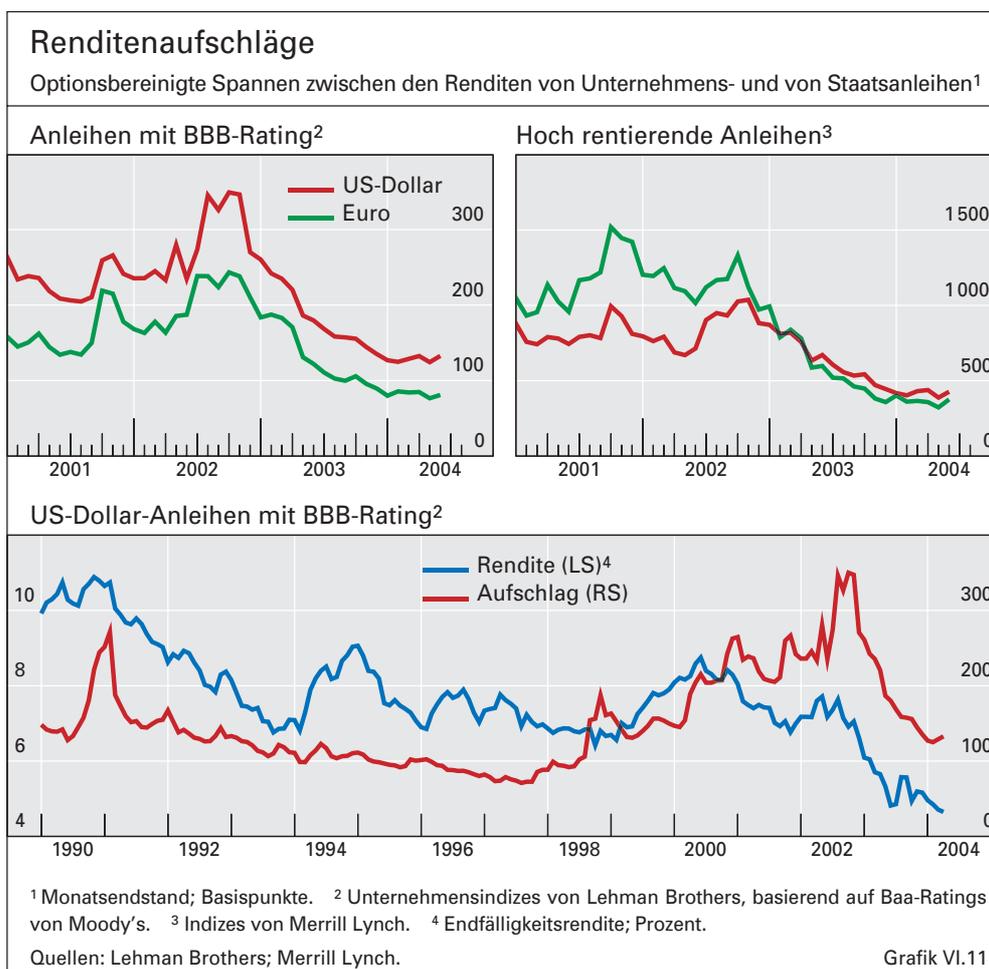
Aktienindexoptionen offenbaren größere Risikobereitschaft ...

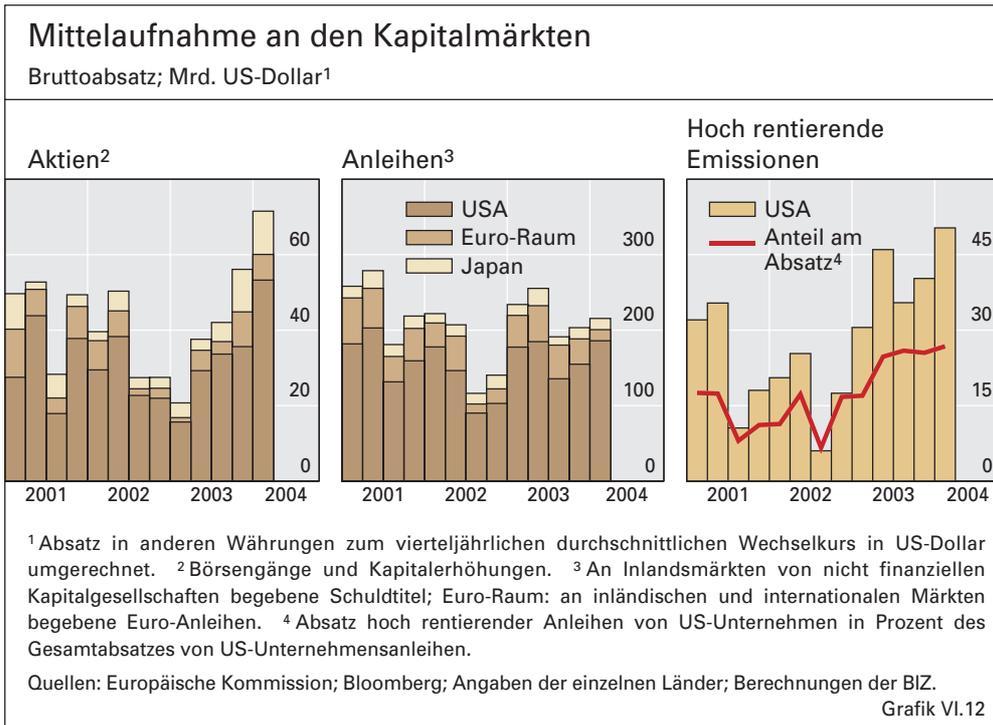
... die durch ungewöhnliche Ereignisse beeinflusst wurde

Krieg Anfang 2003 war ebenfalls von Bedeutung, und die Terroranschläge im März 2004 in Madrid scheinen die Marktreaktionen auf spätere Nachrichten beeinflusst zu haben. Die Probleme von Parmalat Ende 2003 hatten dagegen offenbar nur geringe Auswirkungen. Gesamtwirtschaftliche Informationen, wie z.B. die Veröffentlichung von Zahlen zur US-Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft, sind zwar für die Staatsanleihemärkte wichtig, auf die Bereitschaft zum Eingehen von Aktienrisiken hatten sie jedoch keinen erkennbaren Einfluss.

## Märkte für Unternehmensanleihen und Kreditrisiko

Ebenso wie an den Aktienmärkten trugen auch an den Bankkreditmärkten eine Verbesserung der Fundamentaldaten und eine wieder wachsende Risikobereitschaft der Anleger ab Oktober 2002 zu einem markanten Stimmungsumschwung bei. In den anderthalb Jahren bis Mai 2004 verringerten sich am US-Dollar-Markt die Renditenaufschläge von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber Staatspapieren um über 200 Basispunkte auf 130 Basispunkte – nur 50 Basispunkte über dem gegen Ende des vorherigen Kreditzyklus im Juli 1997 verzeichneten Tiefstand (Grafik VI.11). Gleichzeitig schnellte der Absatz von Unternehmensanleihen, insbesondere von solchen mit niedrigerem Rating, in die Höhe (Grafik VI.12).





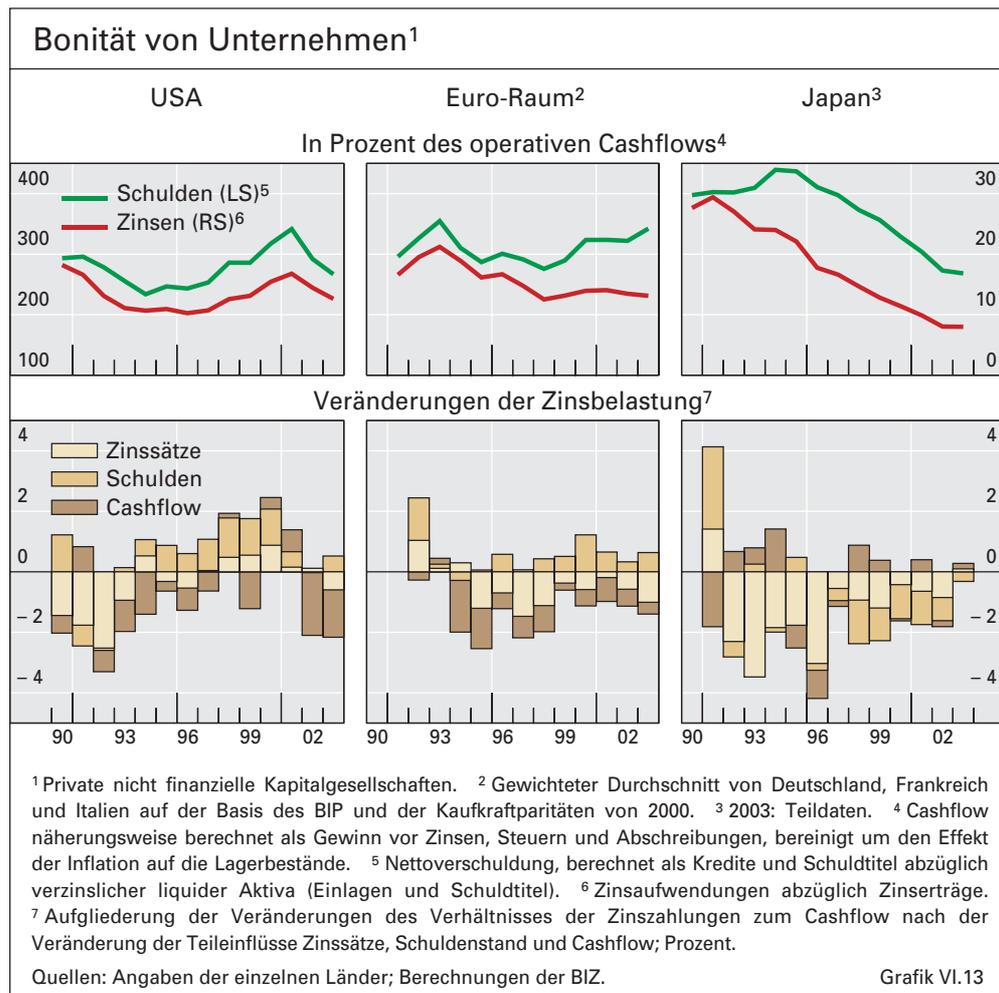
#### Verbesserung der Fundamentaldaten

Die Erholung der Kreditmärkte wurde durch Anzeichen einer Verbesserung der Bonität im Unternehmenssektor gefördert. Die Insolvenzen und Rating-Herabstufungen, die von 1998 bis 2001 stetig zugenommen hatten, waren 2003 deutlich rückläufig. Die Zahl der Insolvenzen nicht finanzieller Kapitalgesellschaften weltweit sank von einem Höchststand von 184 im Jahr 2001 auf 77 im Jahr 2003. Bei Standard & Poor's übertrafen die Herabstufungen von US-Unternehmen die Heraufstufungen zwar 2003 immer noch, verringerten sich aber von 82% aller Rating-Änderungen im Vorjahr auf 74%. In Japan waren die Heraufstufungen 2003 etwas zahlreicher als die Herabstufungen.

In den USA trug die Erholung der Gewinnlage der Unternehmen dazu bei, dass die Belastung des Cashflows durch Zinszahlungen – ein häufig verwendeter Vorlaufindikator für Anspannungen bei Unternehmen – deutlich zurückging (Grafik VI.13). Während in der vorherigen Phase der Entschuldung Anfang der neunziger Jahre der Rückgang der Zinszahlungen im Verhältnis zum Cashflow weitgehend auf niedrigere Zinssätze zurückzuführen gewesen war, waren im Zeitraum 2001–03 größere Zahlungsströme aus dem operativen Geschäft die Hauptursache. Die niedrigeren Zinssätze spielten kaum eine Rolle, und die damit verbundenen Einsparungen wurden durch den Effekt der Verlagerung zu längerfristigen Schulden größtenteils neutralisiert. 2003 war das dritte Jahr in Folge, in dem die Unternehmen kurzfristige Bankschulden und Commercial Paper an den Anleihemärkten refinanzierten und so ihre Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungen reduzierten. Einige Unternehmen nutzten zudem die Erholung der Aktienmärkte, um ihren Verschuldungsgrad durch Hereinnahme neuen Eigenkapitals zu verringern (Grafik VI.12). Im Verhältnis zum Cashflow sank die Unternehmensverschuldung fast auf den

Anzeichen von Bonitätsverbesserungen ...

... insbesondere in den USA ...



Durchschnitt der neunziger Jahre; absolut gesehen nahm sie allerdings weiter zu.

... und in Japan

Im Gegensatz zu den USA wurden von den nicht finanziellen Kapitalgesellschaften in Japan im achten Jahr in Folge mehr Schulden getilgt als neu aufgenommen. Infolgedessen blieb ihre Zinslast außergewöhnlich niedrig und lag mehr als 20 Prozentpunkte unter dem Höchststand von 1991. In den neunziger Jahren waren niedrigere Zinssätze der Hauptgrund für den Rückgang der Zinszahlungen im Verhältnis zum Cashflow gewesen; 2003 hatten sie jedoch kaum einen Einfluss.

Langsamere  
Schuldenabbau in  
Europa

Die europäischen Unternehmen blieben bei der Bilanzsanierung hinter anderen Regionen zurück. Trotz Fortschritten in einigen Branchen, insbesondere der Telekommunikation, wuchsen die Schulden der Unternehmen des Euro-Raums 2003 erneut schneller als die Cashflows. Dies lag zum Teil daran, dass die gesamtwirtschaftliche Erholung verhalten blieb. Vor allem in Deutschland gab es kaum Anzeichen eines Schuldenabbaus. Niedrigere Zinssätze glichen den Effekt der höheren Schuldenstände aus, sodass das Verhältnis Zinszahlungen/Cashflow praktisch unverändert blieb. Aufgrund der hohen Schuldenstände sind die Unternehmen des Euro-Raums jedoch offenbar anfälliger gegenüber steigenden Finanzierungskosten geworden als die Unternehmen anderer Regionen. Trotz der langsameren Fortschritte der europäischen Unternehmen bei der Bilanzsanierung entwickelten sich die

Renditenaufschläge bei den Euro-Unternehmensanleihen sehr ähnlich wie bei den Dollaranleihen und verringerten sich von Oktober 2002 bis Mai 2004 um 160 Basispunkte (Grafik VI.11).

#### *Wiederaufleben der Risikobereitschaft*

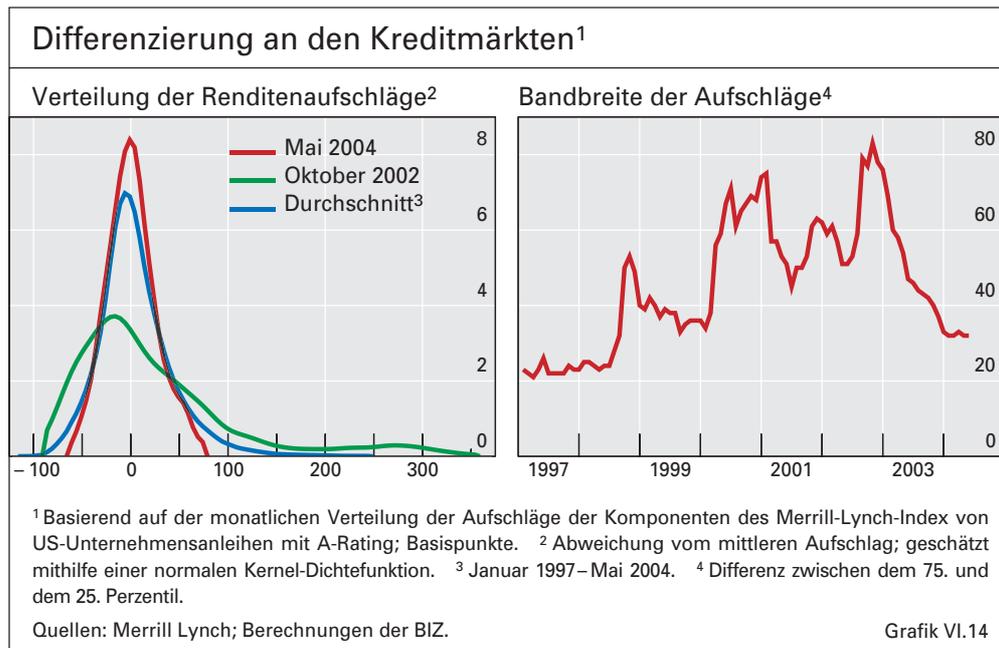
Als sich eine Bonitätsverbesserung abzuzeichnen begann, ging die Risikoprämie, die die Anleger für das Halten von Unternehmensschuldtiteln verlangten, gegenüber den hohen Niveaus von Mitte 2002 zurück. Damals hatten die Ereignisse um WorldCom dazu geführt, dass die Anleger gegenüber Schuldtiteln, bei denen eher mit einer Rating-Herabstufung zu rechnen war, vorsichtiger wurden und den verbreiteten Unregelmäßigkeiten in der Unternehmensführung mehr Beachtung schenkten. Die verhaltene Reaktion der Anleger auf negative Kreditereignisse im Jahr 2003 veranschaulicht den Stimmungswandel im Berichtszeitraum. Die Insolvenz des italienischen Nahrungsmittelkonzerns Parmalat im Dezember hätte eine marktweite Verkaufswelle auslösen können; die Inhaber von Parmalat-Anleihen dürften nämlich höhere Verluste erlitten haben als die Gläubiger von Enron und sogar WorldCom. Der von Parmalat ausgehende Ansteckungseffekt erwies sich schließlich aber als kurzlebig und begrenzt, da die rückläufige Zahl von Insolvenzen und Herabstufungen dazu beitrug, die Anleger zu beruhigen, dass es sich bei Parmalat und anderen Kreditereignissen um Einzelfälle handelte.

Gegen Ende 2003 zeigten sich die Anleger bereit, höhere Kreditrisiken einzugehen, wobei das zugrunde liegende Ausfallrisiko anscheinend keine Rolle spielte. Das tiefe Niveau der nominalen Renditen veranlasste auch sonst eher konservative Anleger, sich höher rentierenden Anleihen von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften zuzuwenden (s. weiter unten). Besonders offensichtlich war das Renditenstreben der Anleger am Markt für hoch rentierende Unternehmensanleihen. Die Anleger trieben die Preise selbst bei einer sprunghaft zunehmenden Emissionstätigkeit in die Höhe (Grafiken VI.11 und VI.12). Im zweiten Halbjahr 2003 und zu Beginn von 2004 machte der Absatz von Schuldnern mit Rating BB oder tiefer in den USA gut ein Viertel des gesamten Absatzes von Unternehmensanleihen aus, ein doppelt so hoher Anteil wie 2001/02.

Dass die Anleger in ihrem Renditenstreben bereit waren, Risiken außer Acht zu lassen, zeigte sich auch in der Verteilung der Renditenaufschläge für die Schuldner innerhalb einer bestimmten Rating-Kategorie, die auf eine geringere Differenzierung schließen lässt (Grafik VI.14). Anders als im Oktober 2002, als die Anleger sorgfältig unterschieden hatten zwischen den Schuldnern einer bestimmten Rating-Kategorie, bei denen eine Herabstufung wahrscheinlich war, und denen, die als kreditwürdiger galten, lagen die Renditenaufschläge in den ersten Monaten von 2004 viel näher beieinander. Beispielsweise waren bei Schuldnern mit A-Rating die Randbereiche der Verteilung Anfang 2004 im Vergleich zum Oktober 2002 und sogar zum längerfristigen Durchschnitt erheblich kürzer. Überdies war die Streuung der Aufschläge für A-Emittenten (gemessen anhand der Verteilung zwischen dem 75. und dem 25. Perzentil) die geringste seit Mitte 1998, wenngleich sie über dem Stand von 1997 und vom ersten Halbjahr 1998 blieb. Damals waren

Sinkende Zinsaufschläge wegen Renditenstreben ...

... bei geringerer Differenzierung zwischen Emittenten



aggressiv fremdfinanzierte Strategien, mit denen vermeintliche Anomalien der Renditenaufschläge genutzt werden sollten, unter Anleiheanlegern besonders beliebt gewesen.

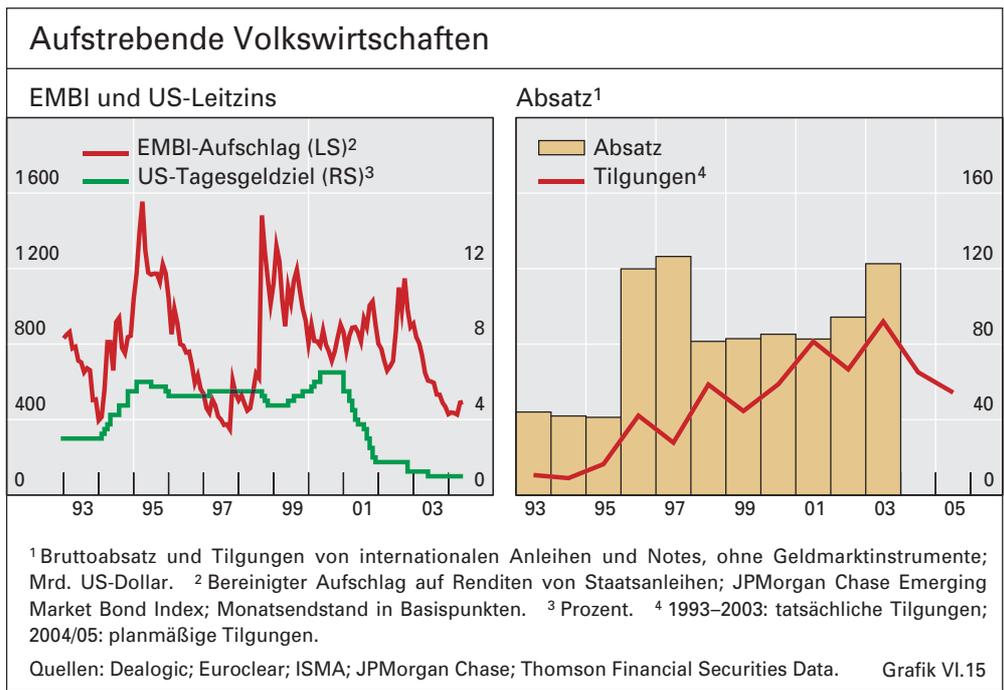
### Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

Das Zusammentreffen von besseren Aussichten für die Weltwirtschaft und erhöhter Risikobereitschaft der Anleger kam den aufstrebenden Volkswirtschaften in hohem Maße zugute. Die Renditenaufschläge auf ihre US-Dollar-Anleihen verringerten sich von Oktober 2002 bis Januar 2004 um über 500 Basispunkte. Im April 2004 kam es zu einer plötzlichen Abgabewelle, aber im Mai lagen die Aufschläge nach wie vor nur wenig über den Tiefständen von Mitte 1997 (Grafik VI.15). Gleichzeitig erreichte der Anleihenabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften den höchsten Stand seit 1997. Besonders aktiv waren die Schuldner mit sehr niedriger Bonität; der Anteil der Emissionen mit Rating B oder tiefer, u.a. von Brasilien und der Türkei, stieg von 18% des Gesamtabsatzes von aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2002 auf 33% 2003. Selbst Staaten, die in jüngster Zeit die Bedienung ihrer Auslandsschulden teilweise eingestellt hatten, insbesondere Indonesien und Pakistan, fanden bereitwillige Käufer für ihre neuen internationalen Anleihen.

#### *Anfälligkeit gegenüber Änderungen der Finanzierungsbedingungen*

Das Renditenstreben spielte zwar bei dieser Entwicklung zweifellos eine Rolle, doch lag der Verringerung der Renditenaufschläge auch die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in vielen Ländern zugrunde. Zum ersten Mal seit 1996 nahm Standard & Poor's 2003 für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften mehr Heraufstufungen als Herabstufungen vor. Am spektakulärsten war die Rating-Heraufstufung von Russland auf „investment grade“ durch Moody's im Oktober 2003, etwas mehr als fünf Jahre,

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Verbesserung der Fundamentaldaten



nachdem Russland für den Großteil seiner Anleihen ein Zahlungsmoratorium erklärt hatte. Die Aufschläge auf die Dollaranleihen Russlands hatten sich schon über ein Jahr zuvor auf „investment grade“-Niveau verringert, und Ende 2003 waren sie ähnlich wie für zahlreiche Staaten mit A-Rating.

Viele aufstrebende Volkswirtschaften sind heutzutage weniger anfällig gegenüber Änderungen der Finanzierungsbedingungen an den internationalen Märkten. Anders als in den frühen achtziger Jahren, als viele hoch verschuldete Länder zahlungsunfähig wurden, oder 1994, als Mexiko eine schwere Finanzkrise durchmachte, ist es heute wohl unwahrscheinlich, dass höhere Leitzinssätze in den wichtigsten Wirtschaftsräumen eine Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften auslösen. Dem Zinsänderungsrisiko bleiben die Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften dennoch ausgesetzt. Der starke Rückgang der US-Leitzinssätze in den Jahren 2001–03 trug mehr zur Verringerung der Zinslast bei als Veränderungen des Schuldenstands oder ein Wachstum der Exporte, insbesondere in Lateinamerika (Grafik VI.16). Inzwischen sind die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte jedoch kleiner und die Währungsreserven größer als in früheren Fällen sich weltweit verknappender Liquidität (Kapitel III und V).

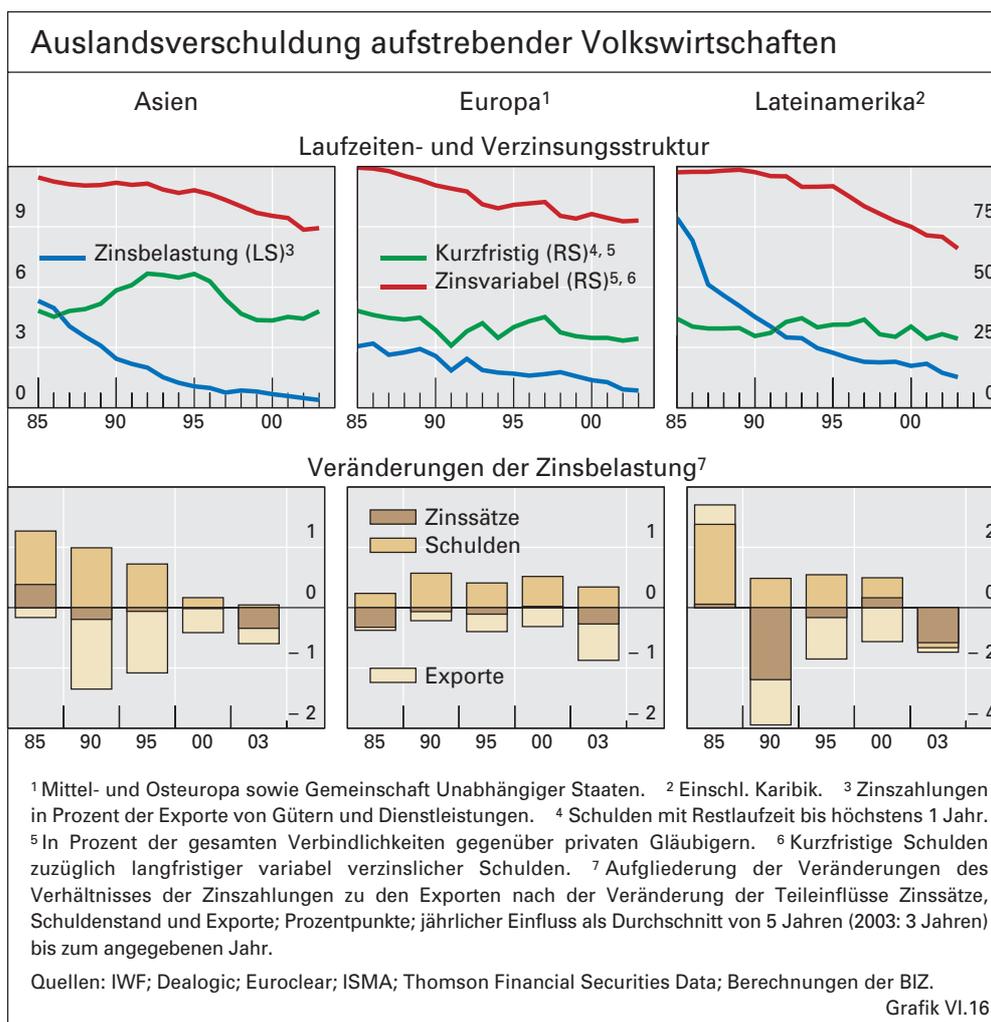
Darüber hinaus sind Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften heute weniger stark von kurzfristigen variabel verzinslichen Schulden abhängig. Der Anteil kurzfristiger Schulden, einschließlich Tilgungen, sank von 40% aller Schulden gegenüber privaten Gläubigern in den frühen neunziger Jahren auf unter 30% Ende 2003. Infolge der Verlagerung von Bankkrediten zu Anleiheemissionen nach den Brady-Bond-Ablösungen von Anfang bis Mitte der neunziger Jahre verringerten sich zugleich die variabel verzinslichen Schulden, einschließlich kurzfristige, von fast 100% der ausstehenden Schulden bei privaten Mittelgebern auf weniger als 70%. (Werden Schulden bei staatlichen Gläubigern mitberücksichtigt, ist der Anteil der variabel verzinslichen Schulden höher.) In Asien stützen sich die Schuldner stärker auf

Geringere Bedeutung kurzfristiger variabel verzinslicher Schulden ...

kurzfristige Finanzierungen als in anderen Regionen; dies ist aber auf die niedrigere Auslandsverschuldung Asiens und – innerhalb deren – auf den höheren Anteil der Außenhandelsfinanzierungen zurückzuführen. Als einzige Region verzeichnete Asien 2003 eine Zunahme der kurzfristigen Schulden (vor allem gegenüber Banken); außerhalb Asiens nutzten viele Länder die günstigen Konditionen an den internationalen Märkten, um kurzfristige Verbindlichkeiten zu tilgen.

... aber weiterhin Anfälligkeit gegenüber Änderungen der Zinsaufschläge

Die Verlagerung von (variabel verzinslichen) Bankschulden zu (festverzinslichen) Anleiheschulden verringert zwar das Zinsänderungsrisiko der Schuldner, sie beseitigt jedoch nicht das Refinanzierungsrisiko. Die Renditeaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften sind volatil als die zugrunde liegenden Renditen und können sich bisweilen so stark ausweiten, dass die Schuldner praktisch vom Markt ausgeschlossen werden – wie dies Mitte 2002 für Brasilien der Fall war. Länder mit großem Finanzierungsbedarf können dadurch in erhebliche Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Die planmäßigen Tilgungen langfristiger Schulden aufstrebender Volkswirtschaften sind 2004 und 2005 etwas niedriger; dies wird die Liquiditätsprobleme im Falle einer Ausweitung der Aufschläge etwas mildern (Grafik VI.15). Mehrere hoch verschuldete Länder, insbesondere Brasilien und die Türkei, werden jedoch weiterhin beträchtliche Tilgungen vornehmen müssen.



In den ersten Monaten des Jahres 2004 verschlechterte sich das Finanzierungsklima für die aufstrebenden Volkswirtschaften aufgrund von Hinweisen, dass die Federal Reserve früher als erwartet einen restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlagen könnte. Im April und Mai 2004 kam es zur größten Abgabewelle von Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften seit Mitte 2002, und innerhalb von nur vier Wochen stieg der EMBI-Renditenaufschlag um rund 100 Basispunkte. Auffällig war, dass der Markt für hoch verzinsliche US-Unternehmensanleihen nicht annähernd einen solchen Anstieg der Renditenaufschläge verzeichnete. Hedge-Fonds und andere Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation spielten bei dieser Abgabewelle offenbar eine wichtige Rolle, denn sie lösten plötzlich ihre Positionen in Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften in größerem Umfang auf als die Positionen in hoch verzinslichen Unternehmensanleihen. Soweit sich diese Anleger von den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgezogen haben, könnte sich die positive Korrelation zwischen den Veränderungen der Renditenaufschläge und den Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der US-Leitzinsen abschwächen, die während der Abgabewelle zu beobachten war. Dennoch könnten die Finanzierungsbedingungen auf kurze Sicht erneut unter Druck geraten, wenn sich die Risikobereitschaft an den wichtigsten Märkten verändert oder wenn es in aufstrebenden Volkswirtschaften zu wirtschaftspolitischen Rückschlägen kommt.

Aussicht auf  
höhere  
US-Leitzinsen löste  
Anfang 2004  
Abgabewelle aus

### *Umschuldungen*

In Ergänzung zu ihren Bemühungen, ihre Krisenanfälligkeit zu verringern, ergriffen einige Schuldner auch Maßnahmen, um den Prozess zur Lösung von Zahlungsproblemen im Krisenfall zu verbessern. Im Februar 2003 nahm Mexiko als erster großer Schuldner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften Mehrheitsklauseln in nach dem Recht des Staates New York begebene Anleihen auf, kurz darauf gefolgt von Brasilien und einigen weiteren großen Schuldnern. Während 2002 noch keine nach New Yorker Recht begebene Staatsanleihe eine solche Klausel enthalten hatte, war dies 2003 schon bei rund der Hälfte der Fall. Diese Klauseln sollen Umschuldungsabkommen über Staatsschulden erleichtern, indem es kleinen Anleihegläubigern erschwert wird, eine Umschuldung, die von der Mehrheit der Anleihegläubiger unterstützt wird, zu behindern. Nach der mexikanischen Schuldenkrise von 1994 war erstmals vorgeschlagen worden, diese Klauseln in Verträge über internationale Anleiheemissionen aufzunehmen. Gefördert wurde diese Entwicklung durch die Bereitschaft mehrerer G10-Länder, solche Klauseln in ihren internationalen Anleiheverträgen vorzusehen.

Wohl profitierten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften von günstigen Finanzierungsbedingungen, doch hatten die internationalen Anleger die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens als mahnendes Beispiel für die Risiken von Anlagen in Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften vor Augen. Schwierigkeiten, sich auf Gläubigervertreter zu einigen – verschärft durch das Fehlen von Mehrheitsklauseln in vielen der notleidenden Anleihen und durch den großen Anteil notleidender Schulden, der von in Argentinien ansässigen Gläubigern gehalten wurde –, verzögerten dort die Verhandlungen, und

Langsame  
Fortschritte bei der  
Umschuldung in  
Argentinien ...

Uneinigkeit über die Zahlungsfähigkeit des argentinischen Staates dürfte sie noch weiter in die Länge ziehen. Die Regierung unterstrich die Unsicherheit der wirtschaftlichen Erholung und das Ausmaß der sozialen Probleme Argentiniens, um die vorgeschlagene Herabsetzung des Nominalwerts der notleidenden Schulden um 75% sowie die Teilzahlung der Zinsrückstände zu rechtfertigen. Dagegen wiesen die Gläubiger auf die Stärke der Erholung und die Verbesserung der Haushaltslage Argentiniens hin, um ihrer Forderung nach einer niedrigeren Schuldenstreichung Nachdruck zu verleihen.

... aber hoffentlich  
raschere als in den  
achtziger Jahren

Die argentinische Umschuldung unterscheidet sich von vielen Umschuldungsprozessen der achtziger Jahre. Damals waren den endgültigen Umschuldungsabkommen mehrere Schuldenrestrukturierungen vorausgegangen, da die Banken Kapitalabschreibungen vermeiden wollten und daher Zahlungen bei Fälligkeit verlängerten. Bei den Verhandlungen mit in jüngster Zeit zahlungsunfähig gewordenen Ländern wie Russland oder Ecuador zeigten sich die Anleihegläubiger dagegen eher bereit, Kürzungen des Nominalwerts ihrer Anleihen zu akzeptieren. Einer der Gründe hierfür sind die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften. Insbesondere haben die Banken einen gewissen Ermessensspielraum, wann sie Kreditverluste ausweisen, während viele Anleihebesitzer ihr Portfolio täglich zum Marktwert bewerten und daher etwaige Verluste des Barwerts ihrer Bestände sofort ausweisen müssen. Damit haben Anleihebesitzer – die den größten Teil der Schulden Argentiniens halten – ein stärkeres Interesse als Banken, sich auf eine umfassende Umschuldung zu einigen. So vergingen zwischen dem Schuldenmoratorium Mexikos im August 1982 und dem Abschluss des Brady-Plans im März 1990 acht Jahre, während Russland nur zwei Jahre und Ecuador sogar weniger als ein Jahr nach der Zahlungseinstellung eine Einigung mit den Anleihegläubigern erzielten.

## Hintergründe und Folgen des Renditenstrebens

Das Renditenstreben, das an den Märkten für Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften die Renditenaufschläge nach unten drückte, wurde vor allem durch das Zusammenwirken zweier Faktoren bestimmt. Erstens wandten sich viele Anleger von risikoarmen Staatsanleihen ab und höher rentierenden, aber auch riskanteren Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zu, um wieder die nominalen Renditen zu erreichen, die sie bei höheren Zinssätzen erzielt hatten. Zweitens suchten zahlreiche Portfoliomanager nach höher rentierenden Instrumenten zur Bildung von verbrieften Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO), um sich die Tatsache zunutze zu machen, dass die Renditenaufschläge auf solchen Instrumenten nach wie vor höher waren, als die erwarteten Ausfallverluste implizierten.

### *Nominale Zielrenditen*

Anleger zögerten,  
nominale  
Zielrenditen  
anzupassen ...

Zahlreiche Anleger schienen aus verschiedenen Gründen nicht gewillt oder nicht imstande zu sein, ihre nominalen Zielrenditen an die veränderten Marktbedingungen anzupassen. Mit historisch tiefen Nominalrenditen auf

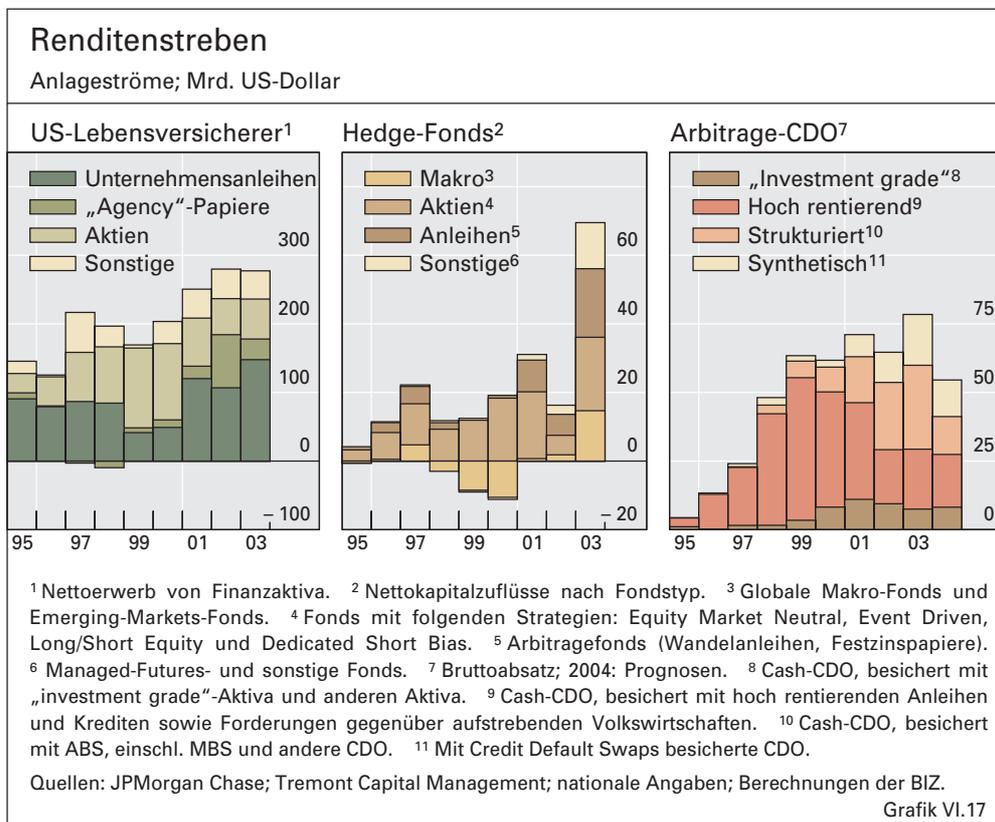
erstklassigen Staatspapieren konfrontiert, suchten diese Anleger 2003 und Anfang 2004 an den Märkten für Unternehmensanleihen und Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften nach höheren Renditen; sie hofften, so die hohen Renditen halten zu können, die sie zuvor mit Positionen in Staatsanleihen erreicht hatten.

In der Weigerung, in einer Phase niedrigerer Zinssätze die nominalen Zielvorgaben anzupassen, dürften wohlbekannte psychologische Faktoren zum Ausdruck gekommen sein. Beispielsweise trafen einige Anleger offenbar bestimmte Entscheidungen, ohne komplexere Faktoren in ihre Überlegungen einzubeziehen, eine Erscheinung, die in der verhaltensorientierten Finanzmarktforschung („Behavioural Finance“) als Narrow-Framing-Effekt bekannt ist. Dabei ignorierten sie möglicherweise, dass die Nominalzinsen vor allem deshalb tiefer waren, weil die erwarteten Inflationsraten zurückgegangen waren. Außerdem verwendeten manche Anleger ihre bisherigen Renditziele als Referenzpunkt; dieser so genannte Status-quo-Effekt oder -Bias bedeutet, dass den Nachteilen des Status quo weniger Gewicht beigemessen wird als den Nachteilen möglicher Alternativen.

Darüber hinaus hing das Festhalten an nominalen Zielrenditen wohl auch mit institutionellen oder regulatorischen Einschränkungen zusammen. Lebensversicherungen und Pensionsfonds verwalten ihre Aktiva in der Regel mit Blick auf die Passiva. In einigen Ländern sind die Passiva mit einer garantierten Mindestrendite verknüpft. Diese Rendite kann gesetzlich festgelegt sein; so ist z.B. in beitragsorientierten Betriebsrentenplänen in der Schweiz eine Mindestverzinsung der Anlagen vorgeschrieben. Sie kann aber auch vertraglich definiert werden, wie etwa in Japan und im Vereinigten Königreich, wo

... wegen psychologischer Faktoren ...

... sowie institutioneller und regulatorischer Beschränkungen



Lebensversicherungen in den siebziger und achtziger Jahren eine garantierte Mindestverzinsung anboten. Als die Zinssätze sanken, überstiegen die garantierten Sätze mit der Zeit die auf erstklassigen Staatsanleihen erhältlichen Renditen. Die sich daraus ergebende Finanzierungslücke veranlasste diese institutionellen Anleger, sich Instrumenten mit höherer Rendite, aber auch höherem Risiko zuzuwenden.

Selbst in Ländern ohne garantierte Mindestverzinsung führten Wertänderungen der Passiva oft zu riskanterem Verhalten. Im Vereinigten Königreich und in den USA ist der Zinssatz, mit dem die Verbindlichkeiten aus leistungsorientierten Betriebsrentenplänen abgezinst werden, mit den Marktsätzen verknüpft. Ein Zinsrückgang kann daher einen erheblichen Anstieg der Verbindlichkeiten bewirken. Angesichts der Verluste aus ihren Aktienportfolios in den Jahren 2001–03 und um die Aktiva enger auf die Passiva abzustimmen, dürften Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds vermehrt bereit gewesen sein, in festverzinslichen Instrumenten mit einer höheren erwarteten Rendite zu investieren. In den USA entfiel der Großteil solcher Käufe auf Titel von Unternehmen und staatlich unterstützten Finanzinstituten („Agencies“), da diese gegenüber Schatzpapieren eine Renditensteigerung boten (Grafik VI.17). Angelockt durch die hohen Renditen zahlreicher Hedge-Fonds in den letzten Jahren investierten institutionelle Anleger zudem stark in diese Anlagekategorie und trugen dort 2003 zu einem Rekordzufluss bei.

#### *Die Rolle von Arbitrage-CDO*

Im Gegensatz zu anderen renditenorientierten Anlegern wurden Portfoliomanager, die Arbitrage-CDO einsetzten, nicht durch das tiefe Zinsniveau, sondern durch die hohen Renditenaufschläge auf Anleihen mit niedrigerem Rating motiviert. Mit Arbitrage-CDO machen sich Portfoliomanager die Tatsache zunutze, dass die Renditenaufschläge auf einzelnen Unternehmensanleihen oft viel höher sind, als zur Deckung erwarteter Ausfallverluste nötig wäre. Sie bilden aus Anleihen mit niedrigerem Rating einen Sicherheitenpool und begeben darauf mehrere Anleihetranchen, die größtenteils ein AAA-Rating aufweisen. Die Tranchen mit niedrigerem Rating absorbieren als Erste etwaige Verluste aus dem Sicherheitenpool und schützen so die AAA-Tranchen. Die erforderliche Absicherung hängt von den erwarteten Verlusten, den geschätzten Ausfallkorrelationen und dem Diversifizierungsgrad des Sicherheitenpools ab.

Selbst als die Renditenaufschläge 2003 kleiner wurden, waren sie für verschiedene Arten von Sicherheiten immer noch hoch genug, um den Absatz von Arbitrage-CDO steigen zu lassen. Je mehr die CDO-Manager auf der Suche nach Sicherheiten waren, umso mehr verringerten sich die Renditenaufschläge. Es überrascht nicht, dass hoch rentierende Anleihen, u.a. aus aufstrebenden Volkswirtschaften, in den Anfangsjahren die bevorzugte Sicherheit waren (Grafik VI.17). Als jedoch solche Sicherheiten immer weniger erhältlich waren, wandten sich die CDO-Manager vermehrt „investment grade“-Schuldtiteln zu. Im Jahr 2003 war dann ein großer Teil der neuen Arbitrage-CDO durch forderungsunterlegte Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS), darunter MBS und andere CDO, gedeckt, bei denen die Renditenaufschläge

Arbitrage-CDO-Absatz trug zu niedrigeren Renditenaufschlägen bei

langsamer zurückgegangen waren. In Europa dominieren am Markt immer mehr synthetische CDO, die sich auf Credit Default Swaps statt auf Barabsicherungen stützen. Anfang 2004 schließlich waren die Renditenaufschläge offenbar allgemein so klein geworden, dass der Absatz von Arbitrage-CDO sank.

### *Folgen des Renditenstrebens*

Das Streben nach Renditen ist mit dem Eingehen von Risiken verbunden; eine höhere Rendite bedeutet in der Regel ein höheres Risiko. Dennoch schienen viele Anleger die möglichen nachteiligen Folgen des Eingehens solcher zusätzlichen Risiken außer Acht zu lassen. Einige stellten ihr eingegangenes Risiko als gering dar, indem sie die Vorteile einer Diversifizierung hervorhoben. Dafür „zweckentfremdeten“ sie bisweilen die Instrumente für die Analyse des Risikos an den Aktienmärkten. Zum Beispiel verwendeten zahlreiche Anleger die Standardabweichung der Renditen, um die Diversifizierungsgewinne bei Unternehmensanleihen zu bewerten. Wegen der Bedeutung des Ausfallverlustrisikos eignet sich eine solche symmetrische Risikomessgröße jedoch nicht für die Analyse des Kreditrisikos. Andere Anleger gingen von der Annahme aus, dass sie ihre Positionen auflösen könnten, bevor große Verluste einträten. Dies galt besonders bei den Carry Trades – Zinsdifferenzgeschäften, mit denen das tiefe Niveau der kurzfristigen Zinssätze genutzt werden sollte. Hedge-Fonds und andere Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation tätigten Meldungen zufolge umfangreiche Geschäfte, indem sie kurzfristige Kredite aufnahmen und die Mittel in längerfristigen Instrumenten mit höherer Rendite anlegten.

Renditenstreben kann zu übermäßiger Risikobereitschaft führen ...

Durch das Renditenstreben sind die Risikoprämien, die die Anleger für die Übernahme des Kreditrisikos erhalten, gesunken. Treten unerwartete Ausfallverluste in einem Ausmaß ein, das diese Prämien weit übersteigt, kann dies schlimme Folgen sowohl für die Anleger als auch für die Emittenten haben. Ungewöhnlich große Verluste könnten Anleger, die kein entsprechendes Risikomanagement betreiben, in finanzielle Schwierigkeiten bringen. Dies könnte eine Neubewertung der Risiken auslösen, was eine Rückkehr zu hohen Renditenaufschlägen und höhere Finanzierungskosten für alle Schuldner zur Folge hätte, auch für die, deren Bonität sich verbessert. Darüber hinaus könnten die Schuldner in ungewöhnlich hohem Ausmaß einem Wandel der Risikobereitschaft der Anleger und damit der Gefahr eines plötzlichen Verlusts des Marktzugangs ausgesetzt sein. Ein solcher Wandel könnte eintreten, wenn die risikofreien Zinssätze so stark ansteigen, dass auch risikoärmere Anlagen wieder eine nominale Rendite bieten, die nahe der Zielrendite der Anleger liegt. Die Ausweitung der Renditenaufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften gegen Ende des Berichtszeitraums hat gezeigt, wie wichtig das allgemeine nominale Renditenniveau für diese Aufschläge in der Tat ist. Nicht zuletzt kann eine falsche Bepreisung von Risiken der ökonomischen Effizienz insgesamt schaden, da sie zu Fehlallokationen von Ressourcen führt.

... mit möglicherweise nachteiligen Folgen

## VII. Finanzsektor

### Schwerpunkte

Überall in den Industrieländern verbesserte sich im Berichtszeitraum die Ertragslage im Finanzsektor. Die Geschäftsbanken hatten den jüngsten Konjunkturabschwung unbeschadet überstanden und konnten u.a. infolge geringerer Kreditverluste höhere Erträge verbuchen. In Ländern, in denen der Bankensektor vor kurzem unter Druck geraten war, haben Maßnahmen zur Lösung seit langem bestehender Probleme und günstigere gesamtwirtschaftliche Bedingungen die Lage verbessert. Auch den Versicherungsgesellschaften gelang es, ihre angeschlagenen Finanzen wieder etwas in Ordnung zu bringen, unterstützt von positiven Entwicklungen an den Märkten für Vermögenswerte.

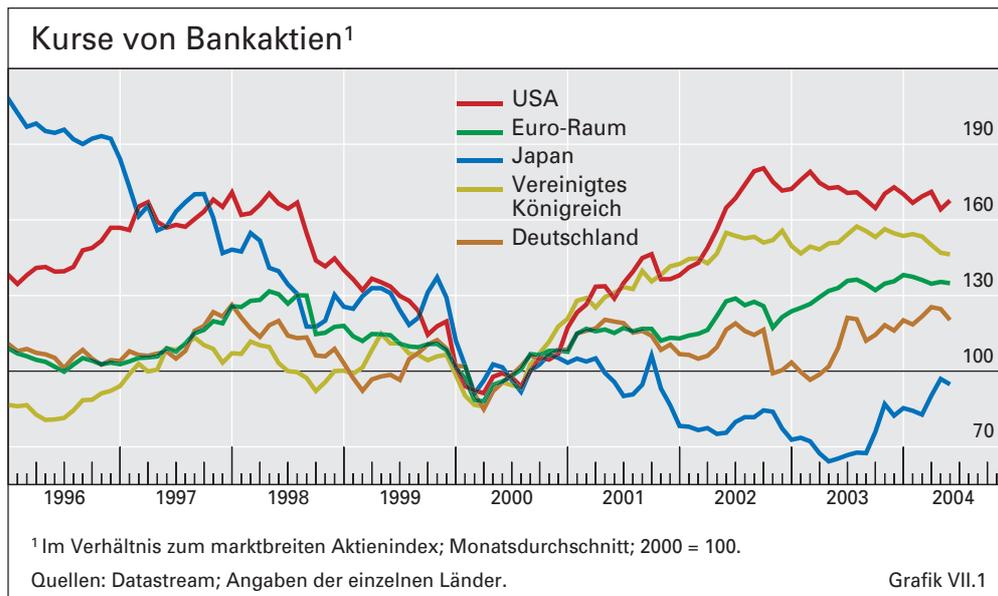
Die sich festigende konjunkturelle Erholung hatte erheblichen Einfluss auf die Ertragslage der Finanzinstitute, doch auch etliche strukturelle Faktoren spielten nach wie vor eine wichtige Rolle. Die Bemühungen der Banken, durch Rationalisierung ihrer Betriebsabläufe, Konsolidierung und neue Technologien ihre Effizienz zu steigern, verbesserten auch ihre Kostensituation. Die Weiterentwicklung und zunehmende Tiefe der Märkte für Verbriefungen und Risikotransfer trugen außerdem dazu bei, dass Anspannungen auf einen größeren und stärker diversifizierten Kreis von Akteuren verteilt wurden, wodurch die Widerstandsfähigkeit der Finanzsysteme gegen negative Schocks gestärkt wurde.

Die wichtigste Frage ist nun, ob der Finanzsektor, der im Konjunkturabschwung vergleichsweise ungeschoren davongekommen ist, vor der allgemeinen Konjunktur wieder in Fahrt kommen könnte. Auf der Suche nach rentablen Einsatzmöglichkeiten für ihr angesammeltes Kapital dürften einige Institute Anlagen auf der Grundlage sehr vager Annahmen zur künftigen Wachstums- und Zinsentwicklung getätigt haben.

### Ertragslage des Finanzsektors

Finanzsektor in sich  
verbesserndem  
wirtschaftlichem  
Umfeld stärker

Die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Lage im Berichtszeitraum brachte konkrete Ergebnisse für den Finanzsektor in den Industrieländern. Als sich die Anzeichen einer allgemeinen konjunkturellen Erholung mehrten, stabilisierten sich die Unternehmensgewinne, die Risikoerwartungen gingen zurück, und die Preise für Finanzvermögenswerte stiegen wieder an (Kapitel VI). Unter diesen Bedingungen verbesserte sich die Ertragslage der Geschäftsbanken sowohl in Ländern mit solidem Finanzsektor als auch dort, wo Institute unter Druck geraten waren (Grafik VII.1). Zudem ließen günstige Bedingungen an den Märkten für Vermögenswerte die Erträge aus



dem Investment Banking steigen und verhalfen den Versicherungsgesellschaften zu Fortschritten bei der Sanierung ihrer geschwächten Bilanzen.

### Geschäftsbanken

Gesunkene Ausfallquoten, gestiegene Anlagerenditen und die verbesserte Kostenkontrolle stärkten die Rentabilität der Geschäftsbanken auf beiden Seiten des Atlantiks. Generell wurden bei konservativeren Kreditvergabebedingungen als noch zu Beginn der neunziger Jahre und geringeren Rückstellungen für notleidende Kredite solide Erträge erzielt.

Die Robustheit der Rentabilität der Geschäftsbanken stellte deren Fähigkeit unter Beweis, unverzüglich ihren Business Mix anzupassen, wenn ihre Einnahmen unter Druck gerieten. Eine erste Herausforderung für das Einnahmenwachstum war die anhaltend gedämpfte Kreditnachfrage im Unternehmenssektor, insbesondere in den USA. Wenngleich sich die Qualität der ausstehenden Kredite verbesserte, blieb diese Herausforderung bestehen, denn im Zuge ihrer fortgesetzten Bemühungen um eine Stärkung ihrer Bilanzen gaben die Unternehmen Effizienzsteigerungen den Vorzug gegenüber Kapazitätserweiterungen (Kapitel II und VI). Angesichts der schwachen Nachfrage nach Unternehmenskrediten steigerten die US-Banken stattdessen ihre Gebühreneinnahmen, gestützt auf die anhaltend stabile Ausgabenneigung und die Hypothekenrefinanzierung bei den privaten Haushalten. Auch die europäischen Kreditinstitute konzentrierten sich in ihrem Wachstumsstreben auf die Verbraucherkredite, die im vergangenen Jahr 70% ihrer Einnahmen ausmachten. Der robuste Markt für Hypothekenkredite an private Haushalte mit seinen im Vergleich zu den Einnahmen geringen Refinanzierungskosten trug zum Aufbau eines Eigenkapitalpolsters bei. Besonders rentabel war dieser Geschäftsbereich in Spanien und im Vereinigten Königreich.

Eine zweite Herausforderung waren die niedrigen Leitzinsen und die rückläufigen Kreditzinsspannen, die die Marge zwischen Kredit- und Einlagenzinsen schrumpfen ließen. Dies war besonders in Europa von Bedeutung, wo die Zinsmargen mehr als die Hälfte der Bankeinnahmen

Höhere Gewinne der Banken aus den USA und Europa ...

... trotz schleppender Kreditvergabe an Unternehmen ...

... und enger Margen

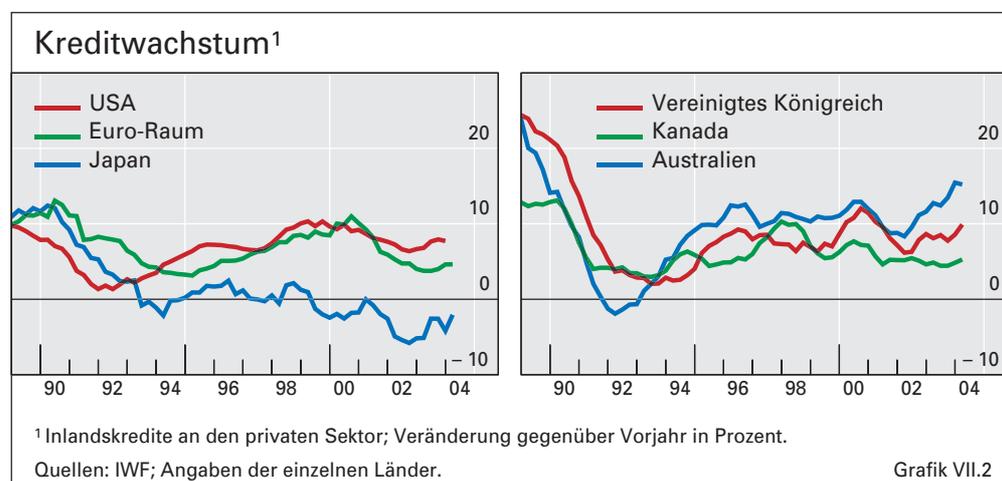
Rentabilität großer Banken <sup>1</sup>												
In Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
USA (11)	1,52	1,71	2,04	0,69	0,69	0,44	3,11	3,11	2,99	4,03	3,54	3,41
Kanada (5)	0,91	0,61	1,00	0,41	0,58	0,23	1,96	2,07	1,99	2,84	2,75	2,78
Japan (11)	-0,69	-0,45	0,07	1,15	0,64	0,20	1,01	1,00	0,55	1,01	1,01	0,80
Australien (4)	1,47	1,49	1,49	0,27	0,26	0,21	2,22	2,16	2,13	2,15	2,04	2,30
Vereinigtes Königreich (5)	1,24	1,08	1,22	0,32	0,36	0,32	2,04	1,96	1,82	2,38	2,24	2,12
Schweiz (2)	0,41	0,06	0,63	0,10	0,14	0,03	0,68	0,84	0,88	2,83	2,40	2,03
Schweden (4)	0,83	0,69	0,77	0,10	0,09	0,10	1,50	1,48	1,44	1,53	1,44	1,37
Österreich (2)	0,44	0,46	0,53	0,39	0,39	0,36	1,66	1,80	1,72	1,76	1,92	1,85
Deutschland (4)	0,14	0,05	-0,20	0,24	0,39	0,28	0,90	0,82	0,79	1,77	1,68	1,66
Frankreich (3)	0,67	0,46	0,58	0,16	0,17	0,18	0,65	0,75	0,91	1,50	1,48	1,55
Italien (5)	0,90	0,53	0,81	0,53	0,63	0,51	2,21	2,25	2,05	2,42	2,44	2,52
Niederlande (3)	0,62	0,46	0,65	0,20	0,26	0,20	1,57	1,62	1,63	2,08	1,95	1,86
Spanien (3)	1,20	1,05	1,27	0,56	0,55	0,44	2,92	2,72	2,38	2,61	2,37	2,12

<sup>1</sup> Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. Australien, Japan, Kanada: Fiskaljahre.  
Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.1

ausmachen (Tabelle VII.1). Die spanischen Geschäftsbanken, die in intensivem Wettbewerb mit Nichtbankfinanzinstituten standen, sowie der fragmentierte italienische Bankensektor gerieten bei ihren Einnahmen relativ stark unter Druck, konnten allerdings die Erträge aus der Vermögensverwaltung deutlich steigern. In Frankreich, wo die Margenabhängigkeit traditionell geringer ist, wurden die Gewinne u.a. durch eine Senkung der regulierten Einlagenzinssätze gestützt. In den USA waren die Zinsmargen weiterhin höher als in allen anderen Industrieländern, wenngleich sie in historischer Betrachtung nach wie vor niedrig waren und durch höhere Gebühren- und Provisions-einnahmen wettgemacht werden mussten.

Deutsche Banken  
stellten sich den  
Herausforderungen

Bei der allgemein positiven Verfassung der europäischen Banken bildete Deutschland die wichtigste Ausnahme. Hier wurden die Erträge der Banken weiterhin durch den intensiven Wettbewerbsdruck und die unzureichende



Rolle der Marktdisziplin bei der Förderung eines soliden Risikomanagements gedämpft. Der Konjunkturabschwung drückte die Gewinne der deutschen Banken auf den niedrigsten Stand unter den europäischen Industrieländern. Marktbeobachter schätzen zudem, dass 9,5% der Gesamtausleihungen im deutschen Bankensektor notleidend sind – ein Erbe der früheren Bestrebungen, durch hochriskante Ausleihungen mehr Einnahmen zu erzielen. Vor diesem Hintergrund – und im Hinblick auf den Wegfall der Staatsgarantien 2005 – haben einige Rating-Agenturen die Märkte darauf aufmerksam gemacht, dass bei den betroffenen Instituten mit Herabstufungen zu rechnen sein wird.

Doch es gab im deutschen Bankensektor auch einige vielversprechende Entwicklungen, die in erster Linie auf die Initiative der größeren Institute des privaten Sektors zurückgingen. Anfang 2003 verbesserte sich die Liquidität der Bankbilanzen dadurch, dass die Kreditqualität durch Verbriefungen gesteigert wurde. Die Umstrukturierung von Problemkrediten für den späteren Verkauf an internationale Anleger führte später im Jahr außerdem zu einer höheren Eigenkapitalausstattung.

### *Das japanische Bankensystem*

Trotz des anhaltenden Einflusses gewisser chronischer Schwachstellen gab es bei den japanischen Banken 2003 ermutigende Anzeichen der Besserung. Infolge der Erholung der Gesamtwirtschaft, der Linderung des Problems notleidender Kredite und der Stärke des Aktienmarktes übertraf der operative Gewinn der Großbanken zum ersten Mal seit 11 Jahren ihre Kreditkosten.

Japanische Banken wieder in der Gewinnzone ...

Das Problem notleidender Kredite, das das japanische Bankensystem seit einem Jahrzehnt belastet, schien im Berichtszeitraum endlich geringer zu werden. Die Großbanken verstärkten ihre Bemühungen, das von der Aufsichtsbehörde gesetzte Ziel zu erreichen, nämlich den Anteil der notleidenden Kredite in den drei Jahren bis Ende März 2005 zu halbieren. Sie scheinen dabei auf gutem Wege zu sein, denn in den zwei Jahren bis Ende März 2004 haben sie bereits schätzungsweise ¥ 13,2 Bio. an notleidenden Krediten abgebaut. Dagegen verzeichneten die regionalen Banken weit weniger Fortschritte; ihre notleidenden Kredite verringerten sich nur leicht von ¥ 14,8 Bio. im März 2002 auf ¥ 13,9 Bio. im September 2003 (Grafik VII.3).

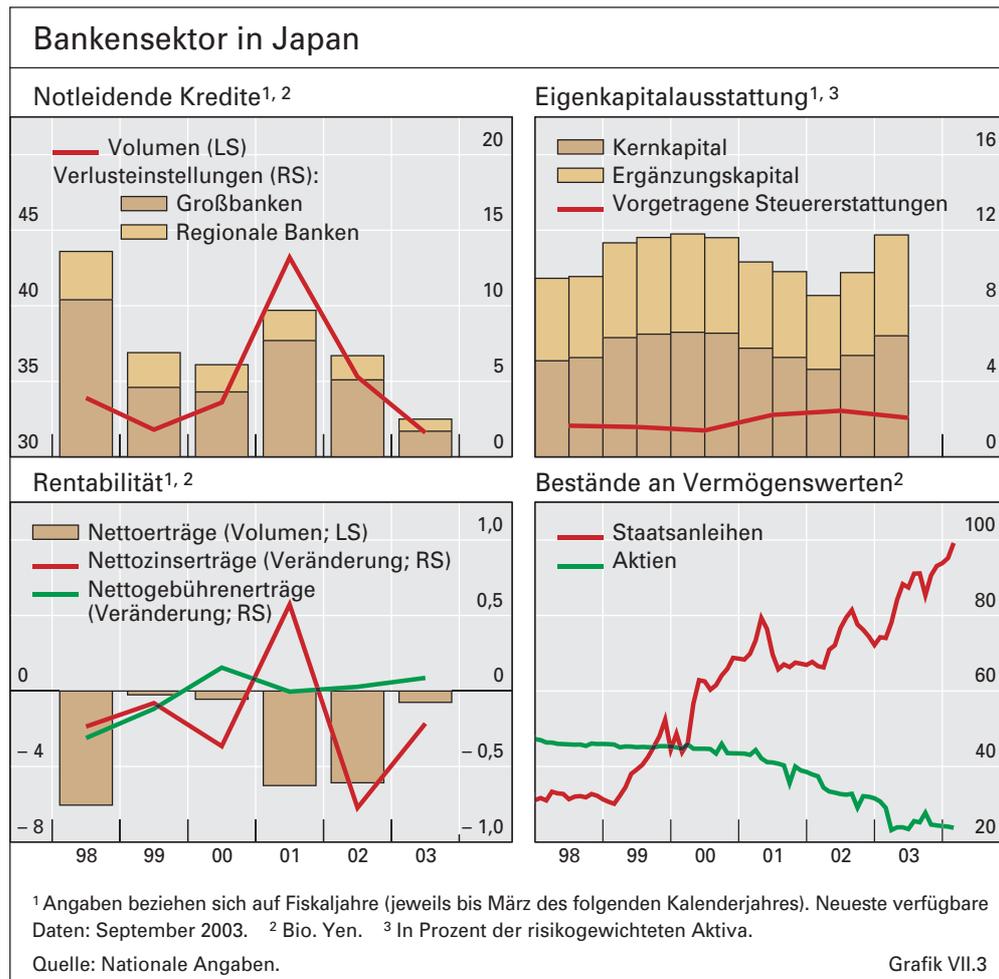
... mit geringerer Belastung durch notleidende Kredite ...

Unerwartet gestützt wurden die Bankgewinne vom Aufschwung am Aktienmarkt, der die Abschreibung von notleidenden Krediten erleichterte. Um die Vorgaben der Aufsichtsbehörde zu erfüllen, hatten die Großbanken ihre Aktienbestände in den Vorjahren drastisch verringert. In den letzten Monaten wurde diese Veräußerungswelle umgekehrt, um vom Aufschwung am Aktienmarkt zu profitieren. Da die Aktiengewinne die Verluste am Anleihemarkt mehr als ausglich, konnten die Banken zum ersten Mal seit der Einführung der Bilanzierung zu Marktwerten im April 2001 wieder Nettogewinne aus der Neubewertung von Wertpapieren verbuchen. Da die Aktienbestände der Großbanken nur geringfügig höher waren als ihr Kernkapital, waren diese zugleich in einer günstigeren Ausgangsposition für den Fall künftiger Aktienkurschwankungen.

... und Vorteilen durch Erholung am Aktienmarkt

Dennoch verbleiben Risiken. Die Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds dürfte zwar die Anfälligkeit der Banken verringert haben, doch

Doch Margen noch immer eng ...



hatte sie nur einen begrenzten Effekt auf die Zinsmargen, die immer noch viel niedriger waren als in anderen Industrieländern. Zum Teil hängt das Problem der engen Zinsmargen allerdings damit zusammen, dass die Einlagenzinsen im derzeit deflationären Umfeld durch die Nullzinsgrenze beschränkt werden. Auch Strukturprobleme, wie die Konkurrenz aus dem öffentlichen Sektor und das Fehlen einer risikoorientierten Preisbildung, spielen eine Rolle. Es gibt gelegentliche Hinweise darauf, dass einzelne Banken einige Maßnahmen ergriffen haben dürften. Allerdings stellt sich die Frage, wie dies der gesamte Sektor tun könnte, ohne dass das Kreditangebot für die Unternehmen beeinträchtigt wird.

Die Qualität der Eigenkapitalbasis der Banken erfordert ebenfalls besondere Beachtung, da öffentliche Mittel und vorgetragene Steuerrückerstattungen noch immer einen Großteil des Kernkapitals ausmachen. Die Eigenkapitalquoten sind im Fiskaljahr bis Ende März 2003 leicht gesunken und dann in der ersten Hälfte des darauf folgenden Fiskaljahres wieder deutlich gestiegen. Hinter den höheren Eigenkapitalquoten verbirgt sich indes ein erheblicher Rückgang bei den risikogewichteten Aktiva in diesem Zeitraum.

Ein eher heikler Punkt ist in diesem Zusammenhang die Rolle des Staates bei der Restrukturierung von Banken. Umfangreiche öffentliche Finanzspritzen zur Rekapitalisierung schwacher und zur Rettung von in

... Qualität des Eigenkapitals ungewiss ...

... und Rolle des öffentlichen Sektors unklar

Schwierigkeiten geratener Banken ließen befürchten, dass das Ausmaß staatlicher Subventionen die Reformbemühungen der Banken schwächen könnte. In dieser Hinsicht könnten einige Vorstöße aus jüngster Zeit, die darauf abzielen, andere durch staatliche Intervention verursachte Verzerrungen zu beseitigen, zu einer Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen und langfristig zu größerem Wettbewerb beitragen. Zu diesen Vorstößen gehören die Gründung von Japan Post in Form einer Kapitalgesellschaft im Jahr 2003 und – mit Wirkung vom April 2005 – die Einführung einer Obergrenze bei der Einlagensicherung sowie die Einstellung des Ankaufs notleidender Kredite durch die Industrial Revitalization Corporation.

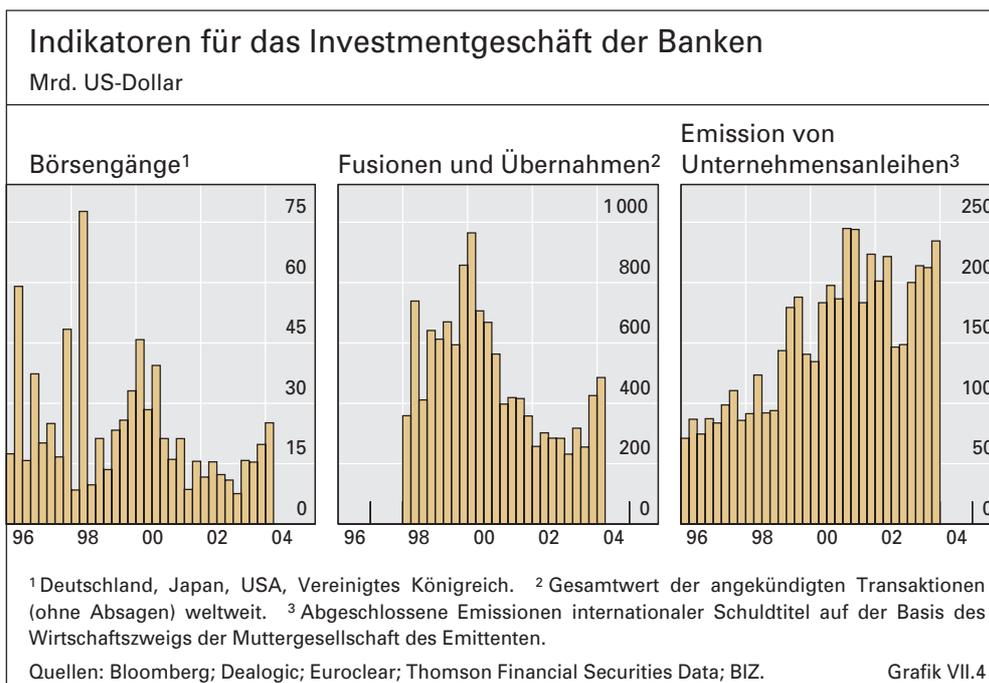
### Investment Banking

In einer Reihe von Ländern verzeichneten die Investmentbanken im vergangenen Jahr sehr positive Ergebnisse, gestützt von einer günstigen Entwicklung bei den Preisen von Vermögenswerten. Die Erholung an den Aktienmärkten belebte die Einnahmen aus dem Handel, die in den Vorjahren vor allem an den Festzinsmärkten erzielt worden waren. Eine weitere wichtige Einnahmequelle war der Handel mit hypothekarisch unterlegten Wertpapieren. Die zaghafte Belebung der Fusionen und Übernahmen sowie der Börsengänge in der zweiten Jahreshälfte nach drei Jahren verhaltener Aktivität trug nur mäßig zu den Einnahmen aus dem Beratungsgeschäft bei. Dagegen führte das wieder zunehmende Primärmarktgeschäft mit festverzinslichen Papieren zu deutlich höheren Einnahmen; die Schuldner nutzten in hohem Maße die niedrigen Zinssätze und engeren Kreditzinsspannen aus (Grafik VII.4).

Investmentbanken wieder rentabler ...

Angesichts der wieder steigenden Rentabilität begannen die Investmentbanken den Konsolidierungsprozess umzukehren, der nach dem Einbruch des Booms am Investment- und Aktienmarkt Ende der neunziger Jahre eingesetzt hatte. Die vorher drastisch gesunkenen Beschäftigungszahlen stiegen

... und auf Wachstumskurs



allmählich wieder. Mit dem Ausbau ihrer Geschäftskapazitäten und der Expansion in neue Bereiche bemühten sich die Institute aktiv um Wachstum.

### Versicherungssektor

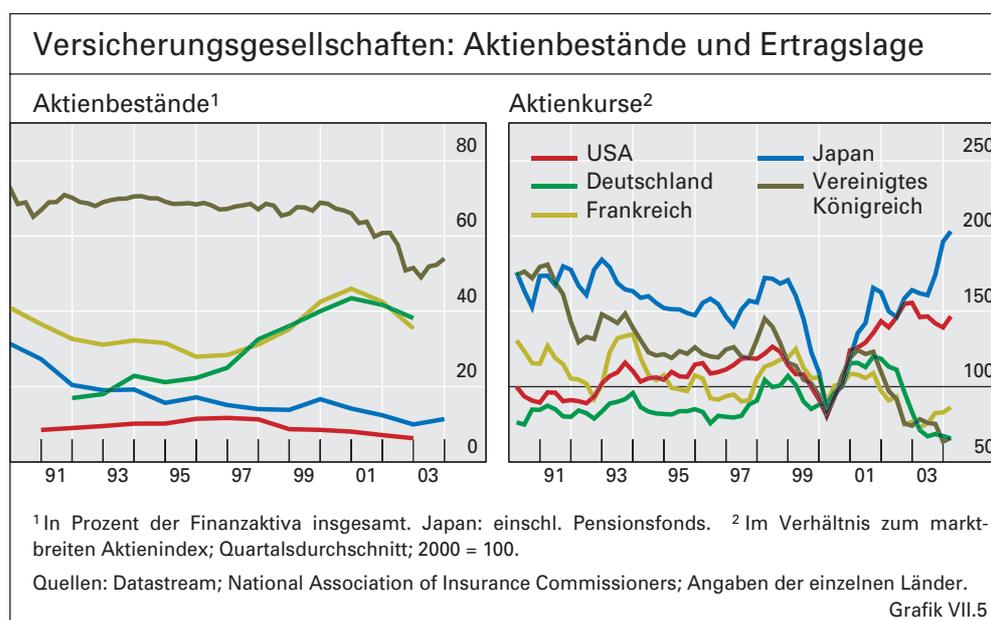
Divergenz  
zwischen ...

Die Ertragslage der Versicherungsgesellschaften wurde 2003 durch eine Reihe gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen begünstigt; zum Teil wurde dies jedoch durch Spätfolgen von früheren Problemen auf der Passivseite wieder aufgehoben. Die Bereiche Nichtlebensversicherung und Rückversicherung begannen das Jahr 2004 allgemein in besserer Verfassung als die Lebensversicherungsgesellschaften, die noch immer mit Herausforderungen bei der Eigenkapitalausstattung konfrontiert sind.

... Lebensversicherungsgesellschaften mit Belastungen aus früheren Verlusten ...

Erfolgreiche Lebensversicherungsgesellschaften stellten im Berichtszeitraum konservativ bepreiste Verbindlichkeiten festverzinslichen Anlagen mit geringer Volatilität gegenüber und profitierten von der Belebung der Aktienmärkte. Auf diese Weise konnten die französischen und die spanischen Versicherungsgesellschaften ihre robuste Ertragslage aufrechterhalten. Die Lebensversicherungsbranche in den USA, die 74% ihrer Aktiva in Anleihen hielt, profitierte insbesondere von rückläufigen Kreditverlusten. Global gesehen stützte das Steilerwerden der Renditenstrukturkurve die Gewinne der Lebensversicherungsgesellschaften, da sich die Lücke zwischen den Anlagerenditen und der garantierten Mindestverzinsung vergrößerte. Zusätzlich unterstützt von rückläufigen Sterbeziffern und dem geringeren Druck auf die Margen vonseiten der garantierten Renditen übertrafen die japanischen Gesellschaften den marktbreiten Aktienindex unter den wichtigsten Industrieländern am deutlichsten (Grafik VII.5).

Indes zeigten sich im Lebensversicherungssektor im letzten Jahr auch Probleme, die andauern dürften. In den USA führten die geringere Nachfrage nach herkömmlichen Lebensversicherungsprodukten sowie der Wettbewerbsdruck zu einer größeren Volatilität der Einnahmen und begrenzten die Kapitalakkumulation. In Deutschland und im Vereinigten Königreich hatte die Branche



mit ernsthaften Schwierigkeiten bis hin zur Insolvenz großer, landesweit tätiger Akteure zu kämpfen. Der Grund waren Verluste infolge allzu großzügiger Policen, die die Gesellschaften in ihrem Streben nach höheren Renditen zu riskanteren Anlagen veranlasst hatten.

In der Europäischen Union stellen die geplanten Änderungen der Bilanzierungsrichtlinien und der aufsichtlichen Solvenzregeln die Lebensversicherungsgesellschaften vor zusätzliche Herausforderungen. Ziel der vorgeschlagenen neuen internationalen Rechnungslegungsstandards ist eine transparentere Abstimmung zwischen den Anlagerenditen und den abgeschlossenen Policen, doch dürfte damit auch die Volatilität der ausgewiesenen Erträge zunehmen. Mit der Einführung neuer Solvenzregeln dürften sich außerdem bei etlichen Gesellschaften in der Europäischen Union die Eigenkapitalanforderungen erhöhen. Der auf € 65 Mrd. geschätzte Kapitalfehlbetrag, mit dem die europäische Lebensversicherungsbranche konfrontiert worden wäre, wenn diese Anforderungen bereits 2003 gegolten hätten, entfällt größtenteils auf Versicherungsgesellschaften in Deutschland, Schweden und dem Vereinigten Königreich. Der latente Fehlbetrag entspricht rund einem Viertel der gesamten Eigenkapitalbasis der Branche, konzentriert sich aber auf ungefähr ein Drittel der Gesellschaften. Branchenbeobachter erwarten daher eine erhebliche Umverteilung von Marktanteilen zugunsten von Lebensversicherungsgesellschaften mit starken und stabilen Bilanzen.

... sowie neuen regulatorischen Herausforderungen ...

In der Nichtleben-Branche hatten die versicherungstechnische Disziplin sowie ein unterdurchschnittliches Auftreten von Naturkatastrophen eine stabile Ertragslage zur Folge. Aufgrund besserer versicherungstechnischer Ergebnisse sanken bei den US-Nichtleben-Gesellschaften die Verlustquoten sogar bei steigenden Kosten. Allerdings belastete ein höherer Bedarf an Deckungskapital für in früheren Perioden eingegangene Verpflichtungen noch immer die Rentabilität. In Europa waren die Nichtleben-Gesellschaften im Gegensatz zu den Lebensversicherungsgesellschaften gegen die Volatilität der Aktienmärkte recht gut abgesichert, und ihr Prämienaufkommen wuchs schneller als im historischen Trend. Auch bei den japanischen Nichtlebensversicherungsgesellschaften trug ein sprunghafter Prämienanstieg zur Verbesserung der Ertragslage bei.

... und Nichtlebensversicherungsgesellschaften in soliderer Verfassung

Die insgesamt lebhaftere Entwicklung der Aktienkurse in der Rückversicherungsbranche sowohl in Europa als auch in den USA war vor allem auf das größere Vertrauen des Marktes in Gesellschaften zurückzuführen, die ihre Eigenkapitalbasis energisch verstärkt hatten. In den USA erzielten neu gegründete oder vor kurzem rekapitalisierte Rückversicherungsgesellschaften eine Jahreseigenkapitalrendite von 20%. In Europa wurden 2003 höhere Gewinne verzeichnet, da der Bedarf an Deckungskapital geringer wurde und eine steile Renditenstrukturkurve die Nettoanlagerenditen steigerte.

Rückversicherungsgesellschaften bekämpften Schwäche

## Bestimmungsfaktoren der positiven Ertragslage

### *Konjunkturelle Faktoren*

Die günstige Ertragslage des Finanzsektors beruhte weitgehend auf dem Zusammentreffen mehrerer konjunktureller Faktoren, darunter vor allem die

Finanzsektor  
 profitierte von  
 Konjunkturerholung  
 und niedrigen  
 Zinsen

raschere Konjunkturerholung und die akkommodierende Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, insbesondere der Geldpolitik. Niedrige Zinssätze halfen den Instituten, ihre Positionen zu finanzieren, und federten die Auswirkungen der Anspannungen im Unternehmenssektor während des jüngsten Abschwungs auf ihr operatives Ergebnis ab. Die Preise von Vermögenswerten waren ebenfalls von großer Bedeutung für die Verfassung der Finanzinstitute. Ihre kürzliche Erholung stützte die Erträge der Investmentbanken und trug dazu bei, die Bilanzen der Versicherungsgesellschaften wieder zu stärken. In vielen Ländern erwies sich der boomende Wohnimmobilienmarkt als wichtige Einnahmequelle für die Banken. Positiv wirkte sich auch aus, dass bei den gewerblichen Immobilieninvestitionen keine Probleme auftraten; diese waren für die Banken in der Vergangenheit häufig die Ursache großer Anspannungen gewesen.

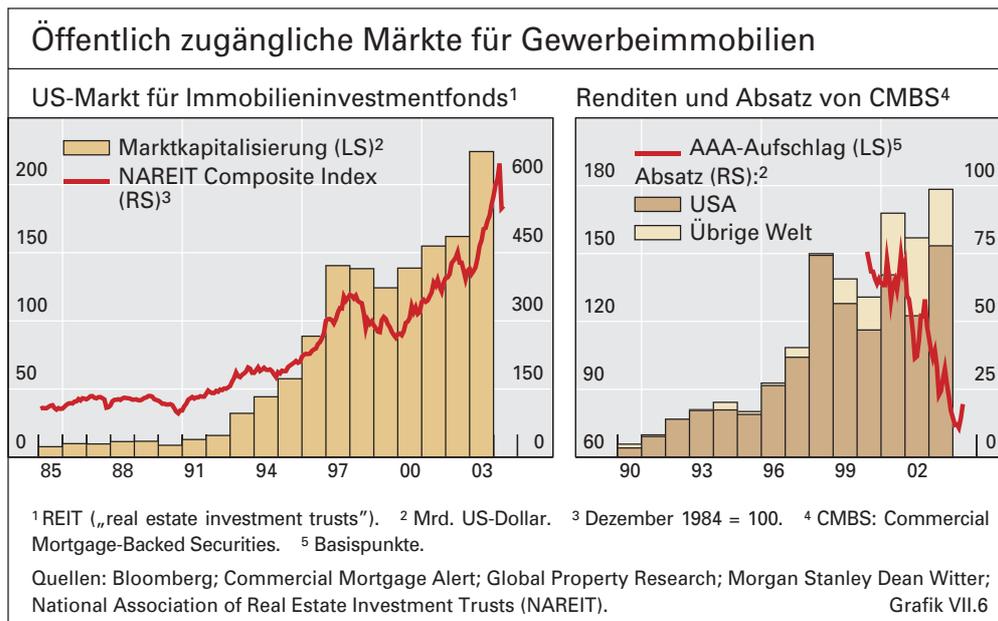
Sinkende Preise  
 von Gewerbe-  
 immobilien ...

Zwar fielen die Preise für Gewerbeimmobilien 2003 in praktisch allen Industrieländern, nachdem sie seit 1995 moderat gestiegen waren (Tabelle VII.2). Während es in den meisten Fällen nur zu mäßigen Preisrückgängen kam, betrug diese in Deutschland, Japan und Spanien mehr als 10%. Zudem blieben die Fundamentaldaten uneinheitlich. Die Nachfrage nach Büroraum erholte sich (außer bei erstklassigen Objekten) angesichts des ausbleibenden

Preise gewerblicher Immobilien <sup>1</sup>					
	1995–2002	2003	2003	<i>Nachrichtlich: Büroleerstände<sup>2</sup></i>	
	Nominale Veränderung <sup>3</sup>		Niveau <sup>4</sup>	2002	2003
USA	3,2	-2,5	35,4	15,6	16,7
Japan	-8,7	-10,2	34,5	8,0	8,5
Deutschland	4,1	-18,4	50,8	7,1	9,8
Vereinigtes Königreich	2,8	-4,1	32,7	8,0	11,3
Frankreich	5,9	-3,4	60,7	5,9	6,0
Italien	11,6	-5,1	77,6	4,7	5,4
Kanada	4,2	-2,7	47,9	13,7	15,6
Spanien	12,5	-10,9	42,3	4,8	7,7
Niederlande	7,5	-3,0	81,8	7,4	9,7
Australien	4,2	4,0	50,7	8,3	10,3
Schweiz	0,2	-2,2	59,0	8,0	10,8
Belgien	4,0	10,9	84,4	8,8	9,5
Schweden	4,9	-8,0	47,2	12,5	18,3
Norwegen	6,8	-1,9	56,3	8,3	11,0
Dänemark	7,2	-1,2	82,5	2,5 <sup>5</sup>	9,0
Finnland	4,2	-4,7	59,4	1,7 <sup>5</sup>	7,0
Irland	15,5	0,2	83,5	18,4	17,5

<sup>1</sup> Australien, Belgien, Italien, Spanien: erstklassige Lage in den größten Städten; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> Sofort verfügbarer Büroraum (einschl. Untervermietung) in sämtlichen fertig gestellten Gebäuden an einem Markt in Prozent des Gesamtbestands. Schweiz, USA: landesweit; Australien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Spanien: Durchschnitt der größten Städte; übrige Länder: Hauptstadt. <sup>3</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>4</sup> Hochphase der realen Preise gewerblicher Immobilien = 100. <sup>5</sup> 2001.

Quellen: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd.; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VII.2



Beschäftigungswachstums nicht, während die Nachfrage nach Einzelhandelsflächen vor dem Hintergrund des anhaltend starken Konsumwachstums stieg.

Dennoch blieb der Preisrückgang bei Gewerbeimmobilien, gemessen an der Größenordnung früherer Phasen, begrenzt, und das Gleiche galt für seine Auswirkungen auf die Rentabilität des Bankensektors. Ein Grund hierfür war die seit dem letzten Markteinbruch Anfang der neunziger Jahre vorsichtige Kreditvergabe für neue Gewerbeobjekte, die dazu beitrug, einen Preisboom zu verhindern. Ein weiterer Faktor war die Weiterentwicklung der Märkte für Instrumente im Zusammenhang mit der Finanzierung von Gewerbeimmobilien (forderungsunterlegte Wertpapiere, Immobilieninvestmentfonds und sonstige aktienbezogene Instrumente). Sie boten einen Ersatz für die Kreditaufnahme bei Banken und ermöglichten eine Streuung der mit ihnen verbundenen Risiken (Grafik VII.6). Die Preise dieser Instrumente stiegen infolge der stärkeren Nachfrage institutioneller Anleger, die jenseits der traditionellen Vermögenskategorien nach höher verzinslichen Anlagemöglichkeiten suchten.

... wegen Verbriefung keine Beeinträchtigung für die Bankengewinne

### Strukturelle Faktoren

Neben diesen konjunkturellen Einflüssen stützten eine Reihe von strukturellen Faktoren die günstige Entwicklung des Finanzsektors. Diese stehen im Zusammenhang mit der längerfristigen Umstrukturierung der Geschäftsbereiche der Banken, einer verstärkten Konzentration auf das Privatkundensegment und der Weiterentwicklung von Risikotransfermechanismen.

### Umstrukturierungen im Bankensektor

In den neunziger Jahren waren die Banken darauf bedacht, ihre interne Kostenstruktur zu rationalisieren und die Effizienz ihrer betrieblichen Abläufe zu steigern, und bemühten sich gleichzeitig, durch eine Diversifizierung der Einnahmen eine höhere Gewinnstabilität zu erreichen. Ein sichtbarer Nebeneffekt dieser Bestrebungen war die Welle der Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor, die die zweite Hälfte des Jahrzehnts prägte, und auch die

Umstrukturierungen haben die Widerstandsfähigkeit gestärkt

Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegenüber dem jüngsten Konjunkturabschwung ist zum Teil darauf zurückzuführen.

Die Eindämmung der internen Kosten erfolgte hauptsächlich über einen Beschäftigungsabbau. Durch den verstärkten Einsatz von Informationstechnologie und Outsourcing konnten die Banken Skaleneffekte nutzen und die betrieblichen Abläufe auf die Kernfunktionen der Intermediation und des Vertriebs von Finanzprodukten konzentrieren (Tabelle VII.3). Die Banken in Nordamerika haben diesen Prozess bereits in den frühen neunziger Jahren eingeleitet und sind damit unbestritten schneller vorangekommen. Die europäischen Finanzinstitute sind erst in jüngster Zeit wirklich auf diesen Kurs eingeschwenkt. In einer Reihe von Ländern wurde dieser Prozess dadurch ausgelöst, dass sich der öffentliche Sektor als Eigentümer von Banken zurückzog, doch standen ihm vielfach Rigiditäten an den inländischen Arbeitsmärkten im Wege. Die japanischen Banken kamen zunächst nur sehr langsam voran, haben jedoch nun die Umsetzung von Rationalisierungsplänen beschleunigt.

Anders als bei den Personalkosten ist die Entwicklung im Hinblick auf die Geschäftsstellennetze weniger einheitlich (Tabelle VII.3). Die Einführung neuer Technologien sollte zwar Vertriebskanälen, die eine höhere Kosteneffizienz aufweisen als die traditionelle Bankgeschäftsstelle, größeren Raum geben, aber der Erfolg der verschiedenen Formen des Remote Banking war bisher recht unterschiedlich. Außerdem sind die Geschäftsstellen infolge der zunehmenden Konzentration auf das Privatkundengeschäft (s. weiter unten) zu wichtigen Vertriebspunkten für eine wachsende Palette von Finanzdienstleistungen geworden.

Umstrukturierung des Bankensektors <sup>1</sup>											
	Konzentration <sup>2</sup>			Anzahl Zweigstellen <sup>3</sup>				Beschäftigung <sup>3</sup>			
	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	Veränderung <sup>5</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	Veränderung <sup>5</sup>
USA	13	21	24	72,8	77,3	84,8	0,0	1 911	1 847	2 129	0,0
Japan	42	39	42	24,7	25,4	22,7	-11,8	593	561	447	-27,8
Deutschland	17 <sup>6</sup>	17	22	43,3	47,1	38,2	-22,3	696	751	732	-3,5
Frankreich	52	38	45	25,7	25,5	26,2	0,0	399	386	384	-3,8
Vereinigtes Königreich	49	47	41	19,0	14,3	12,9	-32,4	423	360	360	-15,0
Italien	24	25	27	17,7	25,6	29,9	0,0	324	343	341	-4,3
Kanada	83	87	87	8,7	9,4	10,4	0,0	211	264	279	0,0
Spanien	38	47	55	35,2	37,6	39,4	0,0	252	242	239	-6,6
Australien	65	69	77	6,9	6,1	4,9	-31,2	357	308	344	-3,4
Niederlande	74	79	84	8,0	7,0	3,7	-54,1	123	120	140	-9,6
Belgien	48	57	83	8,3	7,4	5,6	-33,2	79	77	75	-5,6
Schweden	70	90	90	3,3	2,5	2,0	-37,2	45	43	42	-7,7
Österreich	35	44	44	4,5	4,7	4,4	-6,2	75	75	75	-2,4
Schweiz	54	73	80	4,2	3,3	2,7	-35,9	120	107	100	-16,8
Norwegen	68	59	60	1,8	1,6	1,2	-32,9	31	24	22	-22,4
Finnland	65	77	79	3,3	1,7	1,6	-55,8	50	30	27	-49,3

<sup>1</sup> Einlageninstitute, in der Regel einschl. Geschäftsbanken, Sparkassen und verschiedene Arten von Genossenschaftsbanken.  
<sup>2</sup> Aktiva der fünf größten Banken in Prozent der Aktiva aller Banken. <sup>3</sup> Tausend. <sup>4</sup> Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Schweden, Vereinigtes Königreich: 2002. <sup>5</sup> Veränderung des neuesten Wertes gegenüber dem Höchstwert (seit 1990) in Prozent; 0,0 = Höchstwert im Jahr 2003. <sup>6</sup> 1995.  
Quellen: Bankenverbände der einzelnen Länder; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VII.3

Obwohl die Fusionen im Vergleich zum Ende der neunziger Jahre spürbar zurückgegangen sind, bleibt die Konsolidierung eine wichtige strategische Option für die Banken. Dies wird durch zwei sehr große Zusammenschlüsse unterstrichen, bei denen im vergangenen Jahr die zweitgrößte bzw. die drittgrößte Bank in den USA entstanden sind. Außerdem setzte sich dort die Konsolidierung auf lokaler und regionaler Ebene fort, nachdem institutionelle Strukturen beseitigt worden waren, die in der Vergangenheit die Fragmentierung des US-Bankensystems gefördert hatten. In Europa ging die Konsolidierung in den einzelnen Ländern ebenfalls weiter, wenn auch langsamer, während grenzüberschreitende Zusammenschlüsse die Ausnahme blieben. Aus Enttäuschung über die anhaltenden Schwierigkeiten bei der Schaffung eines europaweiten Bankenmarktes und um entsprechend ihre Finanzposition im Inland zu stärken, verringerten einige europäische Banken sogar ihre strategischen Beteiligungen im Ausland, die zuvor als Vorstufe zu größeren Zusammenschlüssen angesehen worden waren.

Verlangsamung der  
Konsolidierung

#### *Strategien im Privatkundengeschäft*

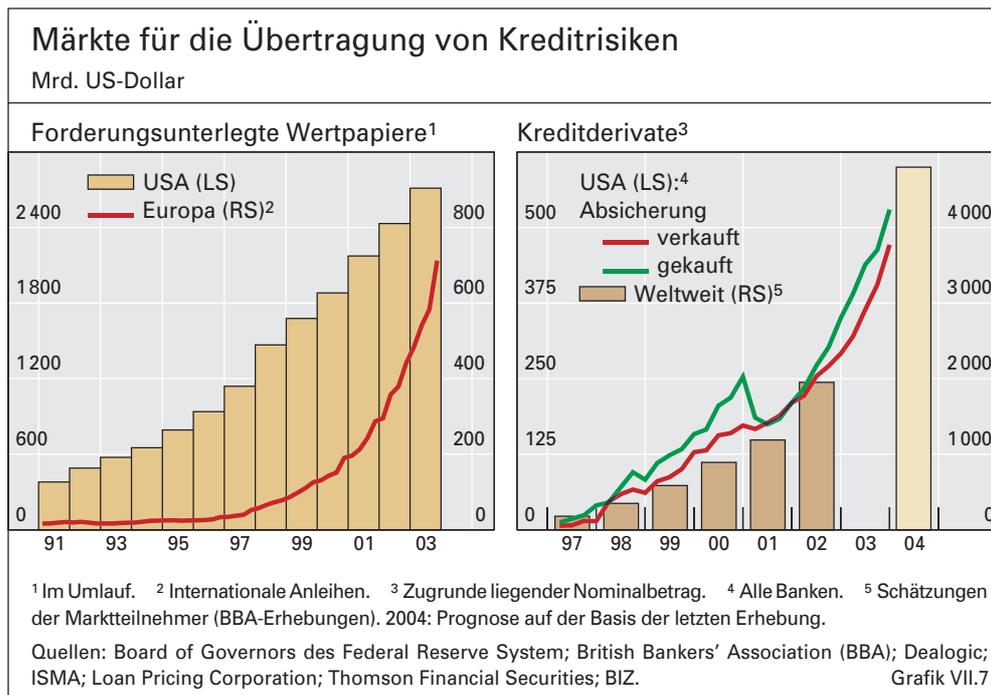
Die lebhafte Nachfrage nach Verbraucherkrediten stellt eine willkommene Ertragsquelle für Banken dar, die sich mit einer stagnierenden Nachfrage nach Unternehmenskrediten sowie engeren Zinsmargen konfrontiert sehen. In vielen Ländern verfolgen die Banken eine aggressive, auf das Privatkundengeschäft konzentrierte Wachstumsstrategie. Zu den Bankprodukten mit hohen Wachstumsraten zählen z.B. die Hypothekenkredite, das Kreditkartengeschäft, Pkw-Kredite und unbesicherte Kreditlinien. Erhebliche Einnahmen erbringen auch die Gebühren aus anderen Dienstleistungen für private Haushalte, wie etwa dem Vertrieb von Finanzprodukten Dritter sowie Dienstleistungen im Wertpapiergeschäft. Dieser Trend könnte sich mit der in den kommenden Jahren anstehenden Einführung der neuen Eigenkapitalregelung für Banken noch verstärken, die die risikomindernden Effekte einer Diversifizierung – mehr Engagements im Privatkunden- und Verbraucherkreditgeschäft im Vergleich zu Unternehmenskrediten – berücksichtigt.

Wachstum im  
Privatkundengeschäft

Die Erzielung von Gebührenerträgen gilt als eine Möglichkeit, die zyklischen Ertragsschwankungen zu glätten, besonders dann, wenn Banken erfolgreich einen Markennamen aufgebaut und ihren Marktanteil behauptet haben. Die jüngsten Erfahrungen bestätigen dies, denn die Gebührenerträge waren ein wichtiger Ausgleich für den Rückgang der Zinsmargen, und in den Ländern, in denen der Wettbewerb am intensivsten war, wurden Margenerträge in stärkerem Maße durch Gebührenerträge ersetzt. Hierin spiegelte sich zum Teil die Tatsache wider, dass die Nachfrage der Verbraucher gegenüber Gebührenbelastungen offenbar weniger reagibel war als gegenüber Zinsbelastungen. Dies liegt möglicherweise daran, dass Gebührenstrukturen undurchsichtiger sind und Vergleiche zwischen verschiedenen Dienstleistungsanbietern erschweren.

#### *Risikotransfermärkte*

Mit der schnellen Entwicklung neuer Risikotransfermärkte in den letzten Jahren ist es für das Finanzsystem leichter geworden, Verluste aufzufangen,



und auch seine Leistungsfähigkeit wurde dadurch gestützt, dass das Risiko nun besser unter verschiedenen Instituten und Anlegern gestreut werden kann.

Das Wachstum der Märkte für Verbriefungen von Bankkrediten wurde durch die Nachfrage der institutionellen Anleger sowie Fortschritte in der Finanz-, Computer- und Kommunikationstechnologie verstärkt (Grafik VII.7). In den USA legten die Verbriefungen von Hypothekenkrediten besonders kräftig zu, angetrieben von einem boomenden Primärmarkt und gesteigener Liquidität. In Europa unterstützten die Einführung der Einheitswährung sowie Verbesserungen in der Handels- und Rechtsinfrastruktur die Märkte für forderungsunterlegte Wertpapiere.

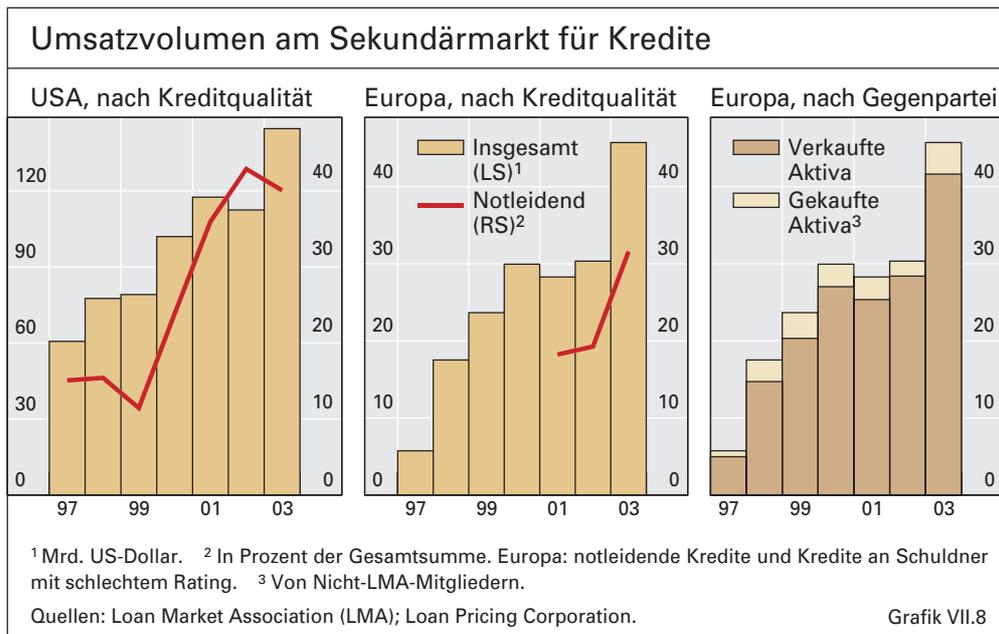
Das Geschäft an den Sekundärmärkten für Konsortialkredite hat in den vergangenen Jahren ebenfalls zugenommen. Im Berichtszeitraum erhöhte sich das Handelsvolumen von Konsortialkrediten in den USA, dem größten Sekundärmarkt für Kredite, um ein Viertel (Grafik VII.8), während es in Europa um über 50% nach oben schnellte. Der Handel mit notleidenden Krediten machte am Sekundärmarkt in den USA weiterhin einen hohen Anteil aus, und auch in Europa ist seine Bedeutung gestiegen. Neben den größeren Anspannungen im Unternehmenssektor in Europa ist dies auch ein Hinweis darauf, dass das Anlegerinteresse beständiger ist und der Markt einen höheren Anteil von Krediten unter Nominalwert aufnehmen kann.

Ein wesentlicher Grund dafür, dass die Sekundärmärkte für Kredite bei der Streuung von Risiken innerhalb des Finanzsystems so erfolgreich sind, ist die wachsende Beteiligung einer heterogenen Anlegerbasis. Der Anteil der Bestände der US-Banken an inländischen Konsortialkrediten geht seit einigen Jahren langsam zurück. Gleichzeitig halten Nichtbanken und ausländische Marktteilnehmer im Vergleich zu den US-Banken einen proportional höheren Anteil an den notleidenden Krediten.

Zunehmende Verbriefung ...

... und Vertiefung der Sekundärmärkte für Kredite ...

... haben neue Marktteilnehmer angezogen



Eine ähnliche Entwicklung war am Markt für Kreditderivate zu beobachten. Hier waren Nichtbanken (hauptsächlich Versicherungsunternehmen und Hedge-Fonds) Nettosicherungsgeber. Überdies setzten kleinere Banken, deren Kreditgeschäft stärker regional ausgerichtet ist, Derivate ein, um im Rahmen der Diversifizierung ihr Engagement gegenüber ausländischen Schuldner zu erhöhen.

### Höhere Risikobereitschaft

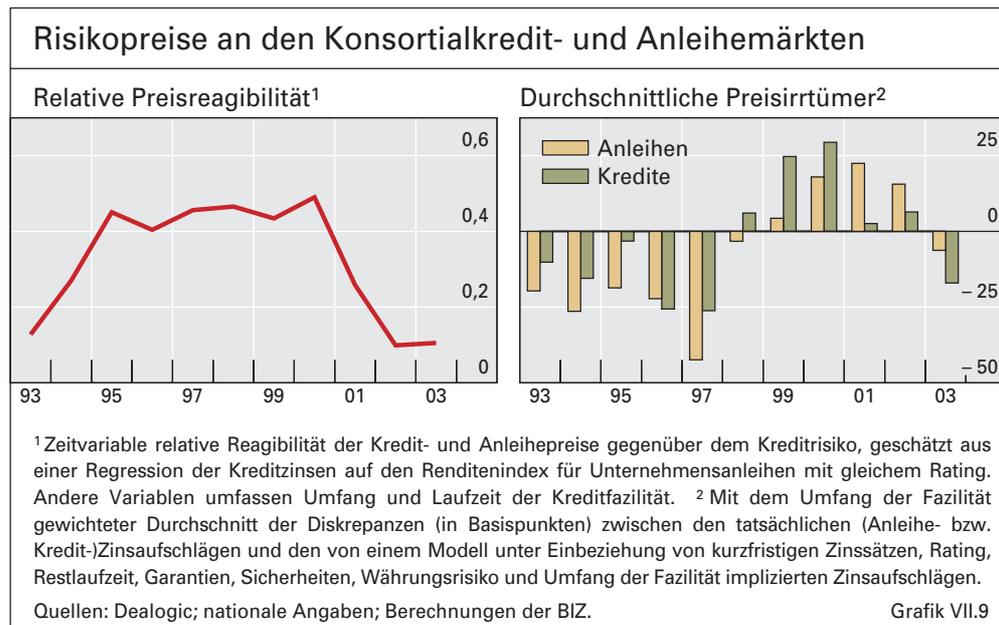
Nachdem der Finanzsektor den jüngsten Konjunkturabschwung relativ unbeschadet überstanden hatte, ermutigten positive Ergebnisse, zusammen mit zunehmend optimistischen Erwartungen, die Marktteilnehmer zum Eingehen höherer Risiken. Eine gute Eigenkapitalausstattung, der verstärkte Wettbewerb, die reichlich vorhandene Liquidität an den Finanzmärkten und das niedrige Zinsniveau dürften dabei ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Die größere Risikobereitschaft zeigt sich sowohl in der Preisgestaltung als auch in der wachsenden Konzentration auf bestimmte Geschäftsfelder, wie etwa den Eigenhandel. Es ist zu befürchten, dass der Finanzsektor hierdurch anfälliger geworden sein könnte, was unerwartete Entwicklungen in Bezug auf Höhe und Ausgewogenheit des Wirtschaftswachstums sowie die künftige Zinsentwicklung betrifft.

Übernahme höherer Risiken durch Banken ...

#### *Hinweise auf größere Risikobereitschaft*

Es gibt Hinweise darauf, dass die Preisgestaltung für Kreditrisiken am Anleihe- und besonders am Konsortialkreditmarkt in den letzten Jahren aggressiver geworden ist. So liegen die beobachteten Renditen an beiden Märkten beträchtlich tiefer, als aufgrund ihrer historischen Beziehung zum jeweils herrschenden Zinsniveau und des mit den spezifischen Eigenschaften der einzelnen Fazilitäten verbundenen Risikos vorausgesagt wurde. Während an beiden Märkten in den letzten zwei Jahren eine zunehmend aggressive

... ist ersichtlich aus der Preisgestaltung bei Krediten ...

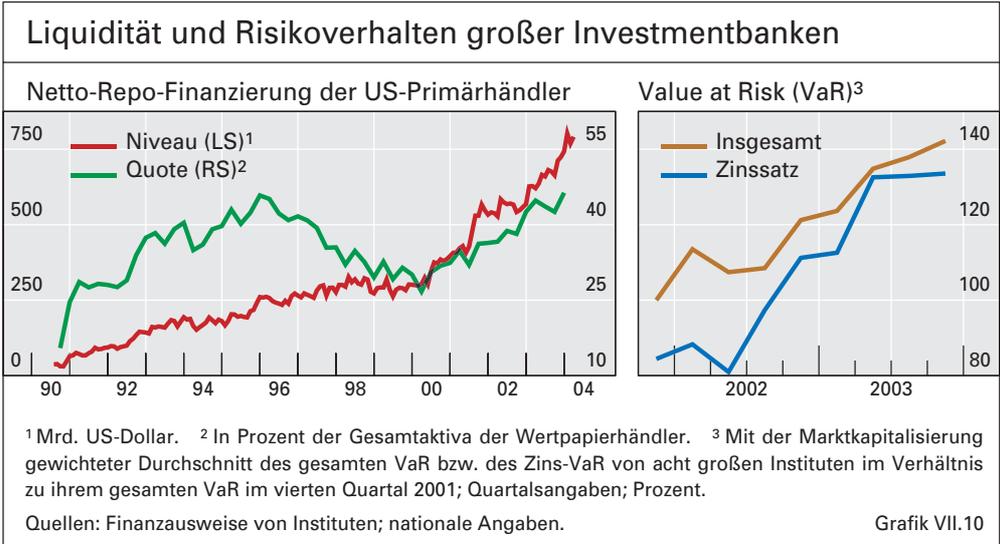


Preisgestaltung zu beobachten war (s. beispielsweise die Erörterung in Kapitel VI), sind die Zinsaufschläge am Konsortialkreditmarkt offenbar vergleichsweise schneller gesunken (Grafik VII.9 rechts). Die jüngste Verringerung der Zinsaufschläge an den beiden Märkten erinnert an den Zeitraum 1993–95, als eine frühere Phase niedriger Zinssätze zu Ende ging, ist jedoch weniger ausgeprägt als in den zwei Jahren vor der Asien-Krise. Ende der neunziger Jahre verschärfte sich die Preisgestaltung wegen der gestiegenen Nachfrage zunehmend, bevor sich der in jüngerer Zeit festgestellte Rückgang der Zinsaufschläge etablierte. Ein Vergleich der Preisbildung bei Schuldern mit ähnlicher Bonitätseinstufung an den beiden Märkten zeigt, dass die Kreditzinsen gegenüber dem Kreditrisiko weniger reagibel sind als die Renditen am Anleihemarkt (Grafik VII.9 links). Die in den neunziger Jahren zu beobachtende Konvergenz der Preisbildung scheint sich also schnell wieder umgekehrt zu haben, da die Kreditmärkte seit 2001 offenbar deutlich weniger zwischen den Schuldnern differenzieren.

... und der stärkeren Ausrichtung auf den Eigenhandel

Ein weiteres Symptom für das Eingehen höherer Risiken ist das stärkere Engagement der Investmentbanken im Eigenhandel. Dieser Trend zeigt sich daran, dass der Anstieg des Marktrisikoenagements insgesamt – abzulesen am Value at Risk (VaR) im Bankensektor – 2003 zum größten Teil auf ein höheres Zinsänderungsrisiko zurückzuführen ist (Grafik VII.10). Zwar trug die hohe Volatilität an den Anleihemärkten während des Sommers erheblich zur Zunahme des im Zusammenhang mit den Zinssätzen stehenden VaR der Banken im dritten Quartal 2003 bei, doch lag diese Art des VaR Ende 2003 immer noch um 20% über dem Vorjahreswert, obwohl die Finanzinstitute Zeit zur Anpassung ihres Risikoengagements gehabt hatten.

Das Finanzsystem baute sein direktes und indirektes Engagement gegenüber dem Hedge-Fonds-Sektor im Berichtszeitraum weiter aus. Mit der sich vervielfachenden Zahl und zunehmenden Größe der Fonds intensivierte sich der Wettbewerb unter den Großbanken um die lukrative Prime Brokerage und brachte auch Akteure ins Spiel, die sich einige Jahre zuvor praktisch aus

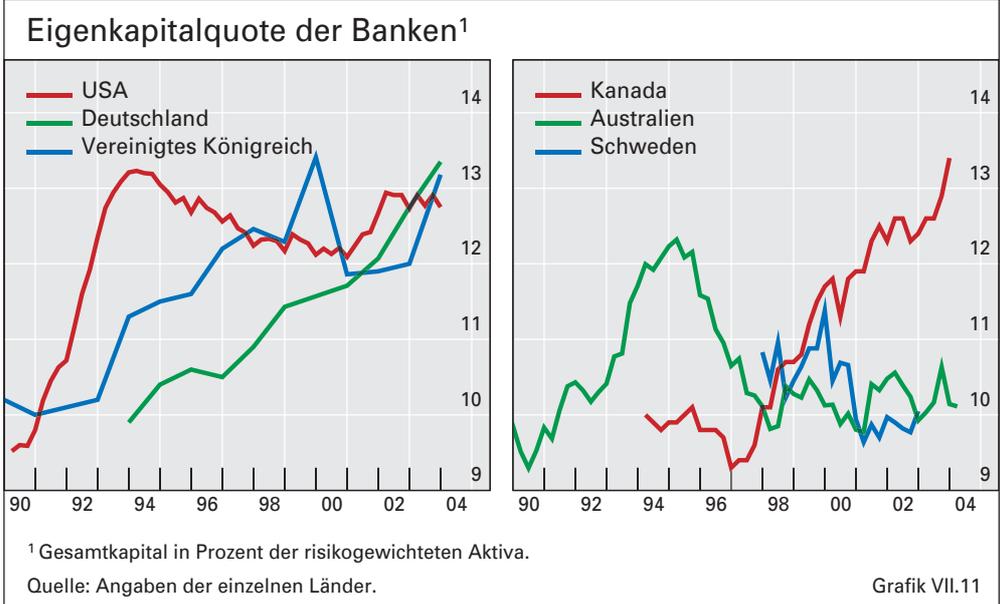


diesem Geschäft zurückgezogen hatten. Außerdem ergänzten die Banken die Ausweitung ihrer Eigenhandelsgeschäfte offenbar dadurch, dass sie erhebliche Beträge an eigenen Mitteln in auf festverzinsliche Wertpapiere spezialisierten Hedge-Fonds anlegten. Diese Zuflüsse und das wachsende Interesse der institutionellen Anleger, z.B. der Pensionsfonds, haben dazu beigetragen, dass Hedge-Fonds zu wichtigen Teilnehmern an den Unternehmenskreditmärkten wurden.

*Einflussfaktoren für das Eingehen höherer Risiken*

Die größere Risikobereitschaft der Banken lässt sich durch das derzeitige Zusammentreffen einer Reihe von Faktoren erklären. Der wichtigste Faktor ist offenbar der Aufbau solider Eigenkapitalpolster infolge der guten Ergebnisse der Vergangenheit und der sich aufhellenden Konjunkturlage (Grafik VII.11). Niedrige Renditen in einigen traditionelleren Geschäftsfeldern dürften die Banken veranlasst haben, Ertragschancen in Geschäften mit höheren Risiken

Größere Risikobereitschaft infolge von Kapitalüberhängen ...



zu suchen. Ebenso motivierte der Einbruch der von der Kundennachfrage abhängigen Einnahmen aus dem Beratungsgeschäft für Unternehmen das Renditenstreben der Investmentbanken.

... mehr  
Wettbewerb ...

Ein weiterer Faktor ist der größere Wettbewerb im Bereich der traditionellen Finanzintermediation. Infolge der geringeren Unternehmensinvestitionen, des Rückgangs von Fusionen und Übernahmen und der wachsenden Zahl der von den Kreditnehmern selbst arrangierten Konsortialkredite entwickelt sich die Kreditnachfrage der Unternehmen schleppend. Dadurch verstärkt sich unter den Kreditgebern der Preiswettbewerb um Kreditmandate, sogar wenn keine nennenswerten Aussichten auf künftige gebührenträchtige Nebengeschäfte mit dem Kreditnehmer – z.B. Fusionsberatung oder Anleihebegebung – bestehen. Sich verengende Aufschläge an den Anleihe- und Kreditmärkten (Grafik VII.9) lassen darauf schließen, dass allgemein nach neuen Geschäftsmöglichkeiten gesucht wird.

... und reichlich  
vorhandener  
Liquidität

Zudem stützten die reichlich vorhandene Liquidität an den Finanzmärkten und eine erhöhte grundsätzliche Risikobereitschaft die Zunahme des Eigenhandels. Das Wachstum der Netto-Repo-Finanzierung der Geschäfte der US-Primärhändler hat sich in den letzten drei Jahren beschleunigt. Gemessen an den Aktiva der US-Primärhändler insgesamt hat sich der Anteil ihrer Repo-Finanzierungen von Anfang 2000 bis Ende 2003 nahezu verdoppelt (Grafik VII.10 links). Gestärkt wurde der Eigenhandel der Banken wohl auch dadurch, dass die größere Verbreitung ausgefeilter Risikomanagement-Methoden eine gewisse Sicherheit bot und die Aktionäre in einer Phase steigender Gewinne eine entspanntere Haltung im Hinblick auf die Ertragsvolatilität einnahmen.

### *Potenzielle Gefahren*

Die größte Gefahr im Zusammenhang mit dem Eingehen höherer Risiken ist, dass der Finanzsektor anfälliger gegenüber künftigen Enttäuschungen in Bezug auf Wirtschaftswachstum und Zinsbewegungen wird.

Anfälligkeit  
gegenüber höheren  
Zinssätzen ...

Die oben beschriebene Suche nach Geschäftsmöglichkeiten birgt vor allem das Risiko, dass die Banken die Zinsaufschläge für Kredite aufgrund optimistischer Prognosen eines längeren Fortbestehens niedriger Zinssätze und dauerhaft hoher gesamtwirtschaftlicher Wachstumsraten zu niedrig angesetzt haben. Niedrige Zinsaufschläge verringern jedoch den Puffer, durch den Verluste aufgefangen werden können, erheblich. Bei einer unausgewogenen oder langsameren Konjunkturerholung könnte dies dazu führen, dass es bei den Unternehmensschuldern mehr Zahlungsausfälle gibt, als die Banken in die Risikoaufschläge eingepreist haben. Das wiederum könnte für die Kreditgeber unerwartet hohe Kreditverluste zur Folge haben. Ein Finanzsektor, der durch ein ungünstiges makroökonomisches Umfeld beeinträchtigt wird, könnte seinerseits die Volkswirtschaft z.B. durch eine restriktivere Kreditvergabe weiter schwächen.

... und einer  
flacheren Renditen-  
strukturkurve

Beim Eigenhandel der Investmentbanken mit Festzinsinstrumenten erwächst das größte Risiko daraus, dass er auf eine reichlich vorhandene Marktliquidität und einen steilen Verlauf der Renditenstrukturkurve baut. Etliche Akteure könnten aus diesen Geschäften große Verluste erleiden, falls

die Marktliquidität austrocknen oder sich die Renditenstrukturkurve über das bereits in den gegenwärtigen Terminzinssätzen vorweggenommene Ausmaß hinaus abflachen sollte. Außerdem könnten sich – vor allem an stark konzentrierten Märkten – nachteilige Marktbewegungen ergeben bzw. verstärken, wenn überzogene Positionen gleichzeitig aufgelöst werden sollten (Kapitel VI).

Ähnliche Bedenken äußerten die US-Behörden hinsichtlich der Verschuldung der staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA. Diese verzeichneten im September 2003 eine Gesamtschuld von \$ 2,4 Bio., wobei die Mittel für den Aufbau von Portfolios bestehend aus Hypothekenkrediten und hypothekarisch unterlegten Wertpapieren verwendet wurden, deren Wert gegenüber Zinsänderungen oder Schwankungen in der Refinanzierungstätigkeit sehr reagibel ist. Obwohl sich die Institute nach wie vor gegen diese Risiken absichern, sind angesichts des hohen Engagements doch Fragen aufgetaucht, ob das System als Ganzes in der Lage wäre, das Risiko eines Zinsanstiegs ohne weiteres zu absorbieren. Da eine Absicherung bei steigenden Zinssätzen den Verkauf langfristiger Anleihen erfordert, könnten die Auswirkungen auf den Anleihemarkt beträchtlich sein.

## Verschuldung der privaten Haushalte und Finanzstabilität

Wie bereits erwähnt, war die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors teilweise auf die kräftige Nachfrage der privaten Haushalte nach Finanzdienstleistungen, darunter Verbraucherkredite und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Hypothekenkrediten, zurückzuführen. Das Wachstum der Kreditaufnahme der privaten Haushalte brachte den Banken nicht nur Gebühreneinnahmen, sondern verringerte dank der soliden Entwicklung von Krediten für Immobilien in einem Umfeld steigender Preise für Wohneigentum auch das Kreditrisiko.

In vielen Ländern ist die Verschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren auf historische Höchststände gestiegen, was hauptsächlich mit den niedrigen Kreditkosten und der reichlich verfügbaren Liquidität zusammenhängt. Besonders kräftig wuchs die Verschuldung der privaten Haushalte in Australien, Spanien und den Niederlanden, und zwar in den vergangenen fünf Jahren um durchschnittlich 12–15% pro Jahr (Tabelle VII.4). Danach folgten Italien, das Vereinigte Königreich, die USA und eine Reihe nordischer Länder. Am anderen Ende des Spektrums befinden sich Deutschland und Japan, wo sich die Verschuldung der privaten Haushalte praktisch nicht verändert hat. Insgesamt ist sie im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen in den meisten Industrieländern von durchschnittlich rund 90% im Jahr 1990 kontinuierlich auf 115% im Jahr 2003 angestiegen.

Dieser Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte vollzog sich vor dem Hintergrund eines schnellen Anstiegs ihres Vermögens und eines äußerst niedrigen Zinsniveaus. So hat der Wert des Vermögens der privaten Haushalte im vergangenen Jahrzehnt beträchtlich zugenommen, begünstigt zunächst durch den dynamischen Aktienmarkt und später durch die höheren Preise am Markt für Wohnimmobilien. Insbesondere 2003 stieg das Nettovermögen der privaten Haushalte in den OECD-Ländern aufgrund des kräftigen

Beträchtlicher Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte ...

... und ihres Vermögens

Preise für Wohneigentum und Verschuldung der privaten Haushalte					
	Wohneigentum			Verschuldung der privaten Haushalte <sup>1</sup>	
	1995–2002	2003	2003	1995–2002	2003
	Nominale Veränderung <sup>2</sup>		Niveau <sup>3</sup>	Nominale Veränderung <sup>2</sup>	
USA	5,8	8,0	100	8,2	10,8
Japan <sup>4</sup>	-3,0	-5,8	65	0,3	-0,1
Deutschland	0,1	-1,0	84	4,2	1,0
Vereinigtes Königreich	11,9	10,0	100	8,5	9,3
Frankreich	4,8	16,4	100	7,1	7,2
Italien	3,7	10,7	100	8,4	6,6
Kanada	3,6	11,0	100	5,9	6,2
Spanien	9,8	17,3	100	14,5	12,6
Niederlande	11,2	3,6	100	13,3	9,4
Australien	9,0	18,9	100	12,4	11,9
Schweiz	0,1	2,8	67	3,3	6,6
Belgien	5,4	7,6	100	3,5	2,2
Schweden	8,0	6,1	100	7,1	8,2
Norwegen	8,3	3,7	97	8,3	6,7
Dänemark	7,1	3,2	100	8,2	8,2
Finnland	8,2	7,4	84	7,0 <sup>5</sup>	12,3
Irland	14,5	13,9	100	...	...

<sup>1</sup> Falls verfügbar, breit abgegrenztes Aggregat aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, sonst Bankkredite; teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>3</sup> Hochphase der realen Preise für Wohneigentum = 100. <sup>4</sup> Grundstückspreise. <sup>5</sup> 1996–2002.

Quellen: Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle VII.4

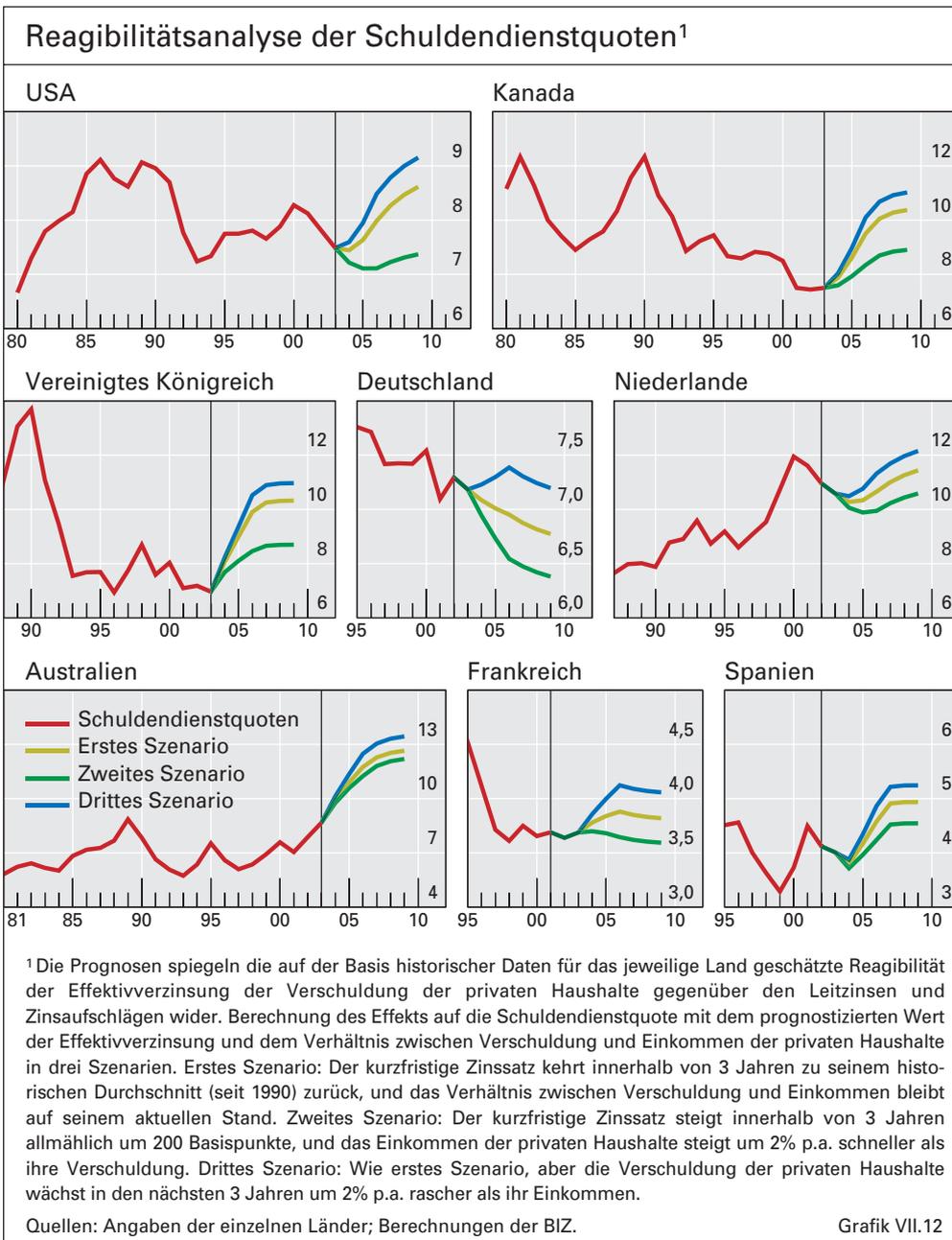
Wertzuwaches an beiden Märkten beträchtlich an. Deshalb ist die Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte auch weniger bemerkenswert, wenn sie nicht der Zunahme des verfügbaren Einkommens, sondern dem Wachstum der gesamten Vermögenswerte der privaten Haushalte gegenübergestellt wird. Im Hinblick auf die Zinssätze blieb die Schuldendienstquote, eine wichtige Messgröße für die finanzielle Lage der privaten Haushalte, in vielen Ländern unterhalb der historischen Durchschnittswerte, was im Wesentlichen daran lag, dass die Zinssätze auf historischen Tiefständen verharrten (Grafik VII.12).

Dennoch stellen sich angesichts der hohen Verschuldung der privaten Haushalte Fragen bezüglich der Anfälligkeit der Finanzlage der Verbraucher. Dies hätte wiederum potenzielle Auswirkungen auf das Finanzsystem.

Eine erste Frage bezieht sich auf einen möglichen Anstieg der Zinssätze. Der hieraus resultierende Anstieg der Schuldendienstlast könnte Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten und Verluste für Finanzintermediäre zur Folge haben. Zu beachten ist, dass sich ein Anstieg der Zinssätze – je nach den Merkmalen der Hypothekenfinanzierung – in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich auswirken würde. Zu diesen Merkmalen, die stark voneinander abweichen können, zählen die Fristigkeit der Hypothekenzinssätze, die Refinanzierungskosten, der Entwicklungsstand der Hypothekenverbriefung, die

Private Haushalte  
entsprechend  
anfälliger ...

... gegenüber  
höheren  
Zinssätzen ...



Transaktionskosten und die steuerliche Sonderbehandlung des Erwerbs von Wohneigentum. In Ländern, in denen Hypothekenkredite hauptsächlich zu variablen Zinssätzen vergeben werden, wie etwa in Australien, Irland, Spanien, dem Vereinigten Königreich und den meisten nordischen Ländern, würde ein Zinsanstieg – insbesondere dann, wenn er unerwartet eintritt – schnell auf die privaten Haushalte durchschlagen. Finanzielle Anspannungen bei den privaten Haushalten könnten dann eine Verschlechterung der Kreditqualität bei den Finanzinstituten nach sich ziehen. Dagegen wird das Zinsänderungsrisiko in Ländern, wo hauptsächlich Festzinshypotheken üblich sind, z.B. Deutschland, Frankreich, Italien und den USA, direkt von den Kreditgebern getragen. Strategien zur Absicherung gegen das Zinsänderungsrisiko können in ihrer Wirksamkeit erheblich beeinträchtigt werden, wenn Refinanzierungsmöglichkeiten bestehen, die kostengünstig sind, aber das Risiko einer vorzeitigen

Tilgung mit sich bringen. Andere Faktoren sorgen tendenziell für eine geringere Anfälligkeit der Banken gegenüber Anspannungen am Hypothekenmarkt. So könnten Immobilienkredite in Ländern, in denen die Verbriefung von Hypothekenkrediten vollständig entwickelt ist, außerhalb des Bankensystems verkauft werden, wodurch das Zinsänderungsrisiko teilweise an den Kapitalmarkt übertragen wird. Außerdem sinkt infolge der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen auf Hypothekenkredite tendenziell der effektive Zinssatz der Verschuldung der privaten Haushalte, was wiederum die Reagibilität der Schuldendienstkosten gegenüber Zinsänderungen verringert.

Das Zinsänderungsrisiko allein dürfte jedoch keine ernsthafte Bedrohung für die Vermögensposition der privaten Haushalte darstellen. Bei einer konstanten Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem Einkommen erhöht zwar ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen tendenziell den effektiven Zinssatz auf die Schulden und damit auch die Schuldendienstlast. Allerdings deuten Näherungsrechnungen auf Basis aggregierter Daten darauf hin, dass die Schuldendienstquote in den meisten Ländern (mit Australien als wichtiger Ausnahme) selbst bei einem beträchtlichen Zinsanstieg deutlich unter ihrem historischen Höchststand bleiben würde (Grafik VII.12, erstes Szenario). Würden z.B. die britischen Leitzinsen innerhalb von drei Jahren zu ihrem historischen Durchschnitt zurückkehren (was einem Anstieg um 335 Basispunkte entsprechen würde), so stiege die Schuldendienstquote im Vereinigten Königreich auf gut 10%; das wäre deutlich unter dem Höchststand von Anfang der neunziger Jahre.

... oder einer unzureichenden Zunahme des Einkommens

Auch das Einkommenswachstum beeinflusst die Auswirkungen von Zinsänderungen auf die Schuldendienstfähigkeit erheblich. Wenn sich die Konjunktur kräftig erholen würde und die Einkommen rascher wüchsen als die Verschuldung, so würde der Anstieg der Schuldendienstlast deutlich geringer ausfallen. Dagegen könnte ein Zinsanstieg den privaten Haushalten beträchtliche finanzielle Schwierigkeiten verursachen, falls deren Verschuldung gemessen am Einkommen weiter zunimmt (Grafik VII.12, drittes Szenario).

Risiko der Banken gegenüber der Preisentwicklung beim Wohneigentum ...

Eine zweite Frage betrifft die Möglichkeit, dass ein erheblich langsamerer Anstieg oder sogar ein Rückgang der Preise für Wohneigentum die privaten Haushalte zwingen könnte, ihre Ausgaben zu verringern. Würde dies geschehen, bevor das Wachstum im Unternehmenssektor Fuß gefasst hat, so würde der Finanzsektor einen wichtigen Stützpfeiler verlieren. Sollten die Immobilienpreise schließlich sogar fallen, dürfte dies außerdem Zahlungsausfälle auf Hypothekenkredite und finanzielle Anspannungen auslösen. Das Ausmaß dieses Rückkopplungseffekts hängt teilweise von der Höhe der aufsichtsrechtlichen Obergrenzen für die Beleihungsquoten ab. Diese sind sehr unterschiedlich und reichen von 50% in Italien bis zu dem ungewöhnlich hohen Niveau von zuletzt 110% in den Niederlanden. Die Wirkung hoher Beleihungsquoten verstärkt sich noch, wenn die Rechnungslegungspraktiken für Hypothekenkredite auf dem jeweiligen Marktwert einer Immobilie basieren (was in den meisten Industrieländern mit Ausnahme Dänemarks, Deutschlands und der Schweiz der Fall ist).

Wenngleich die obige Erörterung für sämtliche Marktteilnehmer gilt, muss das Auftreten von Anspannungen bei den privaten Haushalten doch

nicht gleichmäßig verteilt sein. Private Haushalte mit niedrigerem Einkommen, die am ehesten von Einkommensrückgängen oder einem Anstieg der Arbeitslosigkeit betroffen sind, haben eine vergleichsweise hohe Schuldendienstlast. In den USA z.B. tragen rund ein Viertel der privaten Haushalte mit niedrigerem Einkommen eine Schuldendienstlast in Höhe von mehr als 40% ihres Einkommens. Bei den privaten Haushalten im höchsten Einkommensdezil tragen dagegen nur 2,5% eine vergleichbare Schuldendienstlast. Für die Beurteilung der Risiken, die mit einem Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte verbunden sind, könnte es daher wichtig sein, die Verteilung der Schulden unter den privaten Haushalten zu berücksichtigen.

... und gegenüber der Verschuldung privater Haushalte ...

Obwohl die Verschuldung der privaten Haushalte insgesamt kein größeres unmittelbares Risiko für die Finanzintermediäre darstellen sollte, könnte sie doch indirekte Risiken bergen, und zwar über eine höhere Reagibilität der privaten Konsumausgaben gegenüber Änderungen von Zinssätzen und Preisen von Vermögenswerten (Kapitel II). Sollten sich die Konsumausgaben spürbar verlangsamen, würde dies vermutlich die Gewinne und somit auch die Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigen. Zudem lässt sich nicht völlig ausschließen, dass negative Schocks wie höhere Zinssätze und niedrigere Preise von Vermögenswerten gleichzeitig eintreten. Dann wären die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen einer höheren Verschuldung komplizierter, und es wäre für die Finanzinstitute schwieriger, sich gegen dieses indirekte Risiko abzusichern.

... besteht nur indirekt

## VIII. Schlussbemerkungen: Wandel, Unsicherheit und wirtschaftspolitische Strategie

Es lässt sich wohl nicht leugnen, dass sich angesichts kürzlicher Veröffentlichungen positiverer Konjunkturdaten – vor allem, aber nicht ausschließlich für die USA – Erleichterung eingestellt hat. Bekanntlich schienen noch vor weniger als einem Jahr einige Volkswirtschaften an der Schwelle zur Deflation zu stehen, und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger befassten sich ernsthaft mit ihren Handlungsmöglichkeiten für den Fall, dass es tatsächlich so weit kommen sollte. Die Zeiten haben sich geändert. Jetzt wird allgemein ein stetiges, im Wesentlichen inflationsfreies Wachstum erwartet, wenngleich sich zunehmende geopolitische Unsicherheiten bemerkbar machen. Die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger wiederum richten ihre Aufmerksamkeit zusehends auf die Frage, wie sie die zuletzt äußerst expansive Geld- und Fiskalpolitik am wirksamsten anpassen können.

Die Auswirkungen eines solchen Kurswechsels werden nicht leicht abzuschätzen sein. In den vergangenen Jahren hat sich die Wirtschaft wesentlich verändert, und der Wandel ist noch nicht abgeschlossen. Durch die technologische Entwicklung haben sich die Aussichten für ein kräftigeres Wachstum und niedrigere Inflationsraten verbessert; in den USA zeichnen sich diese Trends bereits ab. Die Öffnung von sehr großen Volkswirtschaften wie China und Indien für den Welthandel bietet ähnliche Chancen für das jeweilige Land und darüber hinaus. Zugleich erfordern diese Entwicklungen erhebliche strukturelle Anpassungen, nicht zuletzt in der Erwerbsbevölkerung der Industrieländer. Es ist schwieriger geworden, die Höhe des Potenzialwachstums und das Niveau der Vollbeschäftigung genau zu schätzen, und schwieriger geworden ist es auch, eine auf solchen binnenwirtschaftlichen Zielgrößen basierende nationale Wirtschaftspolitik durchzuführen.

Auch die finanzielle Seite der Weltwirtschaft hat sich in den vergangenen Jahren gewandelt. Dank des technologischen Fortschritts und der Deregulierung sind die Märkte effizienter und weniger krisenanfällig geworden, was zusammen mit einem besseren Risikomanagement und einer wirksameren Aufsicht erheblich zu der anhaltenden Robustheit der Wirtschaft angesichts jüngster Schocks beigetragen hat. Allerdings mag die Liberalisierung im Finanzsystem auch einer der Gründe dafür sein, dass die Finanzmärkte gelegentlich überschießen und die zyklischen Tendenzen der Realwirtschaft noch verstärken. Nicht zuletzt haben subjektive Vermögenseinschätzungen bei Ausgabenentscheidungen an Bedeutung gewonnen, da es an diesen neuen Märkten immer leichter wird, Vermögensbestände zur Beschaffung liquider Mittel zu nutzen. Solche subjektiven Einschätzungen sind naturgemäß schwer zu messen, sind im Hinblick auf die Fundamentaldaten möglicherweise

fehlerbehaftet und können schnell zu Enttäuschungen führen. All das macht es schwieriger, den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik genau zu verstehen.

Schließlich hat sich auch die Geldpolitik selbst in den letzten Jahrzehnten gewandelt und achtet mit größerem Erfolg darauf, die Inflation niedrig und stabil zu halten. Dies hat auf jeden Fall geholfen, nicht nur die Inflation, sondern auch die Inflationserwartungen zu stabilisieren, was beides sehr zu begrüßen ist. Ein solches Umfeld erlaubt eine effizientere Ressourcenallokation, aber auch ein beherzteres Vorstoßen an die Grenzen des Produktionspotenzials. Es wächst jedoch gleichzeitig die Erkenntnis, dass diese wünschenswerte Stabilität unerwünschte Nebenwirkungen haben könnte. Wenn die Inflation nicht als Bedrohung empfunden wird und Zinserhöhungen daher als nicht sehr wahrscheinlich eingeschätzt werden, könnten sich etwaige Tendenzen einer zu wenig umsichtigen Kreditvergabe im Finanzsystem durchaus verstärken. Dies könnte einerseits zu einem verzögerten Anstieg der Inflation führen, wenn der latente Druck schließlich an die Oberfläche kommt. Sollten die Inflationserwartungen sprunghaft steigen, würde sich der Inflationsanstieg möglicherweise sogar abrupt vollziehen. Andererseits könnte es zu einem unvorhergesehenen Schub in Richtung Disinflation kommen, falls die Schuldenlasten zu drückend würden oder beträchtliche Anspannungen im Finanzsystem aufträten. Nachfrageseitige Schocks auf die Volkswirtschaft könnten entweder das eine oder das andere bewirken, während negative Schocks auf der Angebotsseite potenziell beide Entwicklungen nacheinander auslösen könnten.

Derzeit ist wohl die höhere Inflation das wahrscheinlichere Problem. Wie kann die Wirtschaftspolitik am besten gestrafft – und kommuniziert – werden, ohne dass dies unerwünschte Auswirkungen auf die stark beanspruchten Finanzmärkte hat? Ein Blick auf das vergangene Jahrzehnt und vor allem auf die letzten Jahre macht allerdings deutlich, dass das Problem zumeist eher darin bestand, die Wirtschaftspolitik als Reaktion auf finanzielle Anspannungen zu lockern. Da die Inflation generell gut unter Kontrolle war, wurden sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik oft stärker gelockert, als sie im vorangegangenen Aufschwung gestrafft worden waren. Diese rein rechnerische Asymmetrie dürfte auch der Grund für die derzeitigen Tiefstände der Leitzinsen in den wichtigsten Industrieländern sowie für die in einer Reihe von Ländern untragbar hohe Staatsverschuldung sein.

Glücklicherweise scheint sich die Weltwirtschaft nun im Aufwind zu befinden, und makroökonomische Impulse sind weniger gefordert. Wir sollten diese Gelegenheit nutzen, um darüber nachzudenken, wie unser makroökonomisches Instrumentarium so stumpf werden konnte. Denkbar ist natürlich, wenn auch nicht unumstritten, dass in guten Zeiten energischer gestrafft werden sollte, um eine derartige Situation gar nicht erst entstehen zu lassen. Zudem dürften Maßnahmen zur Stärkung des Finanzsystems und zur Förderung einer umsichtigeren Kreditvergabe im Aufschwung in Zukunft dazu beitragen, den Schaden in Abschwungphasen zu begrenzen und die Notwendigkeit aggressiver Lockerungen zu vermindern. Angesichts der in der modernen, liberalisierten Welt immer größeren Interdependenzen zwischen

Finanzverhalten und gesamtwirtschaftlichem Ergebnis ist außerdem entscheidend, dass die Aufsichts- und die Währungsbehörden immer enger zusammenarbeiten.

### Ist der Aufschwung nachhaltig?

Obwohl die meisten Beobachter überzeugt sind, dass die Erholung nun praktisch auf der ganzen Welt Fuß gefasst hat, wird der Frage der Nachhaltigkeit weiterhin ungewöhnlich große Beachtung geschenkt. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die positive Gesamtentwicklung unverhältnismäßig stark von zwei speziellen Säulen gestützt zu werden scheint, nämlich von der Inlandsnachfrage in den größeren englischsprachigen Volkswirtschaften und in China. In beiden Fällen zeigen eine Reihe wirtschaftlicher Indikatoren nachhaltige Abweichungen von traditionellen Richtwerten, also „Ungleichgewichte“, an. Da volkswirtschaftliche Prozesse auf lange Sicht tendenziell zum Mittel zurückkehren, darf eine umsichtige Wirtschaftspolitik große Ungleichgewichte nicht außer Acht lassen, vor allem wenn negative Rückkopplungseffekte auf die Realwirtschaft nicht auszuschließen sind. Nun kann „auf lange Sicht“ ein weiter Begriff sein, zumal Ungleichgewichte erfahrungsgemäß meist viel länger bestehen bleiben als erwartet, doch lehrt uns die Geschichte auch, dass sich die Behebung kaum jemals schmerzlos vollzieht.

Den Einfluss der USA und Chinas in der derzeitigen Konjunkturerholung als unverhältnismäßig stark zu bezeichnen heißt auch, dass Japan und die größeren Volkswirtschaften Kontinentaleuropas noch immer nicht ihren Teil beitragen. Zwar gibt es einige Anzeichen für eine Wende, doch ist die Inlandsnachfrage in beiden Fällen noch schwach und die Erholung zu sehr vom künftigen Exportwachstum abhängig.

Unter den Volkswirtschaften mit niedrigeren Wachstumsraten sieht der Ausblick für Japan am günstigsten aus. Bei den größeren Unternehmen geraten die Investitionen endlich in Schwung, da der Cashflow gestiegen ist und die Bilanzen erheblich solider geworden sind. Zudem haben die Verbraucher ihre Sparquote zugunsten anhaltender Ausgaben gesenkt, und dies wird sich noch verstärken, falls das Beschäftigungswachstum anzieht. Doch die Stimmung unter den kleineren japanischen Unternehmen hat sich gerade erst aufzuhellen begonnen, und es ist nicht sicher, ob das Finanzsystem genügend gestärkt ist, um die zur Förderung eines nachhaltigen Wachstums möglicherweise notwendige Unterstützung zu leisten. Jedenfalls sind viele Unternehmen der Old Economy immer noch überschuldet, und das Entstehen von New-Economy-Unternehmen wird weiterhin durch die Gesetzeslage behindert.

In Kontinentaleuropa sind die Unternehmensgewinne noch nicht wieder genügend angestiegen, um die Investitionen zu stimulieren, zumal die Bilanzen weiterhin durch eine relativ hohe Verschuldung belastet sind. Auch die Konsumausgaben sind bisher generell zurückhaltend, vor allem in Deutschland, und sie dürften nur dann wirklich anspringen, wenn ein gewisser Optimismus wiederhergestellt werden kann. Es bleibt zu hoffen, dass die laufenden Strukturreformen in Europa, die den Optimismus derzeit zu

untergraben scheinen, letztlich als wohlfahrtssteigernd erkannt werden und die Stimmung der Verbraucher entsprechend beeinflussen. Dies wäre umso wahrscheinlicher, wenn die Reformen als durchgreifender, umfassender und kohärenter wahrgenommen würden, als es der derzeitige wenig systematische Ansatz zulässt. Sinkt die Inflation erneut unter 2%, werden davon nicht nur die Verbraucher profitieren, sondern auch die Europäische Zentralbank.

In den USA wurde ein anderes, begrüßenswerteres Verbraucherverhalten beobachtet, das jedoch auch Auswirkungen auf die Zukunft hat. Ungewöhnliche, miteinander verknüpfte Entwicklungen an den Arbeits- und Schuldtitelmärkten verdienen besondere Beachtung. Trotz deutlich positiverer Signale in letzter Zeit ist die Arbeitskräftenachfrage in den USA seit dem Tiefpunkt der Rezession insgesamt sehr schwach, sogar im Vergleich zur „jobless recovery“ Anfang der neunziger Jahre, als trotz Erholung unter dem Strich keine neuen Arbeitsplätze entstanden. Während der Anteil des Produktionsfaktors Arbeit an den Faktoreinkommen drastisch gesunken ist, hat der Anteil des Konsums an den US-Ausgaben weiter zugenommen, womit sich der in den neunziger Jahren begonnene Trend fortsetzte. In erheblichem Maße wurden die jüngsten Ausgaben durch Steuerensenkungen finanziert, aber die US-Verbraucher stützten sich zur Glättung ihrer Ausgaben zugleich stark auf die Verschuldung. Schon seit einiger Zeit steigt die Verschuldung der privaten Haushalte rascher als deren Einkommen und hat gemessen am Einkommen inzwischen einen neuen Höchststand erreicht. Insbesondere war es für die privaten Haushalte in den USA billiger und attraktiver, die Finanzierung ihres Wohneigentums umzuschulden, da die Hypothekenzinsen nach unten und die Preise für Wohnimmobilien nach oben tendierten. So konnten sie entweder ihre monatlichen Zinszahlungen senken und damit ihre Nettoeinnahmen erhöhen oder aus dem Wertzuwachs Mittel für Ausgabenzwecke abschöpfen. Ähnliches war im Vereinigten Königreich, in Australien, Neuseeland, Spanien und einigen kleineren europäischen Ländern zu beobachten.

Sind solche Trends Anlass zu Besorgnis? Es lässt sich argumentieren, dass sich durch die größere finanzielle Effizienz und niedrigere Zinssätze in vielen Ländern, darunter auch in den USA, der als tragfähig betrachtete Verschuldungsgrad dauerhaft nach oben verschoben hat. Demnach stellt ein höherer Verschuldungsgrad kein korrekturbedürftiges Ungleichgewicht dar. Angesichts der gleichzeitigen vorübergehenden Wachstumsverlangsamung bei den Erwerbseinkommen in den USA, weitgehend bedingt durch Einsparungen infolge höherer Produktivität, erlaubte es die gestiegene Verschuldung, den Konsum auf wohlfahrtssteigernde Weise aufrechtzuerhalten. Was die Zukunft betrifft, so hat die Verlagerung der Faktoreinkommen zugunsten der Unternehmensgewinne bereits zu höheren Investitionsausgaben geführt, und mit der Zeit dürfte dies sowohl das Produktionswachstum als auch die Arbeitsplätze stützen. Langfristig werden Produktivitätssteigerungen sogar zwangsläufig einen solchen Nutzen bringen. In diesem Umfeld wird sich dann der Anstieg der Verschuldung verlangsamen, und die Belastung durch den Schuldendienst dürfte ebenfalls zurückgehen.

Diese Auffassung wird jedoch nicht generell geteilt, vor allem wenn kürzerfristige Übergangsprobleme in den Vordergrund gestellt werden. Angesichts des Umfangs und der Tragweite der jüngsten Strukturänderungen glauben manche Beobachter, dass die Arbeitskräftenachfrage weiterhin nachhinken könnte, und zwar nicht nur in den USA, sondern auch in den anderen Industrieländern. Beispielsweise könnte der in den USA verzeichnete Produktivitätszuwachs auch in anderen Ländern spürbar werden und dort zu Übergangsproblemen führen, die für diese Länder möglicherweise noch schwerer zu bewältigen sind als für die USA. Auch die Erhöhung der Arbeitskosten (einschl. Krankenversicherung und sonstige Lohnnebenleistungen) im Verhältnis zu den sinkenden Kosten von Investitionsgütern scheint sich fortzusetzen. Zudem wächst der Wettbewerb durch kostengünstigere Arbeitskräfte in den erst seit kurzem offenen aufstrebenden Volkswirtschaften kontinuierlich. Sollte daraufhin das Vertrauen der Verbraucher nachlassen oder die Verschuldung der privaten Haushalte an die Grenze ihrer Tragfähigkeit stoßen, könnte die Bereitschaft der immer noch hoch verschuldeten Unternehmen, die infolge des rascheren Produktivitätswachstums höheren Gewinne zu investieren, durchaus auf die Probe gestellt werden.

Ob die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen letztlich die Ausgaben bremst, hängt teilweise vom Zinsniveau und von den Belastungen durch den Schuldendienst ab. Natürlich werden bei einer anhaltenden konjunkturellen Erholung entsprechend höhere Zinssätze wesentlich besser zu handhaben sein. Doch auch das Preisniveau bei den Vermögenswerten ist von Bedeutung, denn es beeinflusst sowohl die Ausgabenneigung als auch die Möglichkeit zur Geldbeschaffung gegen Sicherheiten. Im Berichtszeitraum stiegen die Aktienkurse und die Preise für Wohneigentum in zahlreichen Ländern kräftig an. Dies könnte zum Teil mit dem ungewöhnlich hohen Grad an globaler Liquidität zusammenhängen, auf jeden Fall aber erscheint das Preisniveau bei einer Reihe von Vermögenswerten gegenüber den traditionellen Benchmarks inzwischen hoch. Sollten diese Preise jetzt fallen, würden die Ausgaben allen Hoffnungen zum Trotz nicht verschont bleiben. Schon wenn die Preise sich nur stabilisierten, käme der vom Vermögensaufbau ausgehende Wachstumsbeitrag zum Stillstand. Dies veranschaulicht etwa die jüngste Abschwächung der Konsumausgaben in den Niederlanden.

Es ließe sich sogar die Frage stellen, ob das mit der Liquiditätsabschöpfung aus Wohneigentum verbundene Ausgabenniveau nicht eines Tages zumindest zum Teil rückgängig gemacht werden muss. Wertsteigerungen beim Eigenkapital, die durch die Erwartung höherer Kapitalrenditen zustande kommen, sind echtes „Vermögen“, das auf Wunsch im Voraus ausgegeben werden kann. Bestätigen sich die Erwartungen, fällt keine Rückzahlung an. Im Falle der Preisanstiege beim Wohneigentum stehen dem Wertzuwachs jedoch die künftigen Verbindlichkeiten (die Wohnkosten) gegenüber. Bleiben die Preise hoch, sinken auf absehbare Zeit die für andere Zwecke verfügbaren Einkommen und die entsprechenden Ausgaben all derjenigen, die kein Wohneigentum besitzen. Umgekehrt fällt bei einem Preisrückgang die Last der künftigen Anpassung auf diejenigen zurück, die Kapital aus ihrem

Wohneigentum abgeschöpft haben. Sie hielten sich für vermögenter und gaben das Geld entsprechend aus, aber unter Umständen müssen sie dann feststellen, dass die Wertsteigerungen eine Illusion waren – ganz im Gegensatz zu den höheren Schulden.

Bedenken bestehen schließlich auch hinsichtlich der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und ihrer Konsequenzen für die weltweiten Wachstumsaussichten. Insbesondere die Konsumausgaben und das damit verbundene Leistungsbilanzdefizit in den USA wurden letztlich mit Auslandsmitteln finanziert, die bis vor kurzem zum größten Teil von Kreditgebern des privaten Sektors bereitwillig zur Verfügung gestellt wurden. Zwar kommen die privaten Kapitalzuflüsse in die USA zunehmend durch potenziell leicht umkehrbare Anleihekäufe zustande, doch war der Trend der geforderten Verzinsung bis Mitte April 2004 nicht aufwärts, sondern abwärts gerichtet. Insbesondere das Interesse an US-Dollar-Vermögenswerten wurde dadurch aufrechterhalten, dass der Schuldendienst bisher nicht im selben Ausmaß gestiegen ist wie die Auslandsschulden. Zusätzliche Unterstützung ging von der Erwartung eines nachhaltigen, relativ starken Wachstums in den USA aus. Unter den derzeitigen Bedingungen besteht das eigentliche Risiko darin, dass diese Wachstumserwartungen enttäuscht werden könnten, denn dies würde womöglich einen unerwünschten Engpass bei der Auslandsfinanzierung nach sich ziehen, der den finanziellen Spielraum einschränkt. Entsprechend langer historischer Erfahrung erfordert eine Leistungsbilanzanpassung in Schuldnerländern in der Tat eigentlich eine schwächere Währung und eine Verringerung der Inlandsnachfrage, in Gläubigerländern das Gegenteil.

Zwei neue Gegebenheiten dürften die Dynamik des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses ebenfalls beeinflussen. Erstens halten Ausländer inzwischen sehr hohe Bestände an Dollaranlagen. Die Aussicht von Vermögensverlusten als Folge einer Dollarabwertung könnte die Attraktivität solcher Anlagen verringern und sich letztlich sogar auf die globalen Anleiherenditen auswirken. In den Gläubigerländern könnten realisierte Verluste in den Auslandsportfolios die jeweiligen Inlandsausgaben reduzieren. Da die Ausgaben in diesen Ländern an sich eher steigen müssten, um die Auswirkungen der Währungsaufwertung auszugleichen, wäre keiner dieser Effekte dem Anpassungsprozess zuträglich. Zweitens ist die wachsende Präsenz Chinas und zunehmend auch Indiens im internationalen Handel zu berücksichtigen. Angesichts der starken neuen Konkurrenz werden Schuldnerländer mit abwertender Währung bemüht sein, Ressourcen in die Produktion handelbarer Güter und Dienstleistungen zu verlagern. Sollte der Anpassungsprozess auch nur vermeintlich ins Stocken geraten, könnten noch größere Veränderungen sowohl der Wechselkurse als auch der relativen Ausgabenniveaus erforderlich werden.

Ungleichgewichte prägen auch die Entwicklung der zweiten Säule des derzeitigen globalen Wachstums, nämlich der Inlandsnachfrage in China. Die Zahlen über die chinesische Wirtschaftsentwicklung in den letzten Quartalen sind wahrhaft eindrucksvoll und deuten noch immer eher auf eine Beschleunigung als eine Abschwächung hin. Während Konsum und Exporte unterstützend wirkten, fielen die Investitionsausgaben besonders kräftig aus.

Vor allem durch die verarbeitende Industrie Chinas erfährt das weltweite Produktionspotenzial derzeit eine massive Aufstockung.

Zwei Vorbehalte könnten vorgebracht werden, die beide mit „Überhitzung“ zusammenhängen. Der erste ist eher mittelfristiger Art. Ein großer Teil der chinesischen Investitionsausgaben entfällt auf lokale Gebietskörperschaften und staatseigene Unternehmen. Da solche Schuldner nicht in erster Linie durch die Renditenaussichten motiviert sind, ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass sich diese Investitionen als unrentabel erweisen werden. Auffällig ist auch, dass sie mit einer sehr raschen Geldmengen- und Kreditausweitung – bei staatseigenen Banken mit wenig Erfahrung in der Beurteilung des Kreditrisikos – einhergehen. Eine ähnliche Konstellation war Anfang der neunziger Jahre zu beobachten und führte in der Folge zu einem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Heute allerdings spielt China in der Weltwirtschaft eine weitaus größere Rolle. Sollten sich die chinesischen Importe abrupt verlangsamen, könnte sich dies spürbar auf das Wachstum in anderen asiatischen Ländern und sogar darüber hinaus auswirken. Im Nahen Osten, in Afrika und in Lateinamerika könnte auch die bisherige Unterstützung durch hohe Preise für Erdöl und andere Rohstoffe wegfallen. Damit würden eine Reihe ohnehin anfälliger aufstrebender Volkswirtschaften möglichen Schocks noch stärker ausgesetzt.

Der zweite, unmittelbare Vorbehalt bezieht sich auf eine steigende Inflation in China. Während sich die Verbraucherpreise in der Vergangenheit nicht parallel zu den Erzeugerpreisen entwickelten, steigen die Erzeugerpreise nun so rasch, dass sie sich auf die Verbraucherpreise auswirken. Auch beginnen sich Knappheiten an verschiedenen Inlandsmärkten abzuzeichnen, und in Bereichen, in denen die Preise noch immer streng kontrolliert sind, herrscht praktisch Rationierung. Teilweise durch die Nachfrage Chinas bedingt, steigen die Rohstoffpreise weltweit an, wengleich die Währungsaufwertung den Effekt in einigen Ländern mildert. Dass dieser Druck allmählich auch andere Preise in den Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften beeinflussen könnte, ist keineswegs abwegig, vorausgesetzt natürlich, dass die allgemeine Konjunkturerholung kräftig bleibt.

An den globalen Kapitalmärkten sind die Aussichten unsicherer geworden, dürften aber noch einigermaßen zufrieden stellend sein. Wie in der Einleitung festgehalten, wurde das Wirtschaftswachstum nicht nur durch niedrige Leitzinsen und zunehmende Liquidität angetrieben, sondern auch durch eine wiedererwachte Risikobereitschaft. Dennoch sind die Märkte in den letzten Monaten zurückhaltender geworden, und die langfristigen Anleiherenditen sowie die Aufschläge für Staatsanleihen sind sprunghaft angestiegen. Dies wird zur Folge haben, dass einige Staaten (und andere, weniger kreditwürdige Schuldner) im besten Fall mit höheren Kosten und im schlimmsten Fall mit finanziellen Anspannungen konfrontiert werden. Da in den aufstrebenden Volkswirtschaften inzwischen auf breiterer Front eine umsichtige Wirtschaftspolitik verfolgt wird, ist die Wahrscheinlichkeit einer Ausbreitung einzelner Problemherde glücklicherweise deutlich gesunken, wengleich Länder mit Haushalts- oder Leistungsbilanzschwächen weiterhin anfällig sind. Am meisten gefährdet sind wohl einige Länder Lateinamerikas sowie – in

geringerem Maße – Mittel- und Osteuropas. Bei den Unternehmen sind bisher nur die Zinsaufschläge für hochriskante Anleihen betroffen, denn die Unternehmensinsolvenzen sind rückläufig und dürften weiter abnehmen.

Allerdings ist nicht auszuschließen, dass eine zunehmende Risikoaversion außer Kontrolle gerät, was zur Folge haben könnte, dass neben „schlechten“ zum Teil auch „gute“ Schuldner bestraft werden. Angesichts der derzeit hohen Fremdfinanzierungsanteile und des kolportierten Umfangs der Carry-Trade-Geschäfte könnten sich bei einigen Preisen außerdem abrupte und drastische Veränderungen ergeben, wenn die Händler plötzlich ihre Engagements absichern wollten. Durch Strategien wie das Convexity Hedging am US-Hypothekenmarkt könnten sich solche Tendenzen verstärken, wie es die Ausweitung der Spreads für Zinsswaps im vergangenen Sommer bestätigt hat.

Recht beruhigend ist dabei, dass die Finanzinstitute in den wichtigsten Industrieländern – noch immer mit Japan als bedeutender Ausnahme – in jüngerer Zeit eine ganze Reihe solcher Schocks erfolgreich absorbiert haben und für weitere Schocks jetzt möglicherweise noch besser gewappnet sind. Die Eigenkapitalquoten der Banken sind nach wie vor hoch, die Kreditausfallquoten sind allgemein weiter zurückgegangen, und auch die Gewinne haben sich generell verbessert. Zudem stehen dahinter hauptsächlich Kosteneinsparungen, erhöhte Gebührenerträge und eine sorgfältigere Bewertung der Risiken. Vor allem, aber nicht ausschließlich, in den USA ist es den Banken gelungen, mithilfe verschiedener Instrumente zur Risikoübertragung einen beträchtlichen Teil ihres Kreditrisikos weiterzugeben. Eine Reihe großer internationaler Banken haben ihren Eigenhandel kräftig ausgeweitet, doch allgemein wird davon ausgegangen, dass ihr Marktrisikomanagement entsprechend ausgelegt ist. Das setzt natürlich voraus, dass die Liquidität, die an stark konzentrierten Märkten zur Durchführung der entsprechenden Transaktionen erforderlich ist, selbst in Stresszeiten vorhanden wäre.

Die meisten anderen Finanzinstitute, insbesondere die Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften, scheinen ebenfalls in besserer Verfassung zu sein als im letzten Jahr, was vor allem auf konjunkturelle Faktoren wie z.B. die kräftige Erholung der Preise von Vermögenswerten, besonders der Aktienkurse, zurückzuführen ist. Ähnliches gilt für leistungsorientierte Pensionsfonds, bei denen Probleme im Zusammenhang mit Deckungslücken auf verschiedene Art verringert wurden. Viele Hedge-Fonds zeigten zwar ein rasantes Wachstum, doch dürften etwaige Anspannungen in diesem Bereich keine Konsequenzen für das System als Ganzes haben. Kurzum, es ist eigentlich nicht davon auszugehen, dass eine zurückhaltendere Kreditvergabe durch angeschlagene Finanzinstitute einer robusten weltweiten Konjunkturerholung nennenswert im Wege stünde.

## Maßnahmen zur Förderung der Währungs- und Finanzstabilität

Der derzeitige weltweite Wirtschaftsaufschwung scheint unter dem Einfluss einer ungewöhnlich expansiven und auf Dauer auch nicht aufrechtzuerhaltenden Geld- und Fiskalpolitik an Dynamik zu gewinnen. Zwar ist das

künftige Wachstum zahlreichen Risiken ausgesetzt, doch das Szenario einer anhaltenden und sich sogar festigenden Konjunkturerholung ist am wahrscheinlichsten. Unter diesen Voraussetzungen besteht die unmittelbare Herausforderung für die Geld- und Fiskalpolitik darin, wieder normalere wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen herzustellen, ohne dass es dabei zu Instabilität kommt. Längerfristig muss es um die Etablierung robusterer wirtschaftspolitischer Rahmenkonzepte gehen, mit denen die Währungs- und Finanzstabilität in einer globalen Wirtschaft gefördert werden kann, die einen tief greifenden und sich noch immer fortsetzenden strukturellen Wandel durchgemacht hat.

Die USA stehen auf kurze Sicht vor der Frage nach dem Tempo der geldpolitischen Straffung. Dabei gilt es die bei einem zu raschen bzw. zu langsamen Vorgehen zu erwartenden Nachteile gegeneinander abzuwägen. Einerseits hat eine langsame Straffung natürlich Vorteile, solange Bedenken bestehen, ob der Aufschwung von Dauer ist, oder wenn davon ausgegangen wird, dass durch die anhaltenden Produktivitätssteigerungen genügend Kapazitätsspielraum entstanden ist, um einen Inflationsanstieg selbst bei höherem Wachstum zu verhindern. Eine zu rasche Anhebung der Zinsen dürfte also mit großer Wahrscheinlichkeit zulasten der Realwirtschaft gehen. Andererseits könnte eine Beibehaltung der derzeitigen historisch niedrigen Zinssätze später ungewollt eine höhere Inflation verursachen und außerdem zu noch größeren finanziellen Ungleichgewichten beitragen, die mit der Zeit schwer auf der Realwirtschaft lasten dürften. Der Trade-off liegt hier auf der Hand, die richtige Antwort nicht.

Das Dilemma wird noch dadurch verstärkt, dass nicht nur die Leitzinsen, sondern auch die langfristigen Zinssätze trotz des jüngsten Anstiegs immer noch recht niedrig erscheinen. Zudem waren die langfristigen Zinssätze in letzter Zeit gelegentlich sehr volatil. Eine Sorge ist sicherlich, dass die Zinssätze bei einem Anstieg überschießen könnten. Dies könnte die US-Konjunkturerholung bremsen und sich auch an den ausländischen Anleihemärkten in unerwünschter Weise auswirken. Dieses Risiko ist im Falle einer langsamen Straffung vermutlich größer, denn dabei ist es eher wahrscheinlich, dass die Inflationserwartungen steigen und drastische Zinsbeschlüsse notwendig werden.

Der Einsatz einer Kommunikationsstrategie zur gezielten Beeinflussung der Markterwartungen hinsichtlich künftiger Leitzinserhöhungen könnte der Schlüssel sein, um eine übermäßige Marktvolatilität zu verhindern. Die jüngste Erfahrung hat allerdings gezeigt, dass dies keine leichte Aufgabe ist. In einem Umfeld hoher Verschuldung und steigender staatlicher Defizite könnten sich die Märkte in zwei Lager teilen. Die einen befürchten vielleicht, dass die Inflation in stärkerem Maße toleriert wird oder, was wahrscheinlicher ist, dass sie, wenn auch ungewollt, ganz einfach steigen würde. Die anderen könnten einen gleichermaßen unerwünschten Prozess der Schuldendeflation befürchten, der die Preise schließlich in die entgegengesetzte Richtung bewegen würde.

Vor diesem Hintergrund spricht vieles für Klarheit, vor allem hinsichtlich der geldpolitischen Zielsetzung. Taktische Überlegungen im Zusammenhang

mit der Kurswechselstrategie der Federal Reserve sind vielleicht einer der Gründe, weshalb Inflationszielstrategien in den USA wieder auf Interesse stoßen. Ähnliche Vorschläge wurden auch in Japan gemacht, wo die Zentralbank im Zuge der Deflationsbekämpfung einen enormen und potenziell inflationären Überhang an Geschäftsbankreserven geschaffen hat. Eine Inflationszielstrategie würde insbesondere den Anleihemärkten signalisieren, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger nicht gedenken, die Inflation außer Kontrolle geraten zu lassen. Fraglicher ist, ob hinsichtlich des künftigen Einsatzes der geldpolitischen Instrumente dieselbe Klarheit wünschenswert ist. Sollte sie den Fremdfinanzierungsanteil und das Eingehen von Risikopositionen verstärken und sollten sich dann die objektiven Bedingungen so verändern, dass geldpolitische Überraschungen notwendig würden, könnte es zu erheblichen unerfreulichen Nebenwirkungen kommen.

Die Festlegung eines mittelfristigen Rahmenkonzepts für die Geldpolitik ebenso wie für andere wirtschaftspolitische Bereiche muss sich jedoch zunächst auf eher strategische Überlegungen stützen. Das Für und Wider von Inflationszielstrategien wird noch immer diskutiert. Sie haben den Vorteil einer klaren Zielsetzung, und zudem stärken sie die Glaubwürdigkeit, wenn das Ziel eingehalten wird, bzw. die Pflicht, Rechenschaft abzulegen, wenn dies nicht der Fall ist. Umgekehrt ließe sich argumentieren, dass eine Inflationszielstrategie die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank, die für ihren Erfolg bei der Inflationsbekämpfung bekannt ist, nicht weiter vergrößert und dass sie möglicherweise nicht flexibel genug für eine komplexe moderne Welt ist, in der es leichter zu finanziellen Ungleichgewichten kommen kann.

Angesichts solcher Ungleichgewichte scheinen tatsächlich immer mehr Zentralbanken einen geldpolitischen Kurswechsel gelegentlich selbst dann für sinnvoll zu halten, wenn die kurzfristigen Aussichten für die Verbraucherpreisentwicklung unproblematisch scheinen. Damit die Märkte Abweichungen vom grundlegenden Konzept nicht als Anzeichen für eine Rückkehr zu rein diskretionären Entscheidungen und schließlich für eine größere Inflations-toleranz interpretieren, könnte es empfehlenswert sein, dass die Zentralbank solche Eventualfälle im Voraus darlegt. Für diejenigen Zentralbanken mit Inflationszielstrategie, deren Glaubwürdigkeit bereits etabliert ist, dürften gewisse zusätzliche Bedingungen für die Durchführung der Geldpolitik kein nennenswertes Problem darstellen. Das Risiko, dass diese Bedingungen erfüllt werden könnten, hätte möglicherweise sogar den Vorteil, dass finanzielle Übersteigerungen von vornherein gebremst würden.

Eine zweite mittelfristige Überlegung betrifft nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Fiskal-, Regulierungs- und Strukturpolitik. Es ließe sich argumentieren, dass grundsätzlich eine größere Maßnahmensymmetrie zwischen den verschiedenen Phasen des Zyklus erforderlich sei – mit gleicher Durchschlagskraft im Aufschwung wie im Abschwung –, um zu verhindern, dass sich Probleme längerfristig akkumulieren. Werfen wir zuerst einen Blick auf die Geldpolitik, insbesondere in einem Umfeld von Aufschwüngen, die mit dem Aufbau finanzieller Ungleichgewichte einhergehen. Eine von vornherein generell straffere Ausrichtung könnte die größten Übersteigerungen bremsen, sodass später keine drastische Lockerung notwendig wäre. Dies dürfte nicht

nur das Risiko senken, dass sich bestehende Ungleichgewichte zuspitzen, sondern auch die Wahrscheinlichkeit verringern, dass die Leitzinsen die Nullzinsgrenze erreichen. Was die Fiskalpolitik betrifft, so hat sich unlängst in Deutschland und Frankreich sehr deutlich gezeigt, wie der Handlungsspielraum im Konjunkturabschwung dadurch eingeschränkt wurde, dass in der Aufschwungphase keine angemessene fiskalpolitische Zurückhaltung geübt worden war. Ähnliches gilt für Rechnungslegungsvorschriften, die zulassen, dass die Verlustwartungen in guten Zeiten allzu sehr reduziert werden, nur um dann in der Rezession heraufgesetzt zu werden, wenn die Verluste eintreten. Wenn schließlich Strukturreformen nicht in guten Zeiten umgesetzt werden, hat dies zur Folge, dass sie entweder ganz ausbleiben oder dann durchgeführt werden, wenn die Zeiten ohnehin unsicher sind, was das kurzfristige Vertrauen zusätzlich untergräbt.

Eine weitere mittelfristige Frage der Wirtschaftspolitik hängt mit der Wahl des Wechselkursregimes zusammen. Angesichts des großen Leistungsbilanzdefizits in den USA und der Überschüsse in Asien wird bisweilen argumentiert, dass die Beibehaltung des festen Wechselkurses zwischen dem chinesischen Renminbi und dem US-Dollar den weltweiten Anpassungsprozess behindert. Sie dürfte auch zu dem übermäßigen Kreditwachstum beitragen, das derzeit in China zu beobachten ist. Diese Auswirkungen wurden noch dadurch vergrößert, dass eine Reihe anderer asiatischer Währungsbehörden ebenfalls Anpassungen vorgenommen haben, z.B. durch verstärkte Devisenmarktinterventionen, als sich der Renminbi zusammen mit dem Dollar abschwächte. So haben viele asiatische Währungen in effektiver Betrachtung an Wert eingebüßt. In manchen Fällen kam zu den Bedenken wegen eines möglichen Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit und an Arbeitsplätzen im Inland noch das Bestreben hinzu, die Bestände an Währungsreserven im Hinblick auf etwaige künftige Krisen aufzustocken. Letzteres wurde gelegentlich als „Lehre“ aus der Asien-Krise beschrieben und nicht zu Unrecht, doch darf dabei eine andere Lehre der damaligen Episode nicht vergessen werden: Die Währung real niedrig bewertet zu halten fördert Kapitalzuflüsse, die die Wahrscheinlichkeit von Krisen erhöhen können.

Es wäre befriedigend und einfach, nun den Schluss zu ziehen, dass China – gefolgt von den anderen asiatischen Ländern – die verbleibenden Kapitalverkehrskontrollen aufheben und seine Währung freier schwanken lassen sollte. Diese einfache Lösung dürfte jedoch leider falsch sein. China steht im Mittelpunkt der Wechselkurskonstellation der Region, und es ist mit einigen ganz speziellen binnenwirtschaftlichen Herausforderungen konfrontiert. Die chinesischen Finanzmärkte stecken noch in den Kinderschuhen, das Bankensystem hat nach wie vor enorme Probleme, und die institutionelle Struktur für eine wirksame Finanzaufsicht ist noch nicht vorhanden. Den Wechselkurs freizugeben, ohne eine angemessene Kontrolle über die Kapitalströme zu haben, könnte völlig unvorhersehbare und wahrscheinlich höchst unerwünschte Konsequenzen haben. Vernünftiger, wenn auch mit technischen Schwierigkeiten behaftet, könnte es sein, die Währung aufzuwerten und an einen Währungskorb zu binden. Doch auch dies darf nicht als Allheilmittel gesehen werden, weder

für die Überhitzungsprobleme Chinas noch für die Ungleichgewichte im Welthandel.

Was die Überhitzung betrifft, so sind die chinesischen Entscheidungsträger gefordert, mit einem lückenhaften wirtschaftspolitischen Instrumentarium zahlreiche miteinander in Konflikt stehende Anforderungen zu erfüllen. Vermutlich würden sie marktorientierte Maßnahmen wie z.B. höhere Zinssätze vorziehen, aber diese Instrumente funktionieren noch nicht reibungslos. Umgekehrt sind viele der alten administrativen und politischen Kontrollvorrichtungen, die eine umfassende Einflussnahme der zentralen Institutionen ermöglichten, inzwischen ganz oder teilweise abgebaut worden. Aller Wahrscheinlichkeit nach werden die Behörden weiterhin eine am Markt orientierte Entwicklung fördern und zugleich die ihnen noch verbliebenen Plan- und Kontrollinstrumente einsetzen, um die Ausgaben und das Kreditvolumen zu begrenzen. Der expansive Kurs der Fiskalpolitik könnte ebenfalls gebremst werden. Das würde jedoch das Problem der Arbeitslosigkeit verschärfen, das in den ländlichen Gebieten immer noch besonders groß ist. Fest steht lediglich, dass die chinesischen Behörden nach Jahren stetiger Fortschritte in Richtung Marktwirtschaft jetzt mit großen Herausforderungen konfrontiert sind.

Was die Ungleichgewichte im Welthandel betrifft, so nehmen diese bereits seit Jahren zu und dürften tiefere Ursachen als nur Wechselkursverzerrungen haben. Das grundlegende Problem besteht darin, dass in Asien – gemessen an den rentablen Investitionsmöglichkeiten in den einzelnen Ländern – derzeit zu viel gespart wird, in der westlichen Hemisphäre (vor allem in den USA) hingegen zu wenig. Doch selbst wenn Ursachen und wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen auf der Hand liegen mögen, ist die Umsetzung ein anderes Thema, jedenfalls für die Gläubiger. Niedrigere Sparquoten in Asien könnten durch eine lockerere Kreditvergabe gefördert werden, die den Konsumausgaben Dynamik verleiht. Die jüngste Erfahrung von Korea und Thailand zeigt jedoch, dass dies leicht außer Kontrolle geraten kann. Die Investitionen in Asien (mit Ausnahme Chinas) sind seit der Krise ebenfalls sehr niedrig und könnten angekurbelt werden. Auch dies birgt jedoch Gefahren, die durch die Entwicklung derzeit in China sowie Ende der achtziger Jahre in Japan nur allzu sehr veranschaulicht werden. Es darf nicht vergessen werden, dass der Investitionsboom in Japan zum Teil das Nebenprodukt einer expansiven Politik war, mit der die damaligen Ungleichgewichte im Außenhandel verringert werden sollten.

Wenn die Gläubigerländer einen Beitrag zum Abbau der Ungleichgewichte im Welthandel leisten sollen, dann gilt das genauso für die Schuldnerländer. Insbesondere in den USA herrscht ganz offensichtlich das Problem eines Zwillingsdefizits. Ebenso offensichtlich ist, dass das Haushaltsdefizit reduziert werden muss. Dass dies ein Teil des Problems der USA ist, heißt aber nicht, dass es gleichzeitig der Kern des Problems ist. Das Leistungsbilanzdefizit blähte sich in den neunziger Jahren auf, lange bevor die öffentlichen Haushalte plötzlich in Schwierigkeiten gerieten. Bei näherer Betrachtung zeigt sich nämlich, dass der lang anhaltende Rückgang der Nettoersparnis der privaten Haushalte in den USA die eigentliche Ursache ist. Leider bietet die Theorie

nicht viele Anhaltspunkte dafür, wie die Wirtschaftspolitik einen solchen Trend auf geordnete Weise umkehren könnte. Zudem bedeutet dies, dass die privaten Haushalte in den USA eine unerwünscht rasche Anpassung vornehmen könnten, wenn sich ihre gegenwärtigen Annahmen über ihre künftige Einkommens- und Vermögenssituation als allzu optimistisch erweisen sollten.

Auch durch fiskalpolitische Impulse in anderen Industrieländern ließen sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte reduzieren. Bedingt durch die bereits hohe Staatsverschuldung und die ungünstiger werdende Altersstruktur der Bevölkerung ist der Spielraum hier jedoch sehr gering. Die Verschuldung belastet die künftigen Steuerzahler, denn diese werden sie bedienen müssen. Auch die Rentempfänger stellen eine Belastung dar, da Renten- und Krankenversicherung in den meisten Ländern auf dem Umlageverfahren beruhen. Es besteht die Gefahr, dass die rückläufige Zahl von Steuerzahlern irgendwann eine zu große Steuerlast tragen muss und der Staat seinen Verpflichtungen im Endeffekt nicht mehr nachkommen kann, was möglicherweise schwer wiegende Konsequenzen hätte. In Japan und Kontinentaleuropa ist die Lage besonders ernst, aber mit der Zeit könnten auch die USA und sogar einige aufstrebende Volkswirtschaften betroffen sein. Vor diesem Hintergrund sollte die Begrenzung – nicht die weitere Erhöhung – der Verschuldung im Mittelpunkt stehen. Selbst wenn die Einschätzung bestünde, dass die derzeitige Konjunkturlage keine kurzfristige Straffung zulässt, so muss auf jeden Fall ein glaubwürdiger mittelfristiger Plan für die fiskalpolitische Konsolidierung aufgestellt werden. In vielen Ländern muss dabei ein wichtiges Ziel sein, Kürzungen künftiger Ansprüche in Aussicht zu stellen, damit sich die einzelnen Bürgerinnen und Bürger möglichst gut darauf vorbereiten können. Ein nützlicher erster Schritt wird sein, die Öffentlichkeit noch eindringlicher mit der Arithmetik der derzeitigen Situation zu konfrontieren. An Rechenexempeln gibt es im Prinzip nichts zu rütteln, aber in der Praxis werden Hartnäckigkeit und Überzeugungskraft gefordert sein.

Strukturreformen in den Industrieländern würden ebenfalls dazu beitragen, die Schuldenlast des öffentlichen und des privaten Sektors zu mindern, indem sie das Produktionspotenzial der Volkswirtschaft und das damit verbundene Pro-Kopf-Einkommen erhöhen. Die USA scheinen sich bereits auf einem höheren Wachstumspfad zu befinden, aber einige Strukturreformen dürften dennoch nützlich sein. Aufmerksamkeit verdienen die Energiepolitik, das Gesundheitswesen und die wachsende Belastung durch Rechtsstreitigkeiten. In Kontinentaleuropa stehen die bekannten Aufgaben an: Arbeitsmarktreformen zur Beschäftigungssteigerung, Deregulierung im Dienstleistungssektor, Schaffung echter gesamteuropäischer Märkte. Überall, am offensichtlichsten aber vielleicht in Japan, sind Maßnahmen erforderlich, um angesichts des wachsenden internationalen Wettbewerbs Arbeitskräfte in die Produktion nicht handelbarer Güter und Dienstleistungen zu verlagern. Innerhalb der Sektoren, die handelbare Güter produzieren, dürfte es darum gehen, sich weiter oben auf der Wertschöpfungskette anzusiedeln. Dies bedingt eine entsprechende Fokussierung auf die Aus- und Weiterbildung. Regierungen, deren fiskalpolitische Situation bereits angespannt ist, werden es nicht leicht haben, dafür die notwendigen Mittel zu finden. Eine schonungslose

Kürzung unrentabler Ausgaben und unwirtschaftlicher Subventionen wäre ein guter Anfang.

Das Produktionspotenzial zu erhöhen und vollbeschäftigt zu halten erfordert ein effizientes und zugleich stabiles Finanzsystem. Leider sind die Ausgangsbedingungen in einigen Ländern nicht optimal: Das Gewicht liegt ausschließlich auf Bankkrediten, und die Banken setzen die Preise für Risiken oft nicht hoch genug an. Darüber hinaus macht einigen Bankensystemen selbst immer noch die Last notleidender Kredite aus der Vergangenheit zu schaffen. Japan scheint nach einem Jahrzehnt voller Fehlstarts nun einige Fortschritte bei der Sanierung von Unternehmen und Banken zu verzeichnen; China hingegen hat gerade erst begonnen, seine Probleme im Bankensektor in Angriff zu nehmen.

So schwierig es auch sein mag, den Geschäftsbanken neues Eigenkapital zuzuführen – eine noch größere Herausforderung wird darin bestehen, ihre längerfristige Rentabilität sicherzustellen. Eines der tückischsten Hindernisse ist dabei die anhaltende politische Einflussnahme. Gelenkte Kredite an staatlich unterstützte Bereiche scheint es zwar immer weniger zu geben, sogar in Ländern wie China und Indien. Noch immer wird aber nicht angemessen berücksichtigt, welchen Schaden die Konkurrenz staatlich unterstützter Finanzinstitute im privaten Sektor anrichten kann. Der Einfluss des Postsparsystems in Japan, der öffentlichen Finanzinstitute in Deutschland und der staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA ist allgegenwärtig, und nur in Europa wurden bisher konkrete Maßnahmen ergriffen, um die staatliche Unterstützung zu begrenzen. Sowohl in den Industrieländern als auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften müssen Kosten und Nutzen einer solchen Unterstützung für den Finanzsektor rigoros unter die Lupe genommen werden.

Selbst Länder mit einem robusten Finanzsystem dürfen sich nicht auf ihren Lorbeeren ausruhen. Eine beinahe überall zu beobachtende strukturelle Schwäche ist der Mangel an zuverlässigen Informationen, die notwendig sind, um die Verfassung der Unternehmen und der Kredit gebenden Institute sowie die sich daraus ergebende finanzielle Anfälligkeit der Volkswirtschaft als Ganzes zu beurteilen. Dabei müssen jeweils drei Aspekte beleuchtet werden: erstens die derzeitige Finanzlage der einzelnen Unternehmen bzw. Institute und der Volkswirtschaft insgesamt, zweitens das künftige Risikoprofil und drittens die mit all diesen Schätzungen verbundenen Unsicherheiten.

Was den ersten Aspekt betrifft, so unternehmen die Fachorganisationen der Rechnungslegung federführend Bemühungen, harmonisierte internationale Rechnungslegungsstandards für Unternehmen zu erarbeiten. Diese Arbeit muss erfolgreich zum Abschluss gebracht werden, wobei zu berücksichtigen ist, inwieweit die Bestimmung eines Marktwerts für Aktiva und Passiva möglich ist. Hinsichtlich des zweiten Aspekts hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die Offenlegung des Risikoprofils der einzelnen Finanzinstitute in den letzten Jahren stärker in den Mittelpunkt gerückt. Die erfolgreiche Aushandlung und Umsetzung von Basel II wird dazu führen, dass Risikomessung und -management auf Institutsebene noch größere Beachtung finden. Was die auf das System als Ganzes ausgerichtete Aufsicht betrifft, haben das Forum für Finanzstabilität (FSF) und andere Gremien zunehmend auf Systemschwächen

hingewiesen und die Notwendigkeit betont, Frühwarnindikatoren für zu erwartende Schwierigkeiten zu entwickeln. All diese Bemühungen sollten aktiv weitergeführt werden. Besondere Aufmerksamkeit erfordert die Entwicklung von Verfahren zur Beurteilung von Systemschwächen für den Fall, dass Finanzinstitute gemeinsamen Schocks ausgesetzt sind, auf die sie womöglich ähnlich reagieren. Hinsichtlich des dritten Aspekts – Informationen über die Unsicherheiten, die mit allen empirischen Messungen verbunden sind – hat es bisher kaum Fortschritte gegeben.

Wir müssen feststellen, welche Lücken in den Informationen bestehen, die wir für eine angemessene Durchführung der Wirtschaftspolitik brauchen, und dann Maßnahmen ergreifen, um sie zu schließen. Kostensenkungen im Zusammenhang mit der Erhebung und Analyse notwendiger Statistiken könnten sich durchaus als Sparen am falschen Ort erweisen. Angesichts all dessen, was wir nicht wissen, muss die Wirtschaftspolitik inzwischen umso vorsichtiger agieren. Erfahrungsgemäß ist der Mensch in seinem Streben zumeist am besten vor Misserfolgen geschützt, wenn er ohne Überheblichkeit handelt.



# Inhalt

Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit .....	175
Organisation und Führungsstruktur der Bank .....	175
<i>Die Bank, ihr Management und ihre Aktionäre</i> .....	175
<i>Organigramm per 31. März 2004</i> .....	176
Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ 2003/04 .....	177
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i> .....	177
<i>Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter       Zentralbanken</i> .....	178
<i>Repräsentanzen</i> .....	183
<i>Institut für Finanzstabilität (FSI)</i> .....	185
Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse .....	186
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)</i> .....	186
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS)</i> .....	188
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS)</i> ..	189
<i>Märkteausschuss</i> .....	190
<i>Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (CBCDG)</i> .	191
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich .....	191
<i>Zehnergruppe (G10)</i> .....	191
<i>Forum für Finanzstabilität (FSF)</i> .....	191
<i>Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS)</i>	192
<i>Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (IADI)</i> .....	193
Finanzdienstleistungen der Bank .....	194
<i>Bankdienstleistungen</i> .....	194
<i>Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2003/04</i> .....	195
<i>Die Bank als Agent und Treuhänder</i> .....	197
Institutionelles und Administratives .....	197
<i>Erweiterung des Mitgliederkreises</i> .....	197
<i>Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien</i> .....	198
<i>Verwaltung der Bank</i> .....	199
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	201
<i>Reingewinn</i> .....	201
<i>Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns</i> .....	202
<i>Zuweisungen an die statutarischen Reserven der Bank durch       Änderungen am 31. März 2003</i> .....	203
<i>Bericht der Buchprüfer</i> .....	204
Verwaltungsrat und oberste Führungsebene .....	206
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene ....	207
Mitgliedszentralbanken der BIZ .....	209

<b>Jahresabschluss</b> .....	211
Bilanz .....	212
Gewinn- und Verlustrechnung .....	213
Vorgeschlagene Gewinnverwendung .....	214
Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank .....	214
Veränderungen des Eigenkapitals der Bank .....	215
Anmerkungen zum Jahresabschluss .....	216
<b>Bericht der Buchprüfer</b> .....	234
<b>5-Jahres-Überblick</b> .....	235

# Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit

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

## Organisation und Führungsstruktur der Bank

### *Die Bank, ihr Management und ihre Aktionäre*

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist eine internationale Organisation, die die internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich fördert und Zentralbanken als Bank dient. Sie hat ihren Hauptsitz in Basel, Schweiz, sowie eine Repräsentanz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China und eine in Mexiko-Stadt. Gegenwärtig sind bei der Bank 549 Personen aus 44 Ländern beschäftigt.

Die BIZ erfüllt ihre Aufgaben als:

- Forum zur Förderung des Austauschs und zur Erleichterung der Entscheidungsfindung unter Zentralbanken und in internationalen Finanz- und Aufsichtskreisen
- Zentrum für Währungs- und Wirtschaftsforschung
- erste Adresse für die Finanzgeschäfte von Zentralbanken
- Agent oder Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Finanztransaktionen

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

Die Bank stellt auch das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Organisationen, die sich für die Förderung der Stabilität im Finanzbereich einsetzen. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) und der Märkteausschuss wurden im Laufe der vergangenen 40 Jahre von den Präsidenten der G10-Zentralbanken eingesetzt und entscheiden recht autonom über ihre Arbeitsthemen und die Organisation ihrer Tätigkeiten.

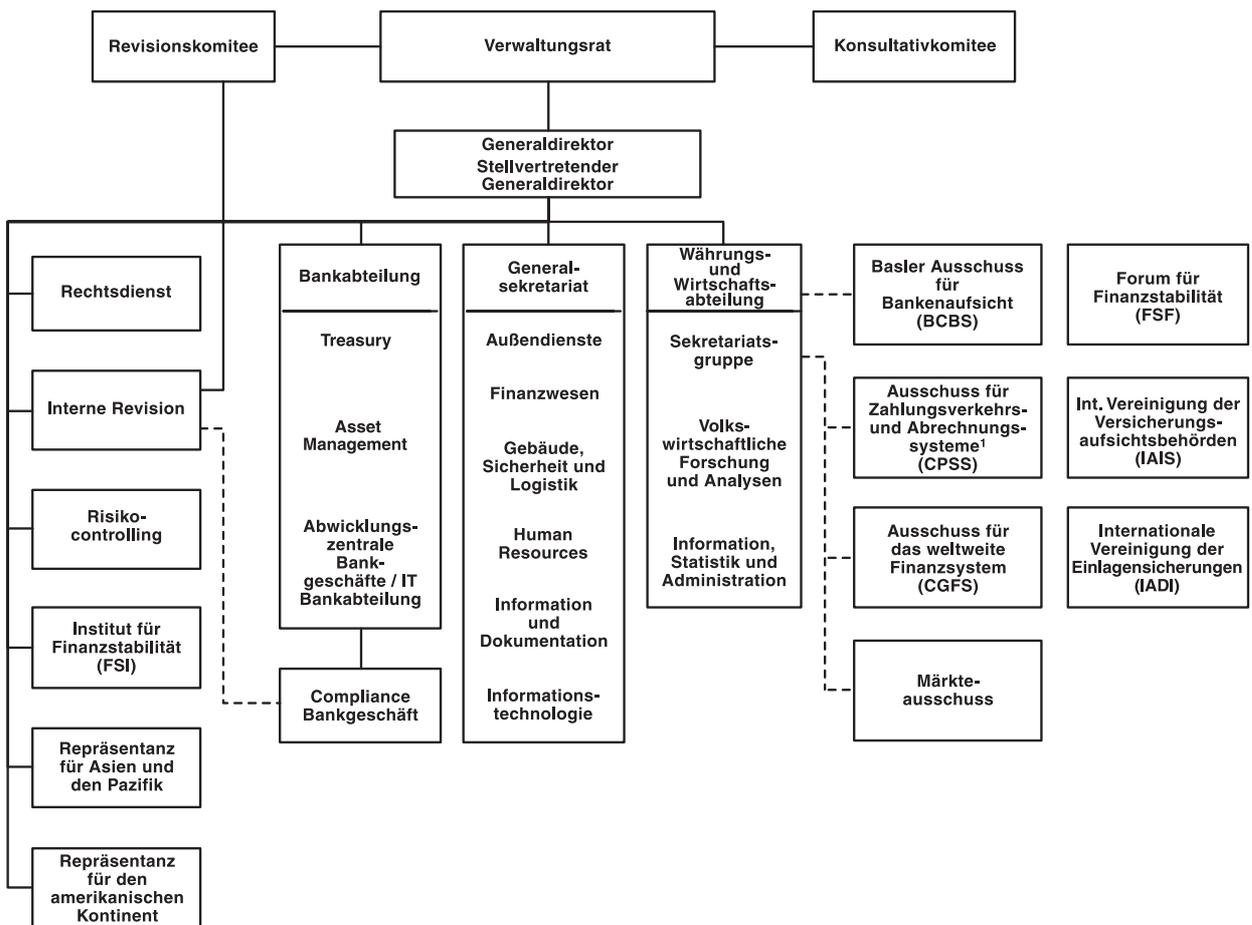
Andere bei der Bank angesiedelte Sekretariate arbeiten für unabhängige Organisationen, die weder der BIZ noch ihren Mitgliedszentralbanken direkt

unterstellt sind: das Forum für Finanzstabilität (FSF), die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) und die internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (IADI).

Die drei wichtigsten Entscheidungsgremien der Bank sind:

- die Generalversammlung der Mitgliedszentralbanken; hier sind derzeit 55 Zentralbanken oder Währungsbehörden stimm- und teilnahmeberechtigt. Die ordentliche Generalversammlung findet alljährlich innerhalb von vier Monaten nach dem 31. März, dem Ende des Geschäftsjahres der Bank, statt und ist der Anlass für das größte Zentralbanktreffen bei der BIZ. 2003 waren 104 Zentralbanken vertreten, davon 79 durch ihren Präsidenten. Zudem nahmen Delegierte von 20 internationalen Organisationen teil.
- der Verwaltungsrat, der gegenwärtig 17 Mitglieder umfasst und den das Revisionskomitee und das Konsultativkomitee, denen bestimmte Verwaltungsratsmitglieder angehören, bei der Ausübung seiner Funktion unterstützen.

### Organigramm per 31. März 2004



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

- die Direktion, die sich aus Mitgliedern der obersten Führungsebene der Bank zusammensetzt.

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

## Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ 2003/04

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

Die Sitzungen der Präsidenten und hochrangigen Mitarbeiter von Zentralbanken, die alle zwei Monate – zumeist in Basel – abgehalten werden, sind das wichtigste Instrument für die Bank, um die internationale Zusammenarbeit im Finanzbereich zu fördern. Sie sind eine Gelegenheit, die Lage der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten zu erörtern und Gedanken zu aktuellen Themen oder Anliegen von besonderem Interesse für Zentralbanken auszutauschen. Im November 2003 war die Bank of Thailand in Bangkok Gastgeber.

Die jüngsten Entwicklungen an den globalen Märkten, ihre Trendeinflüsse und Bestimmungsfaktoren (in den übrigen Kapiteln dieses *Jahresberichts* erörtert) standen in den Gesprächen der Zentralbankpräsidenten bei den regelmäßigen Sitzungen in der BIZ im Mittelpunkt. Die Weltwirtschaftssitzung (Global Economy Meeting) war das wichtigste Forum für den Gedankenaustausch unter den Zentralbankpräsidenten der größten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften zur aktuellen Wirtschaftslage. Damit verbundene konjunkturelle Fragen sowie Themen im Zusammenhang mit der Arbeit der bei der BIZ angesiedelten ständigen Ausschüsse der Zentralbanken wurden in den Sitzungen der G10-Zentralbankpräsidenten diskutiert.

Die Sitzungen, an denen sämtliche Gouverneure der BIZ-Mitgliedszentralbanken teilnehmen, konzentrierten sich wie üblich eher auf strukturelle Fragen der Währungs- und Finanzstabilität, darunter vor allem:

- Währungsintegration in Europa: Herausforderungen für Mitteleuropa
- Preise für Wohneigentum: Auswirkungen auf Geldpolitik und Finanzstabilität
- Verhinderung von Währungsaufwertungen und die Akkumulation von Reserven: Folgen für das inländische Finanzsystem
- Widerstandsfähigkeit von Finanzmärkten und -instituten: Was hat sich geändert?
- Haben fiskalpolitische Regeln versagt? Konsequenzen für Zentralbanken

Seit Januar 2004 gibt es eine neue Sitzung von Zentralbankpräsidenten, mit der den spezifischen Bedürfnissen der Zentralbanken aus aufstrebenden Volkswirtschaften und kleineren Industrieländern Rechnung getragen werden soll. Sie dient vor allem zur Information über die Aktivitäten der verschiedenen Ausschüsse, an deren Arbeit diese Zentralbanken nicht direkt beteiligt sind, sowie als Diskussionsforum für spezielle Anliegen dieser Länder. Anfang 2004 wurden drei Informationsveranstaltungen über die Tätigkeit der Ausschüsse

organisiert. Thema der ersten Veranstaltung war eine CGFS-Studie über ausländische Direktinvestitionen im Finanzsektor aufstrebender Volkswirtschaften. Bei der zweiten Veranstaltung wurde über die abschließenden Arbeiten des BCBS an der neuen Eigenkapitalregelung (bekannt als „Basel II“) berichtet. Die dritte Veranstaltung befasste sich mit der Arbeit des CPSS.

Bei den informellen Gesprächen zwischen den Zentralbankpräsidenten und hochrangigen Vertretern von anderen Instanzen des Finanzbereichs und aus dem privaten Finanzsektor standen die gemeinsamen Interessen des öffentlichen und des privaten Sektors bei der Förderung solider, gut funktionierender Finanzmärkte im Mittelpunkt. Im Berichtszeitraum waren die Folgen der Ausbreitung von Instrumenten zur Kreditrisikoübertragung für das Finanzsystem ein wichtiges Thema.

Unabhängig von diesen alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen der Zentralbankpräsidenten organisiert die Bank für hochrangige Mitarbeiter der Zentralbanken verschiedene andere regelmäßige Sitzungen und Ad-hoc-Treffen zu Themen der Währungs- und Finanzstabilität. Die regelmäßigen Sitzungen 2003/04 waren:

- die zweimal im Jahr stattfindenden Sitzungen der Volkswirte der Zentralbanken. Im Oktober 2003 ging es dabei um die Herausforderungen für die Zentralbanken in einem Umfeld niedriger und vergleichsweise stabiler Inflation, struktureller Verbesserungen auf der Angebotsseite und liberalisierter Finanzmärkte.
- die Seminare zur Geldpolitik. Ursprünglich ausschließlich auf die größeren Industrieländer ausgerichtet, finden diese nun jedes Jahr auch in Asien, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika statt.
- die Sitzung der stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften. Thema waren in diesem Jahr die geld- und währungspolitischen Konsequenzen der Globalisierung der Finanzmärkte.

Zu besonderen aktuellen Fragen wurden zwei Ad-hoc-Treffen organisiert. Im Juni 2003 kamen die Zentralbankpräsidenten von aufstrebenden Volkswirtschaften anlässlich der Generalversammlung der Bank zusammen, um mögliche Maßnahmen im Falle von Schwierigkeiten bei der Auslandsfinanzierung zu diskutieren. Im September führten in Mexiko-Stadt hochrangige Mitarbeiter von Zentralbanken kleiner offener Volkswirtschaften in der westlichen Hemisphäre ein Gespräch am runden Tisch über verschiedene zentralbankrelevante Themen.

### *Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken*

#### *Forschungsarbeit*

Hintergrundmaterial für die Sitzungen der Zentralbankvertreter und Sekretariatsdienstleistungen für die Ausschüsse sind nicht der einzige Beitrag der BIZ zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich. Die Bank führt auch selbst detaillierte Forschungsarbeiten und Analysen zu Themen durch, die für Zentralbanken und in zunehmendem Maße auch für die

Finanzaufsicht von Interesse sind. Die Ergebnisse dieser Arbeit fließen in die regelmäßigen Veröffentlichungen der Bank wie den *Jahresbericht* und den *Quartalsbericht*, in die Reihen der *BIS Papers* und *BIS Working Papers* sowie in externe Publikationen wie z.B. Fachzeitschriften ein. Dass die Beziehung zur Wissenschaft durch gemeinsame Forschungsarbeiten und Konferenzen enger wird, ist ein wichtiger Faktor für die Verbesserung der Qualität dieser Arbeit und begünstigt weitere relevante Studien.

Diese Forschungstätigkeit deckt natürlich ein sehr breites Themenspektrum ab, doch aufgrund der kürzlich bewusst gewählten längerfristigen Optik werden vor allem drei Gebiete beleuchtet, denen die BIZ besondere Bedeutung beimisst:

- die Beziehung zwischen Währungs- und Finanzstabilität
- die Spannungen und Komplementärwirkungen zwischen den verschiedenen Ansätzen zur Förderung der Finanzstabilität: Ansätzen, die auf die einzelnen Institute ausgerichtet sind, und Ansätzen, bei denen das Finanzsystem als Ganzes im Zentrum steht
- das Funktionieren der Märkte allgemein

Im vergangenen Jahr beschäftigte sich die BIZ in einer Reihe von Artikeln mit Hypothesen zu der sich wandelnden Interaktion von Währungsstabilität, Finanzstabilität und Konjunkturzyklus. Diese Artikel leisteten einen Beitrag zu einem grundlegenden Rahmenkonzept, das die Beziehung zwischen institut- und systemorientierten Aufsichtsansätzen zur Sicherung der Finanzstabilität berücksichtigt. Außerdem untersuchten sie mögliche Messmethoden für Änderungen der Risikobereitschaft und deren Einfluss auf die Marktdynamik sowie die Bestimmungsfaktoren von Marktliquidität, insbesondere bei Anspannungen. Mehrere Artikel beschäftigten sich themenübergreifend auch mit den Bestimmungsfaktoren und Folgen der Entwicklung bei den Immobilienpreisen.

Neben der Intensivierung ihres Programms für Gastwissenschaftler organisierte die BIZ eine Reihe von Konferenzen, um den Kontakt zu wissenschaftlichen Kreisen zu pflegen, so etwa eine Konferenz zum Thema Währungsstabilität, Finanzstabilität und Konjunkturzyklus im Frühjahr 2003. Im Oktober 2003 veranstaltete die Bank zusammen mit der Federal Reserve Bank of Chicago eine Konferenz über Marktdisziplin, ihre theoretischen Grundlagen und die vorhandenen Belege über ihre Wirksamkeit in verschiedenen Ländern und Wirtschaftszweigen. Im Juni 2004 schließlich fand eine Konferenz über Niedriginflation und Deflation statt.

#### *Kooperation im Bereich Statistik*

Um die weltweiten wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen stetig verfolgen zu können, benötigen Zentralbanken aktuelle, umfassende und international vergleichbare statistische Daten. Hier unterstützt die BIZ sie auf verschiedene Weise.

Im Rahmen der BIZ-Datenbank tauschen Zentralbanken laufend eine breite Palette von Wirtschafts-, Währungs- und Finanzdaten aus. Im vergangenen Jahr wurden drei weitere Zentralbanken Mitglieder der Datenbank, die nun 33 Länder aus allen großen Regionen abdeckt. Auch inhaltlich wurde die

Datenbank erneut erweitert und erfasst nun auch Indikatoren für systemorientierte Aufsicht, Rechnungslegungsdaten und Immobilienpreise.

Über die Infrastruktur der Datenbank tauscht die BIZ ihre internationalen Finanzstatistiken in elektronischer Form mit den Zentralbanken aus. Im letzten Jahr waren es bereits 38 Zentralbanken, die aggregierte nationale Daten über das globale Kreditgeschäft der international tätigen Banken in ihrem Land meldeten. Die BIZ fasst diese Daten zu globalen Statistiken zusammen und veröffentlicht sie in ihrem *Quartalsbericht* und auf ihrer Website. Ergänzt werden diese Statistiken durch Quartalsdaten über die Auslandsforderungen der Banken in inländischem Eigentum auf weltweit konsolidierter Basis, die von inzwischen 30 Zentralbanken erhoben werden.

Von den Zentralbanken der G10-Länder, deren Banken aktiv am Markt für außerbörsliche Derivate teilnehmen, werden über die BIZ alle sechs Monate aggregierte Daten zu den Derivatmärkten erhoben, zusammengestellt und veröffentlicht. Auf Empfehlung des CGFS erarbeiteten die BIZ und die berichtenden Zentralbanken im vergangenen Jahr Richtlinien für die Einbeziehung von Credit Default Swaps in diese Statistiken. Die Datenerhebung beginnt Ende 2004, und erste Gesamtergebnisse sollen Ende des Frühjahrs 2005 verfügbar sein.

Es wurde vereinbart, eine weitere 3-Jahres-Erhebung zum Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten durchzuführen. 52 Zentralbanken – mehr als je zuvor – haben zugesagt, Daten über den Umsatz im April 2004 und über die Ende Juni 2004 ausstehenden Beträge zu erheben. Im September 2004 will die BIZ die vorläufigen Gesamtergebnisse zu den Umsätzen und zwei Monate später die Daten zu den ausstehenden Beträgen veröffentlichen.

Neben dem technischen Support sowie der Unterstützung bei der Qualitätskontrolle der Daten für die Datenbank und die internationalen Finanzstatistiken stellen die Mitarbeiter der BIZ den Zentralbanken auch ihre methodischen Kenntnisse zur Verfügung, entweder auf bilateraler Ebene oder durch die Beteiligung an verschiedenen internationalen Treffen im Bereich Statistik. Im Rahmen der Vorbereitungen des *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators* des IWF organisierten BIZ und IWF im Oktober 2003 gemeinsam eine Konferenz über Immobilienpreise und Finanzstabilität. An Bedeutung gewinnt auch das Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics, ein Forum von mehr als 60 Zentralbanken aus der ganzen Welt. Für dieses Forum veranstaltet die BIZ im September 2004 eine Konferenz zu statistischen Fragen in Bezug auf Preise, Produktion, Produktivität und Rechnungslegung.

Die BIZ ist auch aktives Mitglied der Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, die im letzten Jahr ihren *Guide for Compilers and Users of External Debt Statistics* fertig stellte. Ende 2003 beschloss die Task Force, einen so genannten Joint External Debt Hub einzurichten. Dieser soll die verfügbaren Daten zu den verschiedenen Komponenten der Auslandsverschuldung, die u.a. den internationalen Finanzstatistiken der BIZ zu entnehmen sind, mit den ausführlichen Daten verknüpfen, die die Schuldnerländer künftig offen legen werden.

Es wurden überdies weitere Schritte unternommen, um die internationale Zusammenarbeit in Bezug auf elektronische Standards für den Austausch

statistischer Informationen zu verstärken. Die Initiative für den Austausch statistischer Daten und Metadaten (Statistical Data and Metadata Exchange, SDMX), bei der die BIZ mit der EZB, Eurostat, dem IWF, der OECD, der UNO und der Weltbank zusammenarbeitet, ist erheblich vorangekommen. Die SDMX-Website ([www.sdmx.org](http://www.sdmx.org)) informiert über die Fortschritte und zeigt u.a., wie neue Webtechnologien die Erhebung, Zusammenstellung und Verbreitung von Statistiken verbessern können. Über ein neues technisches Forum im Rahmen der BIZ-Datenbank sollen die Anforderungen der Zentralbanken und die Prioritäten der SDMX-Initiative koordiniert werden.

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

In diesem Bereich geht es der BIZ darum, zentralbankrelevante Informationen über institutionelle und organisatorische Fragen zu sammeln, zu analysieren und zu verbreiten. Natürlich sind die Aufgaben und Befugnisse der Zentralbanken von Land zu Land unterschiedlich, und die Arbeitsergebnisse der BIZ haben daher keinerlei Vorschriftencharakter. Überwacht wird diese Arbeit von der Central Bank Governance Steering Group; die praktische Durchführung erfolgt über das Network on Central Bank Governance. Die Governance Steering Group setzt sich aus Zentralbankpräsidenten aus einem breit abgestützten und repräsentativen Kreis von Zentralbanken zusammen. Das Network umfasst über 40 bedeutende Zentralbanken und Währungsbehörden aus aller Welt.

Die Governance Steering Group berät die Bank dabei, wie sie auf den unterschiedlichen Informationsbedarf der Zentralbanken in diesem Bereich am besten eingehen kann; zudem erörtert sie aktuelle Fragen, die für die Zentralbankpräsidenten von Interesse sind. Im vergangenen Jahr befasste sich die Governance Steering Group beispielsweise damit, wie Zentralbanken ihren Bereich Finanzstabilität organisieren, wie sie Effizienz und Wirksamkeit der Zentralbankgeschäfte abwägen und wie sie Strategiepläne erarbeiten und umsetzen. Auf Empfehlung der Governance Steering Group räumt die Bank denjenigen Anfragen von Zentralbanken Vorrang ein, die für eine effektive Arbeit unabhängiger und verantwortungsbewusster Währungsbehörden entscheidend sind. Die von den Network-Mitgliedern und ihren Kollegen beschafften Informationen werden den Zentralbanken elektronisch zur Verfügung gestellt.

#### *Ausschuss der EDV-Fachleute der G10-Zentralbanken*

2003 beschäftigte sich der Ausschuss der EDV-Fachleute vor allem mit der Verbesserung der Leistungsfähigkeit von IT-Strukturen und mit möglichen Kosteneinsparungen. Er untersuchte Ansätze wie Outsourcing, Abteilungsreorganisation und Entwicklung von mit der Geschäftsstrategie kompatiblen IT-Roadmaps und erörterte die Wirksamkeit von Kostensenkungsmaßnahmen. Ein Höhepunkt der Tätigkeit des Ausschusses war der Workshop der IT-Verantwortlichen von lateinamerikanischen und karibischen Zentralbanken in Mexiko-Stadt. Themen waren technische Herausforderungen, Kostenkontrolle und die Abstimmung des IT-Bereichs auf die Geschäftsstrategie.

Aus den Gesprächen bei den Sitzungen des Ausschusses und seiner Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen 2003 ging hervor, dass die Zentralbanken

zunehmend komplexe webbasierte Anwendungen einsetzen, die von ihren externen Kunden genutzt werden. Dies bedingt eine ausgefeilte Sicherheitsarchitektur und -infrastruktur, darunter Public-Key-Infrastruktur-Technologien. Daher brachte die Arbeitsgruppe den Ausschuss in Bezug auf diese Technologien und ihren Einsatz in Zentralbanken auf den neuesten Stand. Der Bericht der Arbeitsgruppe zeigt, dass Public-Key-Infrastruktur-Technologien nach wie vor komplex sind und ihr Einsatz sehr aufwändig ist. Den Diskussionen zufolge wollen die Zentralbanken dies jedoch in Kauf nehmen, wenn das entsprechende Sicherheitsniveau tatsächlich notwendig ist. Weitere Themen für die Arbeitsgruppe waren im letzten Jahr Verfahren zur Gewährleistung eines effizienten und sicheren Einsatzes der E-Mail-Kommunikation via Internet und die wirksame Umsetzung von Notfallverfahren zur Aufrechterhaltung des Betriebs, die durch den Ausbruch von SARS und Stromausfälle in Nordamerika und Italien an Bedeutung gewannen.

#### *Interne Revision*

Seit einigen Jahren pflegen die internen Revisoren von Zentralbanken einen regelmäßigen Erfahrungsaustausch und diskutieren neue Herausforderungen. Im Juni 2003 nahm die BIZ an der 17. Jahrestagung der Leiter der internen Revision in den G10-Ländern teil, die von der Deutschen Bundesbank und der EZB organisiert wurde. Themenschwerpunkte waren u.a. die Entwicklung eines Revisionsansatzes für die Handhabung des operationellen Risikos und die Revision der Führungs- und Überwachungsmechanismen im Geschäftsbetrieb allgemein sowie im IT-Bereich. Mit der Unterstützung der Internen Revision der BIZ erstellte die Arbeitsgruppe für IT-Fragen Themenpapiere über den Fernzugang zu internen Computersystemen, Penetrationstests für Firewalls und Verfahren zur Gewährleistung der Sicherheit von Betriebssystemen. Die Interne Revision der BIZ koordinierte auch die Arbeit einer Ad-hoc-Task-Force der G10-Länder zur Überprüfung von Notfallverfahren zur Aufrechterhaltung des Betriebs.

In der Sonderverwaltungsregion Hongkong organisierte die Interne Revision der BIZ zusammen mit der BIZ-Repräsentanz Asien im Februar 2004 das dritte Treffen der Leiter der internen Revision von Zentralbanken und Währungsbehörden in Asien und dem Pazifik. Erörtert wurden u.a. bessere Methoden der internen Revision und des Enterprise Risk Management.

#### *Zusammenarbeit mit Zentralbankgruppen*

Seit 1990 unterstützt die BIZ die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer bei der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung für die Zentralbanken der Volkswirtschaften im Übergang in Mittel- und Osteuropa sowie in der ehemaligen Sowjetunion. Eine Analyse der G10-Zentralbankpräsidenten im Jahr 2003 ergab, dass dieses Angebot sehr hilfreich war und die Übergangszeit in vielen dieser Länder zu Ende geht. Dennoch wurde die Ansicht vertreten, dass die Koordination – wenn auch weniger intensiv – noch einige Jahre fortgesetzt werden sollte, um die erzielten Fortschritte zu konsolidieren.

Die BIZ und das FSI organisierten für Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen von Volkswirtschaften im Übergang wiederum eine Reihe von

Seminaren im Joint Vienna Institute (JVI), vornehmlich zu Themen der Währungs- und Finanzstabilität. Angesichts der Fortschritte in dieser Region und der Einrichtung des FSI wird die BIZ ab August 2004 nicht mehr formell am JVI beteiligt sein. Allerdings wird sie weiterhin Referenten entsenden und gelegentliche Seminare organisieren.

Die Zusammenarbeit mit verschiedenen regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken ist eine gute Gelegenheit, Informationen über die Tätigkeit der BIZ weiterzugeben und Beziehungen zu Zentralbanken zu knüpfen, die sonst nicht direkt daran teilhaben. Vor diesem Hintergrund organisierte die Bank mehrere gemeinsame Veranstaltungen mit regionalen Gruppierungen, z.B.:

- eine Reihe von Sitzungen mit der SEACEN-Gruppe (South East Asian Central Banks), zu denen die BIZ mehrere Referenten entsandte
- ein Seminar mit SAARCFINANCE, einem Gremium der South Asian Association for Regional Cooperation, das die Zusammenarbeit der Zentralbanken in Südasien fördert
- eine gemeinsame Sitzung mit den Zentralbanken der Southern African Development Community (SADC) Anfang 2004
- gelegentliche gemeinsame Veranstaltungen mit dem Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Die BIZ entsendet auch Referenten zu den vom CEMLA organisierten Seminaren und Workshops.

Die BIZ unterstützte weiterhin das Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG) im Rahmen eines Programms, das u.a. von der Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) und der Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC) getragen wird. Zudem beteiligten sich eine Reihe von Fachleuten der BIZ an Schulungen im Rahmen des Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (MEFMI).

### *Repräsentanzen*

Die Repräsentanz für Asien und den Pazifik und die Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent sind die Zentren für die Tätigkeit der BIZ in der betreffenden Region. Ziel der Repräsentanzen ist die Förderung guter Beziehungen und der Zusammenarbeit zwischen der BIZ und den Zentralbanken, Währungsbehörden und Aufsichtsinstanzen der jeweiligen Region. So bemühen sich die Repräsentanzen um einen verbesserten Austausch von Informationen und Daten, helfen bei der Organisation von Sitzungen und Seminaren und leisten Beiträge zu den wirtschafts- und finanzwissenschaftlichen Arbeiten der Bank über die Asien-Pazifik-Region und den amerikanischen Kontinent. Forschungsthemen des letzten Jahres waren beispielsweise die Trends bei den regionalen Kapitalströmen, die binnenwirtschaftlichen Folgen umfangreicher Währungsreserven sowie die Auswirkungen von Freihandelsabkommen auf Währungsab-sprachen. Vom Fachwissen der Repräsentanzen profitieren außerdem verschiedene Veranstaltungen der BIZ (bzw. des FSI), regionaler Zentralbankgruppen, einzelner Zentralbanken und anderer Institutionen.

Die Repräsentanzen unterstützen die Bankdienstleistungen der BIZ in der Asien-Pazifik-Region und auf dem amerikanischen Kontinent und leisten im Rahmen von regelmäßigen Besuchen dem Reservenmanagement der

Zentralbanken Hilfe. Mit dem Dealing Room der Regionalen Treasury, der 2000 in der Repräsentanz Asien eröffnet wurde, hat die BIZ den Umfang und die Bandbreite ihrer Bankdienstleistungen für die Kunden im Asien-Pazifik-Raum noch erweitert.

Die *Repräsentanz Asien* stellt das Sekretariat des Asian Consultative Council (ACC), der für die Kommunikation zwischen den BIZ-Mitgliedszentralbanken der Region einerseits und dem Verwaltungsrat und der Direktion der BIZ andererseits von großer Bedeutung ist. Der Dealing Room der Repräsentanz sorgte im Jahresverlauf für eine breitere Streuung der Anlagen der BIZ in der Region. Nachdem 11 Zentralbanken des Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (EMEAP) im Juli 2003 beschlossen hatten, gut \$ 1 Mrd. an Währungsreserven in einem so genannten Asian Bond Fund anzulegen, wurde die Bank zum Portfoliomanager bestimmt, und der Dealing Room tätigte den Großteil der Käufe. Die Regionale Treasury organisierte außerdem zwei Seminare für Manager von Währungsreserven, eines im Oktober 2003 in Penang, Malaysia, und eines im März 2004 in der Sonderverwaltungsregion Hongkong.

Teils gemeinsam mit regionalen Zentralbanken und anderen Institutionen unterstützte bzw. organisierte die Repräsentanz mehrere hochrangig besetzte Treffen in Hongkong und an anderen Orten:

- Im Juni 2003 (zusammen mit der Bank of Thailand) und im Dezember war sie Gastgeber des EMEAP-Forums, in dem für die Umsetzung der Devisenpolitik Verantwortliche aus Ostasien, dem Pazifikraum und der ganzen Welt zusammentreffen.
- Zusammen mit der Universität von Korea organisierten Volkswirte der Repräsentanz zu den asiatischen Anleihemärkten im Dezember 2003 einen Workshop in Hongkong und im März 2004 eine Konferenz in Seoul für Mitarbeiter von Zentralbanken, Beamte von Finanzbehörden, Vertreter aus Marktkreisen und Wissenschaftler.
- Bei der sechsten Sondersitzung asiatischer Zentralbankpräsidenten im Februar 2004 in Hongkong diskutierten die Teilnehmer die aktuelle Wirtschaftslage und die Gründe für die Akkumulierung von Währungsreserven.
- Ebenfalls im Februar waren die Repräsentanz, das FSI und die Bank of Thailand Gastgeber einer Konferenz über schwache Banken und systemweite Krisen, bei der eine Vergleichsstudie über Asset-Management-Gesellschaften in der Region vorgestellt wurde.
- Im selben Monat fand in der Repräsentanz außerdem ein Treffen der internen Revisoren von Zentralbanken statt, und die Repräsentanz und die Hong Kong Monetary Authority organisierten eine Sitzung der Rechtsexperten von Zentralbanken.

In der *Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent* standen im ersten vollen Tätigkeitsjahr umfangreiche Kontakte zu den Zentralbanken der Region und eine enge Zusammenarbeit mit den regionalen Aufsichtsinstanzen im Vordergrund. Die im November 2002 in Mexiko-Stadt eröffnete Repräsentanz organisierte bzw. unterstützte eine Reihe von Treffen für hochrangige Vertreter von Zentralbanken:

- Im September 2003 organisierte die Repräsentanz in Mexiko-Stadt eine Sondersitzung für kleine offene Volkswirtschaften der Region, an der hochrangige Vertreter von neun Zentralbanken teilnahmen.
- Im Dezember 2003 unterstützte sie die in Mexiko-Stadt stattfindende Sitzung des Ausschusses der EDV-Fachleute der G10-Zentralbanken und den Workshop für IT-Verantwortliche von Zentralbanken aus der Region.
- Im Februar 2004 organisierte die Repräsentanz gemeinsam mit der Hauptverwaltung der BIZ in Basel ein Seminar für 17 Zentralbanken der Region, drei Zentralbanken aus Europa und den Latin American Reserve Fund zum Thema Reservenverwaltung.

### *Institut für Finanzstabilität (FSI)*

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) hat die Aufgabe, zur Stärkung der Finanzsysteme und -institute weltweit beizutragen, und zwar vor allem durch eine Verbesserung der Aufsicht. Das FSI engagiert sich aktiv in der Verbreitung von Standards und Praxisempfehlungen und leistet Unterstützung in vielfältigen wichtigen Aufsichtsfragen.

Ein Schwerpunkt seiner Arbeit ist nach wie vor die Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung (Basel II). Um seine künftigen Unterstützungsleistungen in diesem Zusammenhang umfassend planen zu können, führte das FSI kürzlich bei rund 120 Ländern eine Erhebung über ihre gegenwärtigen Vorbereitungen für die Umsetzung von Basel II und ihren Bedarf an Maßnahmen zum Kapazitätsaufbau durch.

Zur Förderung der grenzüberschreitenden Kontakte und der Zusammenarbeit unter Aufsichtsinstanzen organisierte das FSI auch im vergangenen Jahr in Basel und vor Ort hochrangig besetzte Sitzungen und Seminare zu einer breiten Palette von Themen. An den insgesamt 55 Veranstaltungen nahmen über 1 600 Vertreter von Zentralbanken sowie Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen aus aller Welt teil. Abgesehen von den eigenen Veranstaltungen des Instituts hielten FSI-Vertreter Präsentationen zu vielen ähnlichen Themen bei Konferenzen und Treffen, die nicht vom FSI selbst organisiert wurden.

Ein wichtiges neues Projekt zur Ergänzung der bisherigen Aktivitäten des Instituts ist FSI Connect, ein Online-Informations- und Studientool, das speziell zur Unterstützung einer großen Zahl von Mitarbeitern der Bankenaufsicht entwickelt wird. FSI Connect soll Mitte 2004 lanciert werden. Es bietet Kurse über wichtige Themen des Risikomanagements, z.B. die Handhabung von Kredit-, Markt- und operationellen Risiken, und über die angemessene Eigenkapitalausstattung (einschl. Basel II). Nach und nach sollen Lehrgänge zu einer ganzen Reihe anderer Themen der Bankenaufsicht hinzukommen. Zielgruppe von FSI Connect sind alle Mitarbeiter der Aufsicht, unabhängig von ihrer Sachkenntnis und ihrem Erfahrungshintergrund. Die Kursinhalte werden in enger Kooperation mit den BIZ-Fachabteilungen sowie einem Netzwerk von Experten der Finanzaufsicht und der internationalen Organisationen erarbeitet. Mit FSI Connect wird das FSI weltweit ein größeres Zielpublikum in der Finanzaufsicht erreichen können.

## Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse

### *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)*

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) unter dem Vorsitz von Jaime Caruana, Gouverneur des Banco de España, hatte seine Tätigkeitsschwerpunkte im Berichtszeitraum weiterhin darin, die Bankenaufsicht zu stärken, die Transparenz der Finanzausweise zu erhöhen und die Fortschritte des Bankgewerbes beim Risikomanagement zu unterstützen.

### *Ein neuer internationaler Eigenkapitalstandard*

Der Ausschuss konzentrierte sich im vergangenen Jahr vor allem auf die Klärung der Fragen im Zusammenhang mit der Arbeit an einer neuen internationalen Regelung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalvorschriften (Basel II). Andere Aufsichtsinstanzen und das internationale Bankgewerbe leisteten dazu einen wichtigen Beitrag; auf das dritte Konsultationspapier vom April 2003 reagierten über 200 Institute und Organisationen. Zum weit überwiegenden Teil zeigte sich in diesen Antworten eine breite Unterstützung für den Aufbau von Basel II, die Anreize für Verbesserungen des Risikomanagements und die Hebelkraft der Prüfungen durch die Aufsichtsinstanz wie auch der Marktdisziplin zur Gewährleistung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung der Banken.

Die verbleibenden Bedenken betrafen die technische Spezifikation der internen Messmethoden, z.B. die Behandlung von erwarteten bzw. unerwarteten Kreditverlusten und den Umgang mit Risiken aus Verbriefungsgeschäften, sowie die Anerkennung bestimmter Verfahren bei der Messung und Handhabung von Kreditrisiken und operationellen Risiken. Diese Themen dominierten die Arbeit des BCBS und seiner Arbeitsgruppen im Berichtsjahr. Im Herbst 2003 hatte der Ausschuss Lösungsmöglichkeiten für viele der wichtigsten Anliegen gefunden; Einzelheiten wurden im Januar 2004 in drei separaten technischen Papieren veröffentlicht. Bei einer Sitzung Anfang Mai 2004 bereinigte der Ausschuss die noch offenen technischen Fragen, z.B. hinsichtlich des Eigenkapitalbedarfs für nicht in Anspruch genommene revolving Kreditlinien für Privatkunden. Die vollständige Fassung der neuen Eigenkapitalregelung soll Ende Juni 2004 vorgelegt werden. Sie dient als Grundlage für die einzelnen Länder, um ihre Gesetzgebungs- und Genehmigungsverfahren fortzusetzen, und für die Banken, um die Vorbereitung der Umsetzung abzuschließen. Basel II soll ab Ende 2006 in den Mitgliedsländern in Kraft treten, wobei die komplexesten Ansätze noch ein weiteres Jahr einer Wirkungsanalyse unterzogen werden bzw. im Parallelbetrieb laufen und dann Ende 2007 eingeführt werden.

Angesichts dieser Fortschritte hat der Ausschuss seinen Tätigkeitsschwerpunkt darauf verlagert, die Aufsichtsinstanzen und das Bankgewerbe bei der Vorbereitung auf die Umsetzung der neuen Regelung zu unterstützen. Die Accord Implementation Group (AIG) des Ausschusses bietet den Aufsichtsinstanzen ein Forum für die Erörterung praktischer Fragen und den Erfahrungsaustausch. Mit Blick auf eine einheitliche Anwendung von Basel II in interna-

tional tätigen Bankkonzernen veröffentlichte die AIG im August 2003 *Leitsätze für die grenzüberschreitende Umsetzung der Neuen Eigenkapitalvereinbarung* und im Januar 2004 *Principles for the home-host recognition of AMA (advanced measurement approach) operational risk capital*. Um den Kontakt zwischen dem BCBS und anderen Aufsichtsinstanzen zu fördern, organisierte die AIG außerdem drei Sitzungen mit Aufsichtsvertretern der wichtigsten Nichtmitgliedsländer. Gegenwärtig koordiniert sie eine Reihe von Fallstudien über weltweit tätige Banken, die von deren wichtigsten Aufsichtsinstanzen (darunter einige in Nichtmitgliedsländern) durchgeführt werden.

#### *Rechnungslegung, Revision und Compliance*

Die von den jüngsten Betrugsmeldungen wiederangefachte öffentliche Diskussion über Führungs- und Überwachungsmechanismen hat deutlich gemacht, wie wichtig solide Rechnungslegungs- und Revisionsstandards für die Stabilität offener Märkte sind. Diese gibt der BCBS seinen Mitgliedern nicht vor, doch erkennt er an, dass transparente Finanzausweise zu vermehrter Disziplin und letztlich zur Stärkung des Bankensystems beitragen. Zur Unterstützung der bereits ergriffenen Initiativen zur Verbesserung der Ausweise von Banken und als Standortbestimmung veröffentlichte der Ausschuss im Mai 2003 seine regelmäßige Erhebung zur Offenlegung der Banken, die diesmal die Jahresberichte von 54 Banken einbezog.

Der Ausschuss ist der Ansicht, dass die Aufsicht auch die im Entstehen begriffenen Grundlagen globaler Standards der Fachorganisationen der Rechnungslegung und der Revision in ihre Arbeit einbeziehen muss. Daher unterstützt er die Arbeit der Beratungsgremien des International Accounting Standards Board (IASB) und des International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). Darüber hinaus ist er bemüht, den Aufsichtsinstanzen und Banken die sich herausbildenden Finanzstandards näher zu bringen und von den Standardisierungsgremien in den Bereichen Rechnungslegung und Revision Feedback zu seinen eigenen themenverwandten Projekten zu erhalten.

Erst kürzlich hat sich gezeigt, welche beträchtlichen potenziellen Verluste und Reputationsschäden Unternehmen erleiden können, wenn sie keine soliden Melde-, Rechnungslegungs- und Revisionsstandards anwenden. Die Banken werden dadurch umso mehr in die Pflicht genommen, sämtliche einschlägigen Rechts-, Aufsichts- und Buchführungsstandards wie auch die von ihren eigenen Verwaltungs- und Geschäftsführungsorganen vorgegebenen Grundsätze einzuhalten. Ein Konsultationspapier des BCBS vom August 2003 beschäftigte sich mit der Notwendigkeit, dass die Banken ihre Vorschriften zur Feststellung der Kundenidentität auf globaler Basis überprüfen, um das Risiko zu begrenzen, in Geldwäschegesäfte und/oder Terrorismusfinanzierung verwickelt zu werden. Im Oktober folgte ein Konsultationspapier über die Erwartungen der Aufsichtsinstanzen hinsichtlich der Compliance-Funktion der Banken.

#### *Weitere Themen im Bankgeschäft und in der Aufsicht*

Ein weiteres Ergebnis der Arbeit des Ausschusses im letzten Jahr war die Endfassung zweier Berichte über elektronische bzw. Online-Bankdienstleistungen:

*Risk management principles for electronic banking* und ein damit zusammenhängendes Papier über die Durchführung und Aufsicht des grenzüberschreitenden elektronischen Bankgeschäfts. Von den *Principles for the management and supervision of interest rate risk* wurde eine revidierte Fassung zur Stellungnahme herausgegeben. Diese berücksichtigt die Fortschritte im Risikomanagement wie auch Reaktionen auf die Vorschläge für die Überwachung des Zinsänderungsrisikos im dritten Konsultationspapier zur neuen Eigenkapitalregelung.

### *Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS)*

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) ist ein Forum von Zentralbanken, das die Aufgabe hat, potenzielle Auslöser von Anspannungen an den globalen Finanzmärkten zu ermitteln und zu analysieren, für ein besseres Verständnis der Funktionsweise und der Grundlagen der Finanzmärkte zu sorgen und die Entwicklung leistungsfähiger und stabiler Finanzmärkte zu fördern. Vorsitzender des CGFS ist Roger W. Ferguson Jr., Stellvertretender Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System.

Im Blickpunkt der Ausschussdiskussionen stand z.B. die Marktvolatilität Mitte 2003, aus der der Ausschuss Erkenntnisse über die Dynamik der Zinsanpassungen an den Finanzmärkten abzuleiten versuchte. Auch die Konsequenzen der derzeitigen Niedrigzinsverhältnisse für die Finanzstabilität wurden diskutiert. Der Ausschuss erörterte, inwiefern diese zu Preissteigerungen am Anleihe-, Aktien- und Wohnimmobilienmarkt und zu der drastischen Verengung der Renditenaufschläge auf Unternehmens- wie auch Staatsschuldtitel beitragen könnten. Der Aufbau umfangreicher Währungsreserven samt seiner Folgen für eine Reihe von Finanzmärkten war ebenfalls ein wichtiges Thema.

Zu der Funktionsweise und den Grundlagen der Finanzmärkte veröffentlichte der CGFS im März 2004 den Arbeitsgruppenbericht *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*. Darin werden die Fragen untersucht, die ausländische Direktinvestitionen für Anlageinstitute, für die Herkunfts- und Aufnahmeländer und für das weltweite Finanzsystem aufwerfen. In Korea, Mexiko und Polen sollen zu diesem Thema regionale Workshops durchgeführt werden. Der CGFS diskutierte auch die Merkmale verschiedener nationaler Hypothekenmärkte. Als Hintergrund hierzu wurde eine Fallstudie zum dänischen Hypothekenmarkt durchgeführt, die im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2004 veröffentlicht wurde.

Die Mitglieder des CGFS trafen auch mit Führungskräften einer Reihe von großen Finanzkonglomeraten zusammen, um mehr Klarheit darüber zu gewinnen, wie Veränderungen in der Entscheidungsfindung – beispielsweise in Bezug auf Risikomanagement und Kapitalallokation – die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems als Ganzes beeinflussen könnten.

Im Mai 2003 wurde eine Arbeitsgruppe eingesetzt, die sich mit der Rolle von Ratings an den sich rasch entwickelnden Märkten für strukturierte Finanzinstrumente befassen soll. Sie ist u.a. damit beschäftigt, die Ratingverfahren

an diesen Märkten zu dokumentieren und zu ermitteln, welche Folgen die Ausbreitung strukturierter Finanzinstrumente für die Zentralbanken hat, denen im Bereich Finanzstabilität gewisse Verantwortung zukommt.

Nachdem der CGFS im Januar 2003 einen Bericht über die Übertragung von Kreditrisiken herausgegeben hatte, wurde nun ein Modell für die Datenerhebung zu Credit Default Swaps erstellt. Das Meldeverfahren soll ähnlich sein wie bei der halbjährlichen BIZ-Erhebung zum Geschäft an den außerbörslichen Derivatmärkten, und es sollen Daten zu den ausstehenden Nominalbeträgen und Marktwerten, zur Art des übertragenen Risikos und zur Identität der Risiken übernehmenden bzw. weitergebenden Institute erhoben werden.

### *Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS)*

Der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) ist um die Stärkung der Finanzmarktinfrastruktur bemüht und setzt sich in diesem Zusammenhang für die Förderung solider und effizienter Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme ein. Im Jahresverlauf verstärkte der Ausschuss seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Organisationen und Gremien. Sein Vorsitzender ist Tommaso Padoa-Schioppa, Mitglied des Direktoriums der EZB.

Im August 2003 veröffentlichte der CPSS den Bericht *The role of central bank money in payment systems*. Der Einsatz von Zentralbankgeld gehört zu der grundlegenden Frage nach dem Verhältnis zwischen Zentralbank- und Geschäftsbankdienstleistungen in einem Zahlungsverkehrssystem. Angesichts des vielfältigen und tief greifenden Wandels in den Zahlungsverkehrssystemen seit rund zehn Jahren untersucht der Bericht, ob das Verhältnis zwischen Zentralbank- und Geschäftsbankmitteln nach wie vor angemessen ist.

Der Bericht macht deutlich, dass sich die Mitgliedszentralbanken des CPSS weitgehend einig sind, was die Zielsetzungen und die Grundzüge ihrer Haltung zur Rolle von Zentralbankgeld in Zahlungsverkehrssystemen betrifft. Bei der Umsetzung gibt es jedoch oft Unterschiede. Der Bericht zeigt beide Komponenten auf und will so eine nützliche Sachgrundlage und einen soliden analytischen Rahmen bieten, um das Bewusstsein für die Problematik dieser wichtigen Frage und die Diskussion darüber zu fördern.

Im März 2004 veröffentlichten der CPSS und das Technical Committee der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) den Konsultationsbericht *Recommendations for Central Counterparties*. Das Vorhandensein einer solide konzipierten zentralen Gegenpartei mit angemessenem Risikomanagement reduziert zwar die Risiken der Teilnehmer des Systems und erhöht die Finanzstabilität, bedeutet aber gleichzeitig eine Konzentration der Risiken und der Risikomanagement-Verantwortung. Für die Infrastruktur der bedienten Märkte ist daher entscheidend, dass die zentrale Gegenpartei über eine wirksame Risikokontrolle und angemessene finanzielle Ressourcen verfügt. An den Finanzmärkten gibt es Bestrebungen, die zentralen Gegenparteien weiterzuentwickeln und ihre Dienstleistungen auszuweiten. Daher enthält der Bericht Empfehlungen, wie die wichtigsten Risiken für diese

zentralen Gegenparteien gehandhabt werden sollten, sowie eine Methodik zur Beurteilung ihrer Umsetzung. Der endgültige Bericht soll noch in diesem Jahr veröffentlicht werden.

Zahlungen via Internet oder Mobiltelefon haben in letzter Zeit im Vergleich zum elektronischen Geld rasant zugenommen. Deshalb beschloss der CPSS, der die weltweiten Entwicklungen bei elektronischen Geldprodukten aus dem Blickwinkel der Geldpolitik verfolgt, diese innovativen Zahlungsmethoden in seiner im März 2004 veröffentlichten *Survey of developments in electronic money and internet and mobile payments* zu berücksichtigen. Die Erhebung enthält Angaben über elektronische Geldprodukte und Internet- bzw. Mobiltelefonzahlungen in 95 Ländern oder Gebieten sowie die Haltung der verschiedenen betroffenen Behörden, einschließlich Zentralbanken.

Besonders wichtig ist dem CPSS nach wie vor die Umsetzung seiner von den G10-Zentralbankpräsidenten befürworteten Strategie zur Verminderung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen, und er beobachtet und unterstützt entsprechende Initiativen des privaten Sektors.

Zudem bemühte sich der CPSS weiter um eine engere Kooperation mit Zentralbanken außerhalb der G10, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften. Das CPSS-Sekretariat unterstützte die Zentralbanken mehrerer Länder bei der Erarbeitung von Dokumentationsmaterial über die dortigen Zahlungsverkehrssysteme. 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.

### *Märkteausschuss*

Der Märkteausschuss (Markets Committee) befasste sich bei seinen alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen hauptsächlich mit der Entwicklung an den Devisenmärkten und den damit zusammenhängenden Finanzmärkten. Nach bewährter Praxis lud der Ausschuss, der sich aus den für Marktgeschäfte Verantwortlichen der G10-Zentralbanken zusammensetzt, mehrmals auch Zentralbankvertreter aus anderen wichtigen Ländern ein. Immer wieder aufgegriffene Themen waren:

- der Einfluss von Leistungsbilanzungleichgewichten auf die wichtigsten Wechselkurse
- das Streben nach Renditen in einem Umfeld niedriger Zinssätze
- die weltweite Akkumulierung von Währungsreserven
- die Bedeutung impliziter oder expliziter geldpolitischer Kursausrichtungen für die Finanzmärkte

Besondere Beachtung fanden außerdem die Folgen der Erweiterung der Europäischen Union für die Währungsunion und die Finanzmärkte, technische Fragen zu elektronischen Devisenhandelsplattformen sowie mögliche Ursachen für die jüngsten Veränderungen der Kassahandelsvolumina verschiedener Währungen.

Im Mai 2003 übernahm Sheryl Kennedy, Stellvertretende Gouverneurin der Bank of Canada, den Vorsitz des Ausschusses.

### *Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (CBCDG)*

Die Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung (Central Bank Counterfeit Deterrence Group, CBCDG) untersucht im Auftrag der G10-Zentralbankpräsidenten neu auftretende Gefahren für die Sicherheit von Banknoten und schlägt den Noteninstituten Gegenmaßnahmen vor. Die BIZ unterstützt die Arbeit der CBCDG, indem sie ihr Sekretariat beherbergt und in vertraglichen Vereinbarungen als ihr Agent auftritt.

Im März 2004 gab die CBCDG ihre Entwicklung des so genannten Counterfeit Deterrence System bekannt. Diese Technologie verhindert, dass das Bild einer geschützten Banknote mithilfe von PC und digitaler Bildbearbeitung erfasst und reproduziert werden kann.

### Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich

#### *Zehnergruppe (G10)*

Die BIZ beteiligt sich aktiv an der Arbeit der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten, ihrer Stellvertreter und der unter ihrer Schirmherrschaft geschaffenen Arbeitsgruppen, indem sie – gemeinsam mit dem IWF und der OECD – sowohl als Beobachter fungiert als auch Sekretariatsleistungen erbringt.

Die G10 verfolgte weiterhin die Fortschritte bei der Einbeziehung von Mehrheitsklauseln in Staatsanleihen. Die wichtigsten Merkmale solcher Klauseln hatte die G10-Arbeitsgruppe für Vertragsklauseln im Jahr 2002 dargelegt. Im September 2003 ersuchten die G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten ihre Stellvertreter, schwerpunktmäßig das finanzielle Engagement des IWF und anderer internationaler Finanzorganisationen zu analysieren und zu überwachen.

#### *Forum für Finanzstabilität (FSF)*

Das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) fördert über eine Verbesserung des Informationsaustauschs und der Zusammenarbeit unter Aufsichts- und Überwachungsinstanzen im Finanzsektor die internationale Finanzstabilität. Es sorgt für regelmäßige Zusammenkünfte hochrangiger Vertreter der nationalen Behörden, die für die Stabilität des Finanzwesens verantwortlich sind – Finanzministerien, Zentralbanken und Finanzaufsicht –, sowie der internationalen Finanzorganisationen, der internationalen Standardisierungsgremien im Aufsichts- bzw. Regulierungsbereich und der Ausschüsse von Zentralbankexperten. Das Sekretariat des Forums ist bei der BIZ ansässig; sein Personal wird von den FSF-Mitgliedsländern und -institutionen entsandt. Weitere Informationen über das FSF sind auf [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org) verfügbar.

Die wichtigsten Themen bei den zweimal jährlich stattfindenden FSF-Sitzungen sind konjunkturelle Entwicklungen, strukturelle Schwachstellen im Finanzsystem und erforderliche Gegenmaßnahmen. Das Forum diskutiert

außerdem laufende Initiativen zur Stärkung des Finanzsystems und fördert deren Koordinierung. Durch regionale Sitzungen regt es eine breitere Diskussion von Schwächen im Finanzsystem an und gibt regionalen Vertretern die Möglichkeit, sich zur Arbeit des FSF zu äußern. Darüber hinaus pflegt der Vorsitzende des Forums über seinen Beratungsausschuss einen regelmäßigen Gedankenaustausch zu Fragen der Finanzstabilität mit Vertretern aus dem privaten Sektor und mit anderen Beobachtern.

Ein wichtiges Thema der letzten Sitzungen waren die auf nationaler und internationaler Ebene erforderlichen Reformen zur Wiederherstellung des Vertrauens in Finanzausweise nach den jüngsten Skandalen über Meldungen und Rechnungslegung von Unternehmen. Bei seinen Bemühungen um die Stärkung der Marktgrundlagen ist das Forum bestrebt, die internationale und branchenübergreifende Kohärenz zu fördern, nicht zuletzt hinsichtlich der Rolle und Aufgaben von Rating-Agenturen. Besondere Erwähnung verdient dabei das Engagement für eine Verbesserung der Revision durch Schaffung öffentlicher Überwachungsinstanzen für die Wirtschaftsprüfer der einzelnen Länder und durch Festlegung internationaler Standards vonseiten der Fachorganisationen der Wirtschaftsprüfer.

Das FSF verfolgt weiterhin mit Interesse die Fortschritte bei der Verbesserung der Aufsichts- und Regulierungspraxis sowie des Informationsaustauschs an Offshore-Finanzplätzen. Ein weiteres Anliegen ist die Stärkung der Transparenz und Offenlegung in der Rückversicherungsbranche. Das Forum fordert weiterhin eine Verbesserung der Frequenz, Quantität und Qualität der von den einzelnen Rück- und Erstversicherungsgesellschaften offen gelegten Informationen.

Die Übertragung von Kreditrisiken ist für das Forum ebenfalls von großem Interesse, und zwar zum Teil wegen der unterschiedlichen Sichtweise auf diese Geschäfte: einerseits von Bankenaufsichtsinstanzen, deren Anliegen eine saubere Übertragung des Risikos ist, andererseits von Organisationen zum Schutz von Anlegern und Policeninhabern, in deren Zuständigkeit oft die Käufer von Kreditrisiko fallen. Nach ersten Studien des CGFS und der IAIS nimmt das Gemeinsame Forum des Basler Ausschusses, der IOSCO und der IAIS derzeit eine umfassende Beurteilung der Probleme und Risiken vor. Von dieser Arbeit erhofft man sich praktische Empfehlungen für die Finanzaufsicht bei der Überwachung der Marktentwicklung und der Beurteilung der Risiken in den von ihr beaufsichtigten Instituten.

Das FSF hält die G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten sowie den Internationalen Währungs- und Finanzausschuss des IWF kontinuierlich über seine Auffassungen bezüglich Schwachstellen im Finanzsystem und anderer Fragen auf dem Laufenden.

### *Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS)*

Die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) trägt zur weltweiten Finanzstabilität bei, indem sie die Aufsicht über das Versicherungswesen durch die Erarbeitung einschlägiger Standards, die Schaffung von Vorkehrungen für

einen gegenseitigen Beistand und den Erfahrungsaustausch unter den Mitgliedern verbessert. Zusammen mit anderen internationalen Aufsichtsgremien (im Rahmen des Gemeinsamen Forums) hat die IAIS zur Entwicklung von Grundsätzen für die Aufsicht über Finanzkonglomerate beigetragen. Darüber hinaus wirkt sie aktiv im FSF mit. Das IAIS-Sekretariat ist seit seiner Errichtung 1998 bei der BIZ angesiedelt. Nähere Informationen über die IAIS und ihre Veröffentlichungen sind auf [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org) verfügbar.

Im vergangenen Jahr hat die IAIS mehrere Papiere über Aufsichtsstandards im Versicherungsbereich herausgegeben. Als neue globale Richtlinie überarbeitete und erweiterte sie die Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht und die dazugehörige Methodik, basierend auf entsprechenden Erfahrungen ihrer Mitglieder bei Selbsteinschätzungen. Zu den Bereichen Führungsstruktur bzw. Rückversicherung veröffentlichte sie ferner die Papiere *Insurance Core Principles on Corporate Governance* und *Supervisory Standard on Supervision of Reinsurers*, und sie arbeitet laufend an der Ausarbeitung von Standards, Richtlinien oder Diskussionspapieren zu vielfältigen Fragen bezüglich Offenlegung, Risikomanagement, Eigenkapitalausstattung und Aufsicht über Versicherer bzw. Rückversicherer.

Angesichts von Bedenken im FSF über mögliche Schwachstellen der weltweiten Rückversicherungsmärkte – mit Blick auf die Verbindungen der Branche zu anderen Wirtschaftszweigen – legte die IAIS im März 2004 ihren Schlussbericht über die Entwicklung eines Rahmenkonzepts für eine erhöhte Transparenz des weltweiten Rückversicherungsmarktes und eine Verbesserung der risikoorientierten Offenlegung der einzelnen Rückversicherungsgesellschaften vor.

Die IAIS stimmt sich mit dem IASB in Bezug auf dessen Versicherungsprojekt und andere wichtige Projekte im Bereich Rechnungslegung ab. Insbesondere nahm die IAIS Stellung zum IASB-Standardentwurf über die Bilanzierung von Versicherungsverträgen (ED 5). Ferner arbeitet sie eng mit der Financial Action Task Force (FATF) bei Maßnahmen gegen die Geldwäsche und die Terrorismusfinanzierung zusammen.

Gemeinsam mit dem FSI und nationalen Versicherungsaufsichtsinstanzen organisierte die IAIS zahlreiche Seminare und Schulungsprogramme und stellte Schulungsmaterial zur Verfügung, um die Versicherungsaufsicht bei der Einhaltung der IAIS-Aufsichtsstandards zu unterstützen.

### *Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (IADI)*

Die internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (International Association of Deposit Insurers, IADI) wurde im Mai 2002 gegründet und eröffnete im Oktober 2002 ihren Sitz bei der BIZ. Derzeit wirken 51 Organisationen (darunter 34 Vollmitglieder) aus aller Welt in der IADI mit, u.a. eine Reihe von Zentralbanken, die an leistungsfähigen Systemen der Einlagensicherung interessiert sind.

Die IADI verfolgt folgende Ziele:

- Förderung des Bewusstseins für gemeinsame Interessen und Anliegen im Zusammenhang mit der Einlagensicherung

- Hilfe bei der Stärkung der Leistungsfähigkeit von Einlagensicherungen, z.B. durch praxisorientierten Rat ohne Vorschriftencharakter über die Errichtung bzw. Verbesserung von Einlagensicherungssystemen
- Erleichterung des Erfahrungs- und Informationsaustauschs durch Aus- und Weiterbildungsprogramme
- Forschung zu Fragen der Einlagensicherung

Auch in ihrem zweiten Jahr bot die IADI ein Forum, das umfassendere internationale Kontakte zwischen Einlagensicherungsinstitutionen und anderen interessierten Kreisen erleichtern soll. An der zweiten IADI-Konferenz im Oktober 2003 in Seoul, Korea, deren Themenschwerpunkt der wirksame Einlagenschutz durch verbesserte Führungs- und Kontrollmechanismen war, nahmen Vertreter aus 52 Ländern teil. Die IADI schloss ferner eine wichtige Studie über Faktoren im Zusammenhang mit der Gestaltung von Einlagensicherungssystemen in einer Reihe von Ländern ab und entwickelte Richtlinien für die Verwendung von Systemen mit differenzierten Prämien.

Im Rahmen der regionalen Aktivitäten der IADI fanden Sitzungen in Asien und der Karibik statt. Außerdem nahm die IADI im Februar 2004 am Grundsatzdialog der Asian-Pacific Economic Cooperation (APEC) über die Einlagensicherung teil, der – mit der Zentralbank von Malaysia als Gastgeber – von der Canada Deposit Insurance Corporation organisiert wurde. Für ein Einlagensicherungsseminar für Entscheidungsträger aus den westlichen Balkanländern arbeitete sie mit der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) zusammen.

Die IADI-Website ([www.iadi.org](http://www.iadi.org)) und ein monatlicher Newsletter informieren ihre Mitglieder und die Teilnehmer an ihren Veranstaltungen über die Tätigkeit. Die IADI hat überdies ein Schulungshandbuch zusammengestellt, das sie an zahlreiche Einlagensicherungsinstitutionen abgegeben hat.

## Finanzdienstleistungen der Bank

### *Bankdienstleistungen*

Um Zentralbanken und anderen Währungsbehörden bei der Verwaltung ihrer Währungsreserven behilflich zu sein, bietet die BIZ ein breites Spektrum von Finanzdienstleistungen an, die derzeit von rund 140 Kunden, darunter mehrere internationale Finanzorganisationen, genutzt werden.

Sie bedient sich dazu zweier miteinander verbundener Handelsräume: im Hauptsitz in Basel und in der Repräsentanz Asien in der Sonderverwaltungsregion Hongkong. Beim Kreditgeschäft der Bank, das durch ein solides internes Risikomanagement gestützt wird, stehen Sicherheit und Liquidität im Mittelpunkt. Bewährter Praxis entsprechend werden das Kreditrisiko, die Liquidität sowie das Markt- und das operationelle Risiko der Bank von einem unabhängigen Risikocontrolling überwacht, das direkt dem Stellvertretenden Generaldirektor – und über ihn dem Generaldirektor – untersteht.

Die BIZ ist bestrebt, ihre Produktpalette kontinuierlich an die sich wandelnden Bedürfnisse der Zentralbanken anzupassen. Zum Standardangebot der Bank bei den Geldmarktanlagen gehören Sicht- und Kündigungs-

konten sowie Termineinlagen. Da die Zentralbanken immer größeren Wert auf eine bessere Rendite ihrer Auslandsaktiva legen, bietet die Bank zwei Finanzinstrumente an, die direkt mit ihr gehandelt (gekauft und zurückverkauft) werden können:

- Das festverzinsliche Fixed-Rate Investment der BIZ (FIXBIS) ist ein äußerst flexibles Geldmarktinstrument, mit dem Zentralbanken ihre Liquidität aktiver steuern können.
- Das Medium-Term Instrument (MTI), mit einer Laufzeit bis zu 10 Jahren, ist für Zentralbanken konzipiert, die bei der Verwaltung ihrer Reserven längerfristige Ziele verfolgen. Vor kurzem hat die BIZ ein MTI mit eingebettetem Kündigungsrecht eingeführt.

Im Auftrag ihrer Kunden tätigt die Bank auch Devisen- und Goldgeschäfte.

Die BIZ bietet zudem Asset-Management-Dienstleistungen mit Staatspapieren oder erstklassigen Anlagen an. Dabei wird entweder zwischen der betreffenden Zentralbank und der BIZ ein individueller Auftrag ausgehandelt, oder entsprechend einer offenen Fonds-Struktur investieren zwei oder mehr Kunden gemeinsam in einen Pool von Vermögenswerten. Im Juli 2003 eröffneten die 11 Mitglieder der EMEAP-Gruppe von Zentralbanken und Währungsbehörden den Asian Bond Fund, einen Anlagepool mit Zeichnungen im Gesamtbetrag von gut \$ 1 Mrd. Er wird von der BIZ verwaltet und bildet eine maßgeschneiderte Benchmark nach, die staatliche und quasistaatliche Emittenten aus den EMEAP-Volkswirtschaften (ohne Australien, Japan und Neuseeland) umfasst.

Bisweilen gewährt die BIZ Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der in der Regel besichert ist. Sie nimmt ferner Aufgaben als Treuhänder oder Pfandhalter wahr (s. weiter unten).

### *Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2003/04*

Die Bilanz der BIZ weitete sich um SZR 18,3 Mrd. aus, sodass die Bilanzsumme am 31. März 2004 SZR 167,9 Mrd. betrug. Mit diesem Zuwachs von 12,2% gegenüber dem Vorjahr wurde zum vierten Mal in Folge ein neuer Rekord für das Ende eines Geschäftsjahres verzeichnet. Ohne den Wertverlust des US-Dollars gegenüber dem SZR, d.h. zu konstanten Wechselkursen, wäre die Bilanzsumme sogar um weitere SZR 3,9 Mrd. gewachsen.

Zu Beginn des Geschäftsjahres verkürzte sich die Bilanz, aber ein erheblicher Zufluss an Kundeneinlagen ließ die Bilanzsumme gegen Ende Juli 2003 auf SZR 159,6 Mrd. steigen. Nach einem Rückgang in den folgenden Monaten erreichte die Bilanz von November 2003 bis Ende März 2004 wieder neue Höchststände. Der absolute Rekord wurde mit SZR 171,7 Mrd. am 12. März erreicht. In den beiden letzten Wochen des Geschäftsjahres ergab sich ein leichter Rückgang.

### *Passiva*

Die Passivseite der Bilanz der BIZ besteht zu einem wesentlichen Teil aus Einlagen von Kunden. Die meisten lauten auf verschiedene Währungen;

der Rest ist Gold. Am 31. März 2004 betrug diese Einlagen (ohne Repo-Geschäfte) insgesamt SZR 140,4 Mrd. (Vorjahr: SZR 128,5 Mrd.).

Die Währungseinlagen von Kunden stiegen auf SZR 133,2 Mrd. (Vorjahr: SZR 122,5 Mrd.). Die Gliederung der Einlagen nach Währung verschob sich im Geschäftsjahr 2003/04 deutlich. Auf den US-Dollar entfielen am 31. März 2004 62,4% der Währungseinlagen, gegenüber 67,1% ein Jahr zuvor. Zwar erhöhten sich die Kundeneinlagen bei der BIZ in allen wichtigen Reservewährungen, doch in anderen Währungen – insbesondere Euro und Pfund Sterling – viel schneller als in Dollar. Die Zunahme der Goldeinlagen von SZR 6,0 Mrd. auf SZR 7,3 Mrd. war allerdings vor allem auf Bewertungsfaktoren zurückzuführen (d.h. den Anstieg des Marktpreises von Gold), denn der Umfang der Zentralbankeinlagen veränderte sich kaum.

Die Ausweitung der Währungseinlagen von Kunden um SZR 10,6 Mrd. war dem Wachstum der Kassenbestände und handelbaren Geldmarktinstrumente zuzuschreiben. Die Guthaben auf Sicht- und Kündigungskonten verdoppelten sich im Laufe des Geschäftsjahres beinahe, und die Zeichnungen von FIXBIS nahmen um 11,1% zu. Hingegen gingen die Termineinlagen bei der BIZ um 8,3% zurück. Zusammengenommen steht hinter diesen Entwicklungen möglicherweise eine Verlagerung zu liquiden Mitteln in Erwartung eines allgemeinen Zinsanstiegs. Die ausstehenden MTI-Zeichnungen veränderten sich kaum und betrug SZR 41,2 Mrd. (Vorjahr: SZR 41,7 Mrd.). Damit waren die MTI das bedeutendste Anlageinstrument der BIZ-Kunden und entsprachen nahezu einem Drittel der gesamten Währungseinlagen.

Eine Aufschlüsselung der Währungseinlagen bei der BIZ nach Regionen zeigt, dass die Nachfrage aus Asien im Berichtszeitraum besonders stark war.

### *Aktiva*

Die BIZ-Aktiva bestehen vorwiegend aus Anlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf sowie Staatspapieren und Papieren staatsnaher Emittenten, einschließlich Reverse-Repo-Geschäfte. Die Bank handhabt ihr Kreditrisiko konservativ; 99,6% ihrer Bestände hatten am 31. März 2004 ein Rating von A oder höher (Anmerkung 30F zum Jahresabschluss).

Die Bestände an Währungseinlagen und Wertpapieren der Bank, einschließlich Reverse Repos, betrug am 31. März 2004 SZR 153,7 Mrd. (Vorjahr: SZR 134,7 Mrd.). Diese zusätzlichen Mittel wurden in Schatzwechsellinien, Terminguthaben bei Banken und Reverse Repos angelegt, die um SZR 28,5 Mrd. auf SZR 120,2 Mrd. stiegen. Demgegenüber nahmen die Kassenbestände um SZR 4,3 Mrd. und die Schuldtitel um weitere SZR 5,2 Mrd. ab. Die Goldaktiva der Bank erhöhten sich im selben Zeitraum von SZR 7,5 Mrd. auf SZR 9,1 Mrd., da der Marktwert von Gold stieg. Der Anteil der staatlichen und quasi-staatlichen Wertpapiere nahm erneut zu und erreichte am 31. März 2004 38,5% der Gesamtaktiva, gegenüber rund einem Drittel ein Jahr zuvor.

Zur effizienten Verwaltung ihrer Aktiva und Passiva verwendet die Bank verschiedene derivative Instrumente (Anmerkung 6 zum Jahresabschluss). Dabei handelt es sich vorwiegend um einfache klassische Instrumente, insbesondere Futures und Zinsswaps.

## *Die Bank als Agent und Treuhänder*

### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Die Bank agiert als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe (Einzelheiten s. *63. Jahresbericht* vom Juni 1993). Die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent teilte der Bank mit, dass die Bundeswertpapierverwaltung (BWV) im Jahr 2003 Tilgungs- bzw. Zinszahlungen von rund € 5,2 Mio. für die Fundierungsschuldverschreibungen veranlasst hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden von der BWV im *Bundesanzeiger* veröffentlicht.

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

### *Weitere Treuhänderfunktionen*

Gemäß einem Treuhandabkommen vom 13. August 2003 fungiert die Bank als Treuhänder für die Verwaltung und – unter bestimmten Bedingungen – Freigabe von Mitteln im Zusammenhang mit der Beilegung des Rechtsstreits in den USA zwischen den Familien der 270 Personen, die am 21. Dezember 1988 beim Absturz des Pan-Am-Flugs 103 über Lockerbie, Schottland, ums Leben kamen, und den verschiedenen libyschen Angeklagten.

### *Pfandhalterfunktionen*

Gemäß mehreren Vereinbarungen ist die BIZ als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten zugunsten der Inhaber bestimmter Fremdwährungsanleihen betraut, die Länder im Rahmen von Umschuldungsvereinbarungen über ihre Auslandsverschuldung begeben haben. 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).

## Institutionelles und Administratives

### *Erweiterung des Mitgliederkreises*

In dem Bestreben, die Zusammenarbeit der Zentralbanken weiter zu stärken, beschloss der Verwaltungsrat am 29. Juni 2003, weitere sechs Zentralbanken einzuladen, gemäß Artikel 6 und Artikel 8 Absatz 3 der Statuten Mitglied der Bank zu werden. Die Zentralbanken Algeriens, Chiles, Indonesiens, Israels, Neuseelands und der Philippinen hatten die Möglichkeit, je 3 000 Aktien der dritten Tranche des Kapitals der BIZ zu zeichnen. Bei Ablauf der Zeichnungsfrist Ende September 2003 hatten alle sechs Zentralbanken das Angebot des Verwaltungsrats angenommen.

In seiner Juni-Sitzung legte der Verwaltungsrat den Ausgabepreis auf SZR 14 018 je Aktie fest. Da die Aktien der Bank zu 25% bzw. SZR 1 250 je Aktie eingezahlt sind, enthielt der Ausgabepreis von SZR 14 018 ein Agio von

SZR 12 768 je Aktie. Nach der Zeichnung von 18 000 neuen Aktien erhöhte sich die Anzahl der begebenen Aktien der Bank auf 547 125, und das in der Bilanz ausgewiesene eingezahlte Kapital der Bank stieg um SZR 22,5 Mio. auf SZR 683,9 Mio. am 31. März 2004. Das von den zeichnenden Zentralbanken insgesamt gezahlte Agio betrug SZR 229,8 Mio.; davon wurden SZR 2,2 Mio. dem Gesetzlichen Reservefonds und SZR 227,6 Mio. dem Allgemeinen Reservefonds zugewiesen.

### *Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen Aktien*

Nach dem Beschluss der außerordentlichen Generalversammlung vom 8. Januar 2001, sämtliche von Privataktionären gehaltenen BIZ-Aktien zurückzunehmen (Einzelheiten s. 71. *Jahresbericht* vom Juni 2001), zahlte die Bank den eingetragenen ehemaligen Privataktionären eine Entschädigung von CHF 16 000 je Aktie. Einige ehemalige Privataktionäre fochten diesen Betrag an (72. *Jahresbericht* vom Juli 2002) und erhoben Klage vor dem durch die Haager Vereinbarungen eingesetzten Schiedsgericht, das gemäß Artikel 54 der Statuten der Bank bei Streitigkeiten zwischen der Bank und ihren ehemaligen Privataktionären im Zusammenhang mit der Rücknahme ausschließlich zuständig ist. Das Schiedsgericht fällte am 22. November 2002 eine Teilentscheidung. Darin bestätigte es die Rechtsgültigkeit der obligatorischen Rücknahme, entschied jedoch, dass die Entschädigung zu erhöhen sei. Es sprach den ehemaligen Privataktionären einen proportionalen Anteil des Nettosubstanzwerts der Bank zu, allerdings mit einem Abschlag von 30%. Dies entspricht der Formel, die von der BIZ bei Neuzeichnungen von Aktien durch Zentralbanken angewandt worden ist.

Nach weiteren Verfahren im Verlauf von 2003 fällte das Schiedsgericht am 19. September 2003 sein endgültiges Urteil. Gemäß diesem Urteil, gegen das keine Berufung eingelegt werden kann, hat die BIZ jedem Kläger im Schiedsverfahren eine zusätzliche Entschädigung, einschließlich Zinsen, von CHF 9 052,90 je Aktie gezahlt. Entsprechend ihrer früheren Erklärung, wonach sie die Entscheidung des Schiedsgerichts zur endgültigen Abgeltung sämtlicher Ansprüche freiwillig auf alle eingetragenen ehemaligen Privataktionäre anwenden werde, hat die Bank die Auszahlung der vom Schiedsgericht festgelegten zusätzlichen Entschädigung an sie in die Wege geleitet. Bis zum 31. März 2004 war diese zusätzliche Entschädigung für über 96% der zurückgenommenen Aktien gezahlt worden.

Das Handelsgericht in Paris hat im März 2003 eine Vorentscheidung hinsichtlich der Klage einer Gruppe ehemaliger Aktionäre getroffen (ohne inhaltlich auf die Klage einzugehen), wonach es für die Beurteilung der erhobenen Ansprüche auf Erhöhung der Entschädigung zuständig sei. Die Bank legte gegen diese Verfahrensentscheidung vor dem Pariser Appellationsgericht Berufung ein mit der Begründung, das Schiedsgericht in Den Haag sei in dieser Sache allein zuständig. Am 25. Februar 2004 entschied das Pariser Appellationsgericht zugunsten der BIZ und hielt fest, das Handelsgericht in Paris sei für solche Forderungen nicht zuständig. Am 26. April 2004 strengten einige dieser Kläger ein Verfahren vor dem Kassationsgericht (der obersten

Privatrechtsinstanz) in Frankreich an, in dem sie die Aufhebung der Entscheidung des Appellationsgerichts in der Zuständigkeitsfrage anstreben.

## *Verwaltung der Bank*

### *Erhöhung der Transparenz*

Im Berichtsjahr ergriff die Bank eine Reihe von Maßnahmen, um die Transparenz ihrer Geschäfte und ihrer Struktur zu erhöhen.

Die sichtbarsten Schritte im Bereich der Finanzausweise waren die Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden der Bank und der größere Umfang der Informationen im Jahresabschluss. Dieser wurde damit den internationalen Entwicklungen angenähert. Am 1. April 2003 wurde zudem der Goldfranken als Recheneinheit der BIZ durch das Sonderziehungsrecht abgelöst, dessen Wert auf einem vom IWF definierten Währungskorb beruht, der repräsentativ für die wichtigsten Währungen ist, die im internationalen Handel und für internationale Finanzanlagen verwendet werden (Einzelheiten zu diesen Änderungen s. *73. Jahresbericht* vom Juni 2003). Besondere Aufmerksamkeit wurde außerdem darauf verwendet, ein genaueres und umfassenderes Bild der Rolle der Bank, ihrer Funktionsweise und ihrer Verwaltung sowie ihres Beitrags zur Förderung der internationalen Zusammenarbeit mit dem Ziel der Währungs- und Finanzstabilität zu vermitteln.

### *Budgetpolitik*

Die Erstellung des Budgets der Bank für das nächste Geschäftsjahr beginnt rund sechs Monate im Voraus damit, dass die Direktion die allgemeine Geschäftsorientierung und den grundlegenden Finanzrahmen festlegt. Vor diesem Hintergrund spezifizieren dann die einzelnen Geschäftsbereiche ihre Pläne und den entsprechenden Ressourcenbedarf. Die Abstimmung der detaillierten Geschäftspläne, der Ziele und der insgesamt verfügbaren Ressourcen mündet in der Erstellung eines Entwurfs für das Finanzbudget. Dieser muss vor Beginn des Geschäftsjahres vom Verwaltungsrat genehmigt werden.

Bei der Erstellung des Budgets wird zwischen Verwaltungs- und Investitionskosten unterschieden. Rund die Hälfte der Verwaltungskosten entfällt auf den Personalaufwand. Andere wichtige Kategorien, die jeweils 10–15% der Verwaltungskosten ausmachen, sind IT- und Telekommunikationsausgaben sowie der Aufwand für das Pensionssystem der Bank. Die Investitionskosten schwanken naturgemäß von Jahr zu Jahr erheblich. Die Verwaltungs- und Investitionsausgaben der Bank fallen vorwiegend in Schweizer Franken an.

Im Geschäftsjahr 2003/04 betragen die Verwaltungskosten vor Abschreibungen CHF 204,3 Mio. und lagen 5,0% unter dem Budgetbetrag von CHF 215,1 Mio.<sup>2</sup> Der Aufwand im Berichtsjahr verringerte sich aus mehreren

<sup>2</sup> Das Budget der Bank beruht auf Kassenbeständen; bestimmte Berichtigungen in der Finanzbuchhaltung – hauptsächlich im Zusammenhang mit Vorsorgeverpflichtungen, bei denen Finanzmarkt- und versicherungsmathematische Entwicklungen berücksichtigt werden – sind ausgeklammert. Diese zusätzlichen Faktoren gehen in den Posten „Geschäftsaufwand“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein (s. „Der Reingewinn und seine Verwendung“).

Gründen: Bestimmte Bau- und IT-Projekte wurden aufgegeben bzw. verschoben, wegen des SARS-Ausbruchs und der Erstreckung des Zeitplans für die Genehmigung der neuen Eigenkapitalregelung (Basel II) fanden weniger Reisen und Sitzungen statt, und der US-Dollar wertete gegenüber dem Schweizer Franken ab. Die Investitionskosten lagen mit CHF 19,7 Mio. um CHF 11,0 Mio. unter dem Budget, weil die Ausgaben für einige IT-Projekte, insbesondere für das E-Learning-Projekt FSI Connect und für den Ersatz von Hardware, geringer ausfielen als erwartet.

Im März 2004 genehmigte der Verwaltungsrat eine Erhöhung des Verwaltungsbudgets für das Geschäftsjahr 2004/05 um 2,2% auf CHF 219,8 Mio. Das Investitionsbudget wird um CHF 1,9 Mio. auf CHF 32,6 Mio. aufgestockt. Schwerpunkte des Budgets 2004/05 sind eine Stärkung der Risikomanagement-Kapazitäten der Bank, Verbesserungen der Sicherheitsvorkehrungen und die Renovierung von Räumlichkeiten für Zentralbanksitzungen.

### *Vergütungspolitik*

Die Stellen der BIZ-Personalmitglieder werden anhand einer Reihe objektiver Kriterien – z.B. erforderlicher Qualifikationen, Erfahrung und Verantwortlichkeiten – klar definierten Kategorien zugeordnet. Die Gehälter werden – unter Berücksichtigung von Besteuerungsunterschieden – regelmäßig denen in vergleichbaren Institutionen oder Marktsegmenten gegenübergestellt. Bei diesem Vergleich konzentriert sich die Bank auf die obere Hälfte der Marktbandbreite, um hoch qualifiziertes Personal anzuziehen.

Die Stellenkategorien sind mit Gehaltsbändern verknüpft, die jährlich der Teuerung in der Schweiz und dem durchschnittlichen Anstieg der Reallöhne im Unternehmenssektor der wichtigsten Industrieländer angepasst werden. Im Juli 2003 wurden die Gehaltsbänder dementsprechend um 2,02% angehoben. Die Entwicklung des Gehalts der einzelnen Personalmitglieder in dem jeweiligen Gehaltsband richtet sich nach deren Leistung, die regelmäßig beurteilt wird. Die BIZ wendet kein Bonussystem an.

Nicht schweizerische und vor ihrer Anstellung bei der Bank nicht am Ort ansässige Personalmitglieder (einschl. Direktion) haben Anspruch auf eine Auslandszulage. Diese beträgt derzeit – abhängig vom Familienstand – 14% bzw. 18% des Jahresgehalts. Darüber hinaus haben die Personalmitglieder über die BIZ Zugang zu einer Kranken- und Unfallversicherung sowie zu einem leistungsorientierten Pensionssystem.

Die Gehälter der Abteilungsleiter werden jährlich angepasst, in der Regel entsprechend den Erhöhungen der Gehaltsbänder des Personals. Die Gehälter des Generaldirektors und des Stellvertretenden Generaldirektors werden periodisch vom Verwaltungsrat überprüft. Per 1. Juli 2003 bezogen die nachstehenden Direktionsmitglieder folgende Gehälter (in Klammern: Anzahl der Funktionsinhaber):

- Generaldirektor (1) CHF 670 740
- Stellvertretender Generaldirektor (1) CHF 566 500
- Abteilungsleiter (3) CHF 536 700

Die Vergütungen für die Mitglieder des Verwaltungsrats werden von der ordentlichen Generalversammlung genehmigt und alle drei Jahre angepasst.

Seit dem 1. Juli 2002 beträgt die feste jährliche Vergütung für den Verwaltungsrat insgesamt CHF 844 800. Darüber hinaus erhält jedes Mitglied ein Sitzungsgeld für jede Verwaltungsratssitzung, an der es teilnimmt. Wenn sämtliche Mitglieder an allen Sitzungen teilnehmen, beläuft sich die jährliche Gesamtsumme der Sitzungsgelder auf CHF 777 240.

## Der Reingewinn und seine Verwendung

### *Reingewinn*

Nach Änderung der Recheneinheit mit Wirkung vom 1. April 2003 hat die Bank ihren Jahresabschluss im 74. Geschäftsjahr erstmals in SZR erstellt. Gleichzeitig – was auf längere Sicht von größerer Bedeutung ist – hat die Bank die Gelegenheit genutzt, um ihre Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie ihre Offenlegung zu verbessern. Damit wird der Jahresabschluss stärker an die internationalen Entwicklungen bei den Finanzausweisen angeglichen, und er gibt ein besseres Bild der Finanzlage und der Ertragskraft der Bank. Die wichtigste Änderung ist hierbei, dass die Finanzinstrumente der Bank, einschließlich Derivate und Goldbestände, wie im *73. Jahresbericht* angekündigt nicht mehr zu den fortgeführten historischen Anschaffungskosten, sondern zum Marktwert im Jahresabschluss ausgewiesen werden. Die Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sind in Anmerkung 2 zum Jahresabschluss dargelegt, ihre Auswirkungen auf das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr in Anmerkung 31.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr auf dieser neuen Basis beträgt SZR 536,1 Mio., verglichen mit umgerechnet SZR 592,8 Mio. im Vorjahr. Die Bestimmungsfaktoren dieses Ergebnisses werden im Folgenden erörtert.

### *Geschäftsertrag insgesamt*

Der Geschäftsertrag insgesamt betrug im Geschäftsjahr 2003/04 SZR 564,5 Mio. (Vorjahr: SZR 598,3 Mio.). Im Vorjahresvergleich niedrigere durchschnittliche Zinssätze an den wichtigsten Finanzmärkten verminderten die Erträge aus den Anlagepapieren der Bank, die als ihr Eigenkapital definiert werden. Die zusätzlichen Erträge infolge des volumenmäßigen Wachstums des Eigenkapitals der Bank im Geschäftsjahr wurden dadurch aufgezehrt. Zum Teil wurden die Mindereinnahmen aus den Anlagepapieren durch höhere Nettoerträge aus dem Einlagengeschäft der Bank wettgemacht; diese erhöhten sich weitgehend parallel zur Zunahme der Währungseinlagen. Die Geschäftsmargen insgesamt waren, nach Berücksichtigung von Bewertungsentwicklungen, ähnlich wie 2002/03.

### *Geschäftsaufwand*

Der Geschäftsaufwand (Anmerkung 23 zum Jahresabschluss) belief sich auf SZR 142,5 Mio., 0,1% mehr als im Vorjahr (SZR 142,3 Mio.). Die Verwaltungskosten vor Abschreibungen betragen SZR 125,6 Mio., 1,6% weniger als im Vorjahr (SZR 127,6 Mio.). In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – sanken die Verwaltungskosten vor

Abschreibungen um 4,4%, von CHF 247,6 Mio. auf CHF 236,5 Mio. Darin sind die zusätzlichen Berichtigungen in der Finanzbuchhaltung – hauptsächlich im Zusammenhang mit Vorsorgeverpflichtungen, s. „Budgetpolitik“ weiter oben – berücksichtigt.

Der Personalaufwand ging geringfügig zurück, weil die Rückerstattung der Einkommenssteuern für schweizerische Angestellte nach Inkrafttreten des revidierten Sitzabkommens mit dem schweizerischen Bundesrat am 1. Januar 2003 entfiel. Ohne diesen Faktor erhöhten sich die Lohnkosten weitgehend entsprechend dem Anstieg der durchschnittlichen Zahl von Vollzeitstellen um 3,4% auf 509 Stellen. Der Aufwand für das Pensionssystem sank um CHF 32,7 Mio. auf CHF 30,2 Mio., da im Aufwand des Vorjahres eine einmalige Zahlung von CHF 33,9 Mio. an den Pensionsfonds des Personals enthalten gewesen war. Der sonstige Personalaufwand erhöhte sich um CHF 21,5 Mio., hauptsächlich infolge erhöhter Ruhestandsleistungen im Rahmen der Kranken- und Unfallversicherung der Bank.

Der Abschreibungsaufwand stieg von SZR 14,7 Mio. auf SZR 16,9 Mio. und schließt eine zusätzliche Abschreibung von SZR 3,3 Mio. nach einer Überprüfung des Marktwerts der Grundstücke und Gebäude der Bank auf Wertminderungen ein.

#### *Betriebsgewinn und sonstige Gewinnposten*

Als Folge der genannten Faktoren sank der Betriebsgewinn 2003/04 nach SZR 456,0 Mio. im Vorjahr um 7,5% auf SZR 422,0 Mio.

In einem Umfeld niedrigerer durchschnittlicher Zinssätze belief sich der Gewinn aus Veräußerungen von Anlagepapieren in den Portfolios, die als Eigenkapital der Bank definiert sind, auf SZR 154,4 Mio. (Vorjahr: SZR 147,0 Mio.).

Die Posten „Zurückgenommene Aktien – Effekt des Schiedsurteils“ und „Zurückgenommene Aktien – Zinsen infolge Schiedsurteil“ beziehen sich auf das endgültige Urteil des Schiedsgerichts von Den Haag vom 19. September 2003, das eine höhere Entschädigung je Aktie sowie zusätzliche Zinszahlungen und einen Währungsumrechnungsverlust wegen der Umrechnung der entsprechenden Rückstellungen von Schweizer Franken in SZR zum Wechselkurs vom 19. September 2003 zur Folge hatte.

#### *Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns*

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von SZR 536,1 Mio. für das Geschäftsjahr 2003/04 wie folgt zu verwenden:

1. SZR 104,0 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 225 je Aktie
2. SZR 86,4 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds
3. SZR 20,5 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds
4. SZR 325,2 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 nicht in Schweizer Franken, sondern erstmals in SZR, der neuen Recheneinheit der

Bank, anzugeben. Wird dies genehmigt, wird die Dividende am 2. Juli 2004 in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken an die Aktionäre ausgezahlt, die am 31. März 2004 im Aktienregister der Bank eingetragen waren.

Die vorgeschlagene Dividende von SZR 225 je Aktie für das Geschäftsjahr 2003/04 entspricht einem Anstieg von 4,7% gegenüber der Vorjahresdividende von CHF 400 bzw. SZR 214,8 zum Wechselkurs vom 31. März 2003.

Die Dividende ist für 470 073 Aktien zahlbar (die Dividende für die 18 000 neuen Aktien, die im Geschäftsjahr begeben wurden, wird anteilig ab Zeichnungsdatum gezahlt). Vor der Aktienrücknahme waren 547 125 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Davon hält die Bank nun 77 052 als eigene Aktien, nämlich 74 952 Aktien, die sie von ehemaligen Privataktionären und von Zentralbanken zurückgenommen hat, sowie 2 100 sonstige. Auf die eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt.

### *Zuweisungen an die statutarischen Reserven der Bank durch Änderungen am 31. März 2003*

#### *Neubewertungen*

Mit der Einführung des SZR und der neuen Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sind die statutarischen Reserven der Bank zum 31. März 2003 um SZR 577,2 Mio. angestiegen. Der Anstieg ergab sich aus der Neubewertung der Goldbestände und der übrigen Finanzinstrumente der Bank in der Bilanz zum Marktwert statt zu den fortgeführten historischen Anschaffungskosten. Der Verwaltungsrat empfiehlt, diesen Anstieg (Anmerkung 31C zum Jahresabschluss) wie folgt zu verteilen:

1. SZR 19,3 Mio. an den Gesetzlichen Reservefonds
2. SZR 266,5 Mio. an den Allgemeinen Reservefonds
3. SZR 291,4 Mio. an den Freien Reservefonds

Die Zuweisungen an den Gesetzlichen und den Allgemeinen Reservefonds betreffen die Neubewertung des Goldes zum Marktwert statt zum früheren statutarischen Wert von USD 208 je Unze. Damit entspricht der Gesetzliche Reservefonds nach wie vor 10% des eingezahlten Kapitals, gemäß den Bestimmungen von Artikel 51 Absatz 1 der Statuten. Die Zuweisung an den Freien Reservefonds entspricht dem Nettobewertungsgewinn auf den Finanzinstrumenten der Bank (ohne eigene Goldbestände und Anlagepapiere) bei Bewertung zum Marktwert statt zu den fortgeführten historischen Anschaffungskosten.

#### *Neuzuordnungen*

Darüber hinaus sind infolge der oben beschriebenen Änderungen einige Posten des Eigenkapitals der Bank neu zugeordnet worden. Dadurch haben sich die statutarischen Reserven der Bank zum 31. März 2003 um netto SZR 49,8 Mio. verringert (Anmerkung 31B zum Jahresabschluss). Der Verwaltungsrat empfiehlt, diese Nettoverringering wie folgt zu verteilen:

1. SZR 92,1 Mio. vom Aktienkapital zum Freien Reservefonds

2. SZR 429,7 Mio. vom Währungsumrechnungskonto zum Freien Reservefonds
3. SZR 571,6 Mio. vom Freien Reservefonds zur Goldbewertungsreserve  
Die Übertragung aus dem Aktienkapital entspricht der Abrundung des Nominalwerts der Aktien vom exakten Umrechnungsbetrag (SZR 5 696) auf SZR 5 000, gemäß dem Beschluss der außerordentlichen Generalversammlung vom 10. März 2003. Mit der Zuweisung von SZR 429,7 Mio. wird der Saldo des Währungsumrechnungskontos am 31. März 2003 übertragen; dieses Konto wurde infolge der Änderung der Bilanzierungsmethode der Bank für Währungsumrechnungsdifferenzen geschlossen. Die Übertragung auf die Goldbewertungsreserve unter „Sonstige Eigenkapitalposten“ entspricht der Differenz zwischen dem Marktwert des Goldes der Bank und dem früheren statutarischen Wert am 31. März 2003.

### *Bericht der Buchprüfer*

Der Jahresabschluss wurde von der PricewaterhouseCoopers AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, dass er für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermittelt. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Jahresabschluss.



# Verwaltungsrat

Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main  
Stellvertretender Vorsitzender

Vincenzo Desario, Rom  
David Dodge, Ottawa  
Antonio Fazio, Rom  
Toshihiko Fukui, Tokio  
Timothy F. Geithner, New York  
Sir Edward George, London  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
Lars Heikensten, Stockholm  
Mervyn King, London  
Christian Noyer, Paris  
Guy Quaden, Brüssel  
Jean-Pierre Roth, Zürich  
Alfons Vicomte Verplaetse, Brüssel  
Axel A. Weber, Frankfurt am Main

## *Stellvertreter*

Bruno Bianchi oder Giovanni Carosio, 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  
Revisionskomitee

unter dem Vorsitz von Hans Tietmeyer

## Oberste Führungsebene

Malcolm D. Knight	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
Mario Giovanoli	Direktor des Rechtsdienstes
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
Peter Dittus	Stellvertretender Generalsekretär
Már Gudmundsson	Stellvertretender Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Josef Tošovský	Vorsitzender, Institut für Finanzstabilität

### Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene

Am 1. Juli 2003 folgte Mervyn King als Gouverneur der Bank of England Sir Edward George nach und wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats. Als Lord Kingsdown Ende Juni 2003 aus dem Verwaltungsrat ausschied, berief Mervyn King für die verbleibende Amtsdauer, d.h. vom 1. Juli 2003 bis zum 6. Mai 2005, Sir Edward George. Für den Rest der Amtsdauer Lord Kingsdowns als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats, d.h. bis zum 31. Dezember 2005, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom Juni 2003 Hans Tietmeyer als Nachfolger gewählt. In derselben Sitzung wurde Nout Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 30. Juni 2006 als Verwaltungsratsmitglied bestätigt.

Am 10. Juni 2003 schied William McDonough aus dem Verwaltungsrat aus. Alan Greenspan, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, berief Jamie Stewart, den geschäftsführenden Präsidenten der Federal Reserve Bank of New York, in den Verwaltungsrat. Als dieser im Dezember 2003 ausschied, ernannte Alan Greenspan für den Rest seiner Amtsdauer, d.h. bis zum 12. September 2006, den neuen Präsidenten der Federal Reserve Bank of New York, Timothy F. Geithner, zum Mitglied des Verwaltungsrats.

In der Sitzung vom September 2003 wurden Toshihiko Fukui, Gouverneur der Bank of Japan, und David Dodge, Gouverneur der Bank of Canada, als Verwaltungsratsmitglieder für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 12. September 2006 wiedergewählt.

Im Oktober 2003 erneuerte Jean-Claude Trichet, Gouverneur der Banque de France, das Mandat von Hervé Hannoun als Mitglied des Verwaltungsrats für weitere 3 Jahre bis zum 27. November 2006. Am 1. November 2003 folgte Christian Noyer als Gouverneur der Banque de France Jean-Claude Trichet nach und wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats.

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom März 2004 wurde Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 31. März 2007 als Verwaltungsratsmitglied bestätigt.

Am 27. April 2004 trat Ernst Welteke von seinem Amt als Präsident der Deutschen Bundesbank zurück. Axel Weber folgte ihm mit Wirkung vom 30. April nach und wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats.

In der obersten Führungsebene der Bank gab Renato Filosa im August 2003 seine Position als Direktor in der Währungs- und Wirtschaftsabteilung ab. Már Gudmundsson wurde mit Wirkung vom 23. Juni 2004 zum Stellvertretenden Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung ernannt.

\* \* \*

Der Verwaltungsrat nahm mit tiefem Bedauern den Tod von Rémi Gros am 10. Januar 2004 im Alter von 73 Jahren zur Kenntnis. Rémi Gros war 1966 in den Dienst der Bank eingetreten und wurde 1985 Leiter der Bankabteilung. Vom Februar 1992 bis zu seiner Pensionierung im Dezember 1995 war er außerdem Beigeordneter Generaldirektor der Bank.

## Mitgliedszentralbanken der BIZ<sup>3</sup>

Banque d'Algérie	Lietuvos Bankas (Litauen)
Banco Central de la República Argentina	Bank Negara Malaysia
Reserve Bank of Australia	Narodna Banka na Republika Makedonija
Banque Nationale de Belgique	Banco de México
Centralna banka Bosne i Hercegovine	De Nederlandsche Bank
Banco Central do Brasil	Reserve Bank of New Zealand
Bulgarian National Bank	Norges Bank (Norwegen)
Banco Central de Chile	Oesterreichische Nationalbank
The People's Bank of China	Bangko Sentral ng Pilipinas (Philippinen)
Danmarks Nationalbank	Narodowy Bank Polski (Polen)
Deutsche Bundesbank	Banco de Portugal
Eesti Pank (Estland)	Banca Natională a României (Rumänien)
Europäische Zentralbank	Central Bank of the Russian Federation (Russland)
Suomen Pankki (Finnland)	Saudi Arabian Monetary Agency
Banque de France	Sveriges Riksbank (Schweden)
Bank of Greece (Griechenland)	Schweizerische Nationalbank
Hong Kong Monetary Authority	Monetary Authority of Singapore
Reserve Bank of India	Národná Banka Slovenska (Slowakei)
Bank Indonesia	Banka Slovenije (Slowenien)
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	Banco de España
Sedlabanki Islands	South African Reserve Bank (Südafrika)
Bank of Israel	Bank of Thailand
Banca d'Italia	Ceská národní banka (Tschechische Republik)
Bank of Japan	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi
Bank of Canada	Magyar Nemzeti Bank (Ungarn)
The Bank of Korea	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
Hrvatska narodna banka (Kroatien)	Bank of England
Latvijas Banka (Lettland)	

<sup>3</sup> Gemäß Artikel 15 der Statuten können sich nur Zentralbanken am Kapital der Bank beteiligen. Die Rechtslage der jugoslawischen Ausgabe des Aktienkapitals der BIZ wird derzeit überprüft, nachdem die Bundesrepublik Jugoslawien durch die Verfassungsänderungen vom Februar 2003 in die Union Serbien und Montenegro mit zwei getrennten Zentralbanken umgewandelt wurde.



# Jahresabschluss

vom 31. März 2004

Nach der Einführung des SZR als ihre Berichtswährung hat die Bank ihre Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie ihre Offenlegung aktualisiert und erweitert.

Der auf den Seiten 212 bis 233 vorgelegte Jahresabschluss wurde auf dieser neuen Basis erstellt; er wurde am 10. Mai 2004 genehmigt.

Nout H.E.M. Wellink  
Präsident

Malcolm D. Knight  
Generaldirektor

Der Abschluss für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr wird in einer Form vorgelegt, die gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank vom Verwaltungsrat genehmigt wurde. Der Jahresabschluss, einschließlich dazugehörige Anmerkungen, wurde in englischer Sprache erstellt. In Zweifelsfällen wird auf die englische Fassung verwiesen.

# Bilanz

vom 31. März 2004

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	2004	2003 nach Neuberechnung
<b>Aktiva</b>			
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	3	18,9	4 300,7
Gold und Goldeinlagen	4	9 073,8	7 541,9
Schatzwechsel	5	30 240,7	20 724,5
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	5	21 835,2	12 255,0
Terminguthaben und Kredite an Banken	5	68 162,4	58 728,2
Staats- und andere Wertpapiere	5	33 483,1	38 732,6
Derivative Finanzinstrumente	6	3 321,1	3 966,1
Kurzfristige Forderungen	7	1 609,6	3 173,9
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	8	190,0	196,4
<b>Aktiva insgesamt</b>		<b>167 934,8</b>	149 619,3
<b>Passiva</b>			
Währungseinlagen	9	133 152,5	122 519,0
Goldeinlagen	10	7 293,5	6 022,6
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	11	1 225,3	73,2
Derivative Finanzinstrumente	6	4 339,7	3 234,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	12	12 169,4	8 242,3
Sonstige Passiva	13	144,4	598,9
<b>Passiva insgesamt</b>		<b>158 324,8</b>	140 690,1
<b>Eigenkapital</b>			
Aktienkapital	14	683,9	661,4
Statutarische Reserven		8 230,8	7 522,7
Gewinn- und Verlustrechnung	31	536,1	575,4
Abzüglich: Eigene Aktien	14, 15	(852,6)	(739,1)
Sonstige Eigenkapitalposten		1 011,8	908,8
<b>Eigenkapital insgesamt</b>		<b>9 610,0</b>	8 929,2
<b>Passiva und Eigenkapital insgesamt</b>		<b>167 934,8</b>	149 619,3

Wie sich der Wechsel der Berichtswährung vom Goldfranken zum SZR und die Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden der Bank auf den Jahresabschluss 2003 auswirken, wird in Anmerkung 31 beschrieben.

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	<b>2004</b>	2003 nach Neuberechnung
Zinsertrag	18	3 493,9	4 135,2
Zinsaufwand	19	(2 681,1)	(3 228,9)
Bewertungsänderungen netto	20	(258,7)	(314,3)
<b>Nettozinsertrag</b>		<b>554,1</b>	592,0
Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen	21	1,4	1,7
Nettodevisengewinne	22	9,0	4,6
<b>Geschäftsertrag insgesamt</b>		<b>564,5</b>	598,3
Geschäftsaufwand	23	(142,5)	(142,3)
<b>Operativer Gewinn</b>		<b>422,0</b>	456,0
Nettogewinn (-verlust) aus Veräußerung von Anlagepapieren	24	154,4	147,0
Zurückgenommene Aktien – Effekt des Schiedsurteils	15		
Zinsaufwand		(32,9)	(10,2)
Währungsumrechnungsverlust		(7,4)	–
<b>Reingewinn für das Geschäftsjahr</b>		<b>536,1</b>	592,8

Der oben ausgewiesene Reingewinn für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr wurde zu durchschnittlichen Wechselkursen umgerechnet. Er weicht vom Saldo der Gewinn- und Verlustrechnung (SZR 575,4 Mio.) im neu berechneten Abschluss von 2003 ab, der auf den Wechselkursen des Bilanzstichtages beruht. Diese Abweichung ist auf den Wechsel der Berichtswährung der Bank vom Goldfranken zum SZR zurückzuführen.

## Vorgeschlagene Gewinnverwendung

für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	<b>2004</b>
<b>Reingewinn für das Geschäftsjahr</b>	<b>536,1</b>
Zuweisung an den Gesetzlichen Reservefonds	–
<b>Vorgeschlagene Dividende</b>	
SZR 225 je Aktie für 452 073 Aktien	(101,7)
Für 18 000 neu begebene Aktien (anteilig ab Valutadatum der Aktienzeichnung)	(2,3)
	<b>(104,0)</b>
<b>Vorgeschlagene Zuweisungen an andere Reserven</b>	<b>432,1</b>
Allgemeiner Reservefonds	(86,4)
Besonderer Dividenden-Reservefonds	(20,5)
Freier Reservefonds	(325,2)
<b>Gewinn nach Zuweisungen an die Reserven</b>	<b>–</b>

Die vorgeschlagene Gewinnverwendung entspricht Artikel 51 der Statuten der Bank.

## Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank

für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds	<b>2004</b> Statutarische Reserven insgesamt
<b>Eigenkapital am 31. März 2003</b>						
<b>– nach Neuberechnung</b>	31	<b>66,1</b>	<b>2 379,7</b>	<b>105,3</b>	<b>4 971,6</b>	<b>7 522,7</b>
Verwendung des Gewinns 2002/03		–	41,4	4,2	432,7	478,3
Neu begebene Aktien	14	2,2	227,6	–	–	229,8
<b>Stand am 31. März 2004 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>		<b>68,3</b>	<b>2 648,7</b>	<b>109,5</b>	<b>5 404,3</b>	<b>8 230,8</b>
Vorgeschlagene Zuweisungen an Reserven		–	86,4	20,5	325,2	432,1
<b>Stand am 31. März 2004 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>		<b>68,3</b>	<b>2 735,1</b>	<b>130,0</b>	<b>5 729,5</b>	<b>8 662,9</b>

# Veränderungen des Eigenkapitals der Bank

für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr

							2004	2003
Mio. SZR	Anmerkung	Aktien- kapital	Statu- tarische Reserven	Gewinn und Verlust	Eigene Aktien	Sonstige Eigen- kapital- posten	Eigen- kapital insgesamt	Eigen- kapital insgesamt nach Neube- rechnung
<b>Eigenkapital am 31. März 2003</b>								
<b>– nach Neuberechnung</b>								
	31	661,4	7 522,7	575,4	(739,1)	908,8	8 929,2	8 569,0
Zahlung der Dividende 2002/03		–	–	(97,1)	–	–	(97,1)	(81,9)
Verwendung des Gewinns 2002/03		–	478,3	(478,3)	–	–	–	–
Zurückgenommene Aktien – Effekt des Schiedsurteils	15	–	–	–	(113,5)	–	(113,5)	(196,1)
Neu begebene Aktien	14	22,5	229,8	–	–	–	252,3	–
Bewertungsänderungen bei Anlagepapieren netto	5	–	–	–	–	(158,7)	(158,7)	303,9
Bewertungsänderungen bei eigenen Goldbeständen netto	4	–	–	–	–	261,7	261,7	17,3
Währungsumrechnungen	31	–	–	–	–	–	–	(275,8)
Reingewinn für das Geschäftsjahr		–	–	536,1	–	–	536,1	592,8
<b>Stand am 31. März 2004 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>								
		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0	8 929,2
Vorgeschlagene Dividende		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)	
Vorgeschlagene Zuweisungen an Reserven		–	432,1	(432,1)	–	–	–	
<b>Stand am 31. März 2004 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>								
		683,9	8 662,9	–	(852,6)	1 011,8	9 506,0	

In den statutarischen Reserven sind Aktienagios in Höhe von SZR 811,7 Mio. enthalten.

# Anmerkungen zum Jahresabschluss

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, „die Bank“) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 sowie ihres Grundgesetzes und ihrer Statuten gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz am Centralbahnplatz 2, 4002 Basel, Schweiz. Die Bank unterhält je eine Repräsentanz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China (für den Asien-Pazifik-Raum) und in Mexiko-Stadt, Mexiko (für den amerikanischen Kontinent).

Die Aufgaben der BIZ bestehen gemäß Artikel 3 der Statuten darin, 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 56 Zentralbanken Mitglieder der Bank. Die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung werden im Verhältnis zu der Anzahl der im jeweiligen Land begebenen BIZ-Aktien ausgeübt. 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; zudem werden weitere Mitglieder aus sechs dieser Länder ernannt.

Der vorliegende Jahresabschluss umfasst die nach Artikel 49 der Statuten der Bank erforderliche Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung.

## 2. Wesentliche Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden

### A. Berichtswährung

Mit Wirkung vom 1. April 2003 ist die Berichtswährung der Bank das Sonderziehungsrecht (SZR), wie es vom Internationalen Währungsfonds (IWF) definiert wird.

Bis zum 1. April 2003 war die Berichtswährung der Bank der Goldfranken (GFr.) gewesen. Die Änderung wurde vorgenommen, um der BIZ die Durchführung ihres Bankgeschäfts und den sinnvollen Einsatz ihres ökonomischen Kapitals zu erleichtern und die Transparenz ihres Abschlusses zu verbessern.

Das SZR wird anhand eines Korbs der wichtigsten handelbaren Währungen berechnet; ihm liegt die Regel O-1 zugrunde, wie sie vom Exekutivrat des IWF am 29. Dezember 2000 verabschiedet wurde und am 1. Januar 2001 in Kraft trat. Nach derzeitiger Berechnung entspricht 1 SZR der Summe von USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 und GBP 0,0984. Der IWF überprüft die Zusammensetzung dieses Währungskorbs alle fünf Jahre.

Sämtliche im vorliegenden Jahresabschluss enthaltenen Zahlen beziehen sich auf Mio. SZR, sofern nicht anders angegeben.

### B. Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden und der Offenlegung

Gleichzeitig mit der Einführung des SZR als Berichts-

währung hat die Bank ihre Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden überprüft und sie genauer auf ihre Geschäftstätigkeit abgestimmt. Infolgedessen sind am 1. April 2003 eine Reihe von Änderungen dieser Methoden sowie der Offenlegung in Kraft getreten. Dank dieser – im Folgenden zusammengefassten – Änderungen werden die Vermögens- und Finanzlage sowie die Ertragskraft der Bank präziser und ausführlicher wiedergegeben.

#### *Erfassung von Finanzinstrumenten in der Bilanz*

Um dem immer stärker marktorientierten Charakter der Geschäfte der Bank Rechnung zu tragen, werden die meisten Finanzinstrumente in der Bilanz auf der Basis des Handelsdatums zum Marktwert ausgewiesen. Derivative Finanzinstrumente werden auf beiden Seiten der Bilanz zum Bruttomarktwert ausgewiesen. Ausnahmen sind weiter unten in den Anmerkungen „Finanzinstrumente (ohne Gold und Goldeinlagen)“ sowie „Gold und Goldeinlagen“ aufgeführt. In früheren Jahren wurden die Finanzinstrumente auf der Basis des Valutadatums zu den fortgeführten historischen Anschaffungskosten ausgewiesen, wobei die Derivate auf Nettobasis bilanziert wurden.

#### *Erfassung von Finanzinstrumenten im Eigenkapital*

Wertänderungen der finanziellen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten im Bankgeschäft (die sich bei der Annahme und Wiederanlage von Kundeneinlagen ergeben) sowie alle derivativen Finanzinstrumente werden in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Für die Vermögenswerte im Anlagebestand der Bank (u.a. ihre als Eigenkapital definierten Gold- und Währungsanlagen) sind in der Gewinn- und Verlustrechnung die auf die historischen Anschaffungskosten berechneten Zinserträge und die realisierten Gewinne enthalten; nicht realisierte Veränderungen des Marktwerts werden direkt in den Bewertungsreserven im Eigenkapital verbucht. In den vorangegangenen Geschäftsjahren wurden die auf die historischen Anschaffungskosten berechneten Zinserträge und die realisierten Gewinne in der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank erfasst, nicht realisierte Veränderungen des Marktwerts erschienen jedoch in der Gewinn- und Verlustrechnung und im Eigenkapital nicht.

#### *Währungsumrechnungsdifferenzen*

Währungsumrechnungsdifferenzen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. In früheren Jahren wurden sie auf dem Währungsumrechnungskonto, das zum Eigenkapital gehörte, verbucht.

Die neuen Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden für einzelne Posten des Jahresabschlusses werden weiter unten näher beschrieben. In Anmerkung 31 findet sich eine Überleitungsrechnung vom Goldfranken-Jahresabschluss vom 31. März 2003 zum SZR-Jahresabschluss unter Berücksichtigung der oben beschriebenen Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden. Die Vergleichszahlen für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr wurden entsprechend diesen Änderungen neu berechnet.

### **C. Währungsumrechnung**

Finanzinstrumente werden zum Wechselkurs am Bilanzstichtag in SZR umgerechnet, andere Aktiva und Passiva zum Wechselkurs des Transaktionstages. Gewinne und Verluste werden zu einem Durchschnittskurs in SZR umgerechnet. Umrechnungsdifferenzen infolge der wiederholten Umrechnung von Finanzinstrumenten sowie infolge der Abrechnung von Transaktionen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

### **D. Bewertungsmethode**

Die Bank bewertet ihre Aktiva, Passiva und Derivate grundsätzlich zum Marktwert, den sie anhand verlässlicher, notierter Marktpreise von aktiven Märkten ermittelt. Sind solche Preise nicht verfügbar (z.B. für nicht börsen gehandelte Derivate), bestimmt sie den Marktwert anhand von Finanzmodellen mit einer Analyse der abgezinsten Barmittelströme, die sich auf Schätzungen der künftigen Zahlungsströme, Zinssätze und Wechselkurse und der künftigen Geschwindigkeit vorzeitiger Tilgungen sowie auf Kredit-, Liquiditäts- und Volatilitätsfaktoren stützt.

### **E. Finanzinstrumente (ohne Gold und Goldeinlagen)**

Diese Finanzinstrumente machen den größten Teil der Bilanz der Bank aus. Sie umfassen Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken, Schatzwechsel, mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere, Terminguthaben und Kredite an Banken, Staats- und andere Wertpapiere, derivative Finanzinstrumente, Währungseinlagen sowie mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere.

Die Gewinne gegenüber den historischen Anschaffungskosten, die durch auflaufende Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge zustande kommen, werden dabei jeweils im Zinsertrag (Aktiva und derivative Instrumente) bzw. im Zinsaufwand (Passiva) verbucht. Bei Abgabe, Rückkauf und vorzeitiger Tilgung realisierte Gewinne gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ ein.

Die meisten Finanzinstrumente bilanziert die Bank auf der Basis des Handelsdatums zum Marktwert. Derivate werden entsprechend dem Marktwert des Kontrakts ausgewiesen, d.h. bei für die Bank positivem Marktwert auf der Aktivseite, bei für die Bank negativem Marktwert auf der Passivseite. Ausgenommen von der grundsätzlichen Bewertung zu Marktwerten sind sehr kurzfristige Finanzinstrumente, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben. Sie werden – in den Posten „Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken“ sowie „Währungseinlagen“ auf der Aktiv- bzw. Passivseite – zum Kapitalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen auf Valutabasis ausgewiesen.

Die Behandlung nicht realisierter Gewinne bzw. Verluste aus Neubewertung hängt von der Klassifizierung des Finanzinstruments ab:

#### **1. Währungseinlagen hauptsächlich von Zentralbanken und internationalen Organisationen sowie damit verbundene Aktiva und Derivate im Bankgeschäft**

Für bestimmte Währungseinlageninstrumente tritt die Bank

als Marktmacher auf. Das damit verbundene Marktrisiko wird global gesteuert; die Bank bilanziert daher diese Finanzinstrumente alle zum Marktwert, und sämtliche Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

#### **2. Aktiva, Passiva und Derivate im Zusammenhang mit als Eigenkapital definierten Anlagen**

Diese Anlagen werden langfristig – wenn auch nicht unbedingt bis zur Fälligkeit – gehalten. Sie gelten als Finanzanlagen und werden erstmalig zum Einstandswert bilanziert. Danach werden sie zum Marktwert neu bewertet; unrealisierte Gewinne oder Verluste werden in der Wertpapierbewertungsreserve verbucht, die in der Bilanz unter „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist.

Bei den entsprechenden Passiva handelt es sich hauptsächlich um kurzfristige Repo-Geschäfte. Wegen ihres kurzfristigen Charakters werden sie zum Marktwert bilanziert; alle Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

Die entsprechenden Derivate werden entweder zur Steuerung des Marktrisikos der Bank oder für Handelszwecke eingesetzt. Sie werden zum Marktwert bilanziert; alle Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

### **F. Gold und Goldeinlagen**

Goldaktiva und -passiva werden zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (umgerechnet zum Gold-Marktpreis und zum USD/SZR-Wechselkurs), zuzüglich aufgelaufener Zinsen. Die Zinsen für Goldeinlagen sind periodengerecht abgegrenzt im Zinsertrag (Aktiva) bzw. Zinsaufwand (Passiva) enthalten.

Die eigenen Goldbestände der Bank sind als Finanzanlagen eingestuft. Der Wert, um den die eigenen Goldbestände der Bank den früheren statutarischen Wert übersteigen (rund SZR 151 je Unze, d.h. USD 208 je Unze am 31. März 2003), wird in der Goldbewertungsreserve verbucht, die in der Bilanz unter „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist.

Gewinne oder Verluste aus der Neubewertung von Goldeinlagen von Kunden auf der Passivseite und den entsprechenden Goldaktiva gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

### **G. Kurzfristige Forderungen und Verbindlichkeiten**

Bei den kurzfristigen Forderungen und Verbindlichkeiten handelt es sich vorwiegend um sehr kurzfristige Positionen im Zusammenhang mit der Abwicklung von Finanzgeschäften. Sie werden zu Einstandswerten bilanziert.

### **H. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung**

Die Kosten der Gebäude und der Geschäftsausstattung der Bank werden kapitalisiert und linear über die geschätzte Nutzungsdauer dieser Aktiva wie folgt abgeschrieben:

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: 4 Jahre

Sonstige Ausstattung: 4–10 Jahre

Die Grundstücke der Bank werden nicht abgeschrieben. Die Bank überprüft Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung regelmäßig auf Wertminderungen. Ist der Buchwert eines Vermögenswerts höher als der geschätzte Verwertungserlös, wird der Wert auf den geschätzten Verwertungserlös abgeschrieben. Investitionen und Veräußerungen werden zum Wechselkurs des Transaktionstages umgerechnet.

### I. Rückstellungen

Rückstellungen werden ausgewiesen, wenn die Bank eine gegenwärtige rechtliche oder faktische Verpflichtung infolge von vor dem Bilanzstichtag eingetretenen Ereignissen hat, zu deren Erfüllung vermutlich ökonomische Ressourcen benötigt werden, sofern der Betrag der Verpflichtung sinnvoll geschätzt werden kann.

### J. Vorsorgeverpflichtungen

Die Bank betreibt für ihr Personal ein leistungsorientiertes Pensionssystem mit einem Fondsvermögen. Ferner führt sie einen Pensionsplan für die Verwaltungsratsmitglieder sowie ein Kranken- und Unfallversicherungssystem für derzeitige und ehemalige Personalmitglieder. Diesen beiden liegt kein Fondsvermögen zugrunde.

#### Pensionsfonds

Die Verbindlichkeit in Bezug auf den Pensionsfonds des Personals basiert auf dem Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung zum Bilanzstichtag abzüglich des Marktwerts des Pensionsfonds-Vermögens am Bilanzstichtag sowie Bereinigung um nicht erfasste versicherungsmathematische Gewinne und Verluste und den nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwand. Der Umfang dieser leistungsorientierten Verpflichtung wird jährlich von unabhängigen Aktuarien mithilfe der Anwartschaftsbarwertmethode berechnet. Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung wird anhand der geschätzten zukünftigen Mittelabflüsse ermittelt, wobei Diskontierungssätze für Unternehmensanleihen mit hohem Rating und ähnlichen Restlaufzeiten wie bei der entsprechenden Verbindlichkeit zugrunde gelegt werden.

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Betrag entspricht der Summe des laufenden Dienstzeitaufwands der im entsprechenden Jahr angefallenen Leistungen des Systems und der Verzinsung zum Diskontierungssatz der leistungsorientierten Verpflichtung. Außerdem werden die versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste aufgrund von Erfahrungswertanpassungen (wenn das tatsächliche Ergebnis von den vorherigen versicherungsmathematischen Annahmen abweicht), Änderungen der versicherungsmathematischen Annahmen und Änderungen des Pensionsregulativs während der Dienstzeit der betreffenden Personalmitglieder in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. Die entsprechenden Forderungen bzw. Verbindlichkeiten sind in der Bilanz im Posten „Kurzfristige Forderungen“ bzw. „Sonstige Passiva“ enthalten.

#### Vorsorgeverpflichtungen ohne Fondsvermögen

Die Verbindlichkeiten aus dem Pensionsplan für die Verwaltungsratsmitglieder sowie aus der Kranken- und Unfallversicherung (beide ohne Fondsvermögen) basieren auf

dem Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung und werden genauso berechnet wie die Verbindlichkeit aus dem Pensionsfonds des Personals. Im Falle der Kranken- und Unfallversicherung (wo die Anspruchsberechtigung grundsätzlich darauf beruht, dass das Personalmitglied bis zum 50. Lebensjahr im Dienst bleibt und mindestens 10 Dienstjahre hat) werden die erwarteten Kosten der Leistungen über die gesamte Dienstzeit mithilfe der Anwartschaftsbarwertmethode kumuliert. Diese Verpflichtungen werden jedes Jahr von unabhängigen Aktuarien neu bewertet.

#### „Korridor“-Konzept

Wenn die leistungsorientierte Verpflichtung die Verbindlichkeit oder das entsprechende Deckungsvermögen (je nachdem, welches höher ist) im Jahresabschluss um mehr als 10% überschreitet, wird diese über den Korridor von 10% hinausgehende Unterdeckung über die erwartete verbleibende Dienstzeit des betreffenden Personalmitglieds amortisiert.

### K. Verwendung von Schätzungen

Beim Erstellen des Jahresabschlusses muss die Direktion der Bank teilweise Schätzungen vornehmen, um zu den ausgewiesenen Beträgen der Aktiva und Passiva, der Offenlegung von Eventualforderungen und -verbindlichkeiten am Bilanzstichtag sowie den ausgewiesenen Beträgen von Aufwand und Ertrag im Geschäftsjahr zu gelangen. Die Direktion stützt sich dabei auf verfügbare Informationen, eigene Annahmen und ihr Urteilsvermögen. Die späteren tatsächlichen Ergebnisse können erheblich von den Schätzungen abweichen.

## 3. Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken

Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken bestehen aus liquiden Mitteln bei Zentral- und Geschäftsbanken, über die die Bank jederzeit verfügen kann.

## 4. Gold und Goldeinlagen (Aktiva)

Die Goldbestände der Bank setzten sich wie folgt zusammen:

Mio. SZR	2004	2003
Goldbarren bei Zentralbanken	5 463,9	4 534,2
Termineinlagen in Gold insgesamt	3 609,9	3 007,7
<b>Gold und Goldeinlagen insgesamt</b>	<b>9 073,8</b>	<b>7 541,9</b>

Darin enthalten sind die eigenen Goldbestände der Bank. Am 31. März 2004 betragen diese SZR 1 780,7 Mio., was 192 Tonnen Feingold entsprach (31. März 2003: SZR 1 519,0 Mio.; 192 Tonnen). Die eigenen Goldbestände der Bank werden zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (umgerechnet zum Gold-Marktpreis und zum USD/SZR-Wechselkurs), zuzüglich aufgelaufener Zinsen. Der Betrag, um den dieser Wert den früheren statutarischen Wert von rund SZR 151 je Unze übersteigt, wird in der Goldbewertungsreserve verbucht (in der Bilanz unter

„Sonstige Eigenkapitalposten“), und realisierte Gewinne oder Verluste aus der Veräußerung eigener Goldbestände werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Der Anfangsstand der Goldbewertungsreserve am 1. April 2003 betrug SZR 571,6 Mio. Die Reserve erhöhte sich während des am 31. März 2004 abgeschlossenen Geschäftsjahres um SZR 261,7 Mio. auf SZR 833,3 Mio. am 31. März 2004.

## 5. Bankgeschäftsaktiva und Finanzanlagen

Hierzu gehören Schatzwechsel, mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere, Terminguthaben und Kredite an Banken sowie Staats- und andere Wertpapiere. Die Bankgeschäftsaktiva kommen durch die Wiederanlage von Kundeneinlagen zustande. Die Finanzanlagen sind die Währungsanlagen, die durch Eigenkapital der Bank gedeckt sind.

Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere („Reverse Repos“) sind Transaktionen, bei denen die Bank eine Termineinlage bei einer Gegenpartei tätigt, die eine Sicherheit in Form von Wertpapieren stellt. Der Zinssatz für die Einlage wird zu Beginn der Transaktion festgelegt, und es besteht die unwiderrufliche Verpflichtung, die Sicherheit bei Rückzahlung der Einlage zurückzugeben. Während der Laufzeit des Geschäfts wird der Marktwert der Sicherheit

überwacht; gegebenenfalls wird als Schutz gegen das Kreditrisiko eine Aufstockung der Sicherheit verlangt.

Terminguthaben und Kredite an Banken sind Anlagen bei Zentralbanken, internationalen Organisationen und Geschäftsbanken; sie schließen befristete Kredite, Kündigungskonten und Darlehen an Zentralbanken und internationale Organisationen im Rahmen von Standby-Fazilitäten (mit oder ohne feste Zusage) ein.

Staats- und andere Wertpapiere sind Anlagen bei Zentralbanken, internationalen Organisationen und Geschäftsbanken in Form von fest und variabel verzinslichen Anleihen sowie forderungsunterlegten Wertpapieren.

In der nachstehenden Tabelle werden die Bestände der Bank an Bankgeschäftsaktiva und Finanzanlagen aufgeschlüsselt.

Die Finanzanlagen der Bank werden zum Marktwert bilanziert. Der Betrag, um den der Marktwert die historischen Anschaffungskosten übersteigt, wird in der Wertpapierbewertungsreserve verbucht (in der Bilanz unter „Sonstige Eigenkapitalposten“), und realisierte Gewinne oder Verluste aus der Veräußerung von Finanzanlagen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Der Anfangsstand der Wertpapierbewertungsreserve am 1. April 2003 betrug

Mio. SZR	2004			2003		
	Bank-geschäft	Finanz-anlagen	Insgesamt	Bank-geschäft	Finanz-anlagen	Insgesamt
<b>Schatzwechsel</b>	<b>30 240,7</b>	–	<b>30 240,7</b>	20 724,5	–	20 724,5
<b>Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere</b>	<b>20 609,7</b>	<b>1 225,5</b>	<b>21 835,2</b>	12 181,8	73,2	12 255,0
<b>Terminguthaben und Kredite an Banken</b>						
Kredite	–	–	–	387,6	–	387,6
Auf Termin	65 515,0	–	65 515,0	53 562,9	–	53 562,9
Kündigungskonten	2 640,6	6,8	2 647,4	4 767,2	10,5	4 777,7
	<b>68 155,6</b>	<b>6,8</b>	<b>68 162,4</b>	58 717,7	10,5	58 728,2
<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>						
Staatspapiere	3 853,5	4 978,4	8 831,9	8 630,7	4 612,4	13 243,1
Finanzinstitute	15 508,2	1 221,8	16 730,0	14 299,3	1 189,6	15 488,9
Sonstige (einschl. öffentlicher Sektor)	6 584,3	1 336,9	7 921,2	8 391,5	1 609,1	10 000,6
	<b>25 946,0</b>	<b>7 537,1</b>	<b>33 483,1</b>	31 321,5	7 411,1	38 732,6
<b>Bankgeschäftsaktiva und Finanzanlagen insgesamt</b>	<b>144 952,0</b>	<b>8 769,4</b>	<b>153 721,4</b>	122 945,5	7 494,8	130 440,3

31. März 2004	Marktwert der Aktiva	Historische Anschaffungskosten	Wertpapierbewertungsreserve	Bruttogewinne	Bruttoverluste
Mio. SZR					
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	1 225,5	1 225,5	–	–	–
Terminguthaben und Kredite an Banken	6,8	6,8	–	–	–
Staats- und andere Wertpapiere	7 537,1	7 358,6	178,5	193,0	(14,5)
<b>Insgesamt</b>	<b>8 769,4</b>	<b>8 590,9</b>	<b>178,5</b>	<b>193,0</b>	<b>(14,5)</b>

SZR 337,2 Mio. Die Reserve verringerte sich während des am 31. März 2004 abgeschlossenen Geschäftsjahres um SZR 158,7 Mio. auf SZR 178,5 Mio. am 31. März 2004.

Die vorstehende und die nachstehende Tabelle schlüsseln den Stand der Wertpapierbewertungsreserve am 31. März 2004 bzw. am 31. März 2003 auf.

31. März 2003	Marktwert der Aktiva	Historische Anschaffungskosten	Wertpapierbewertungsreserve	Bruttogewinne	Bruttoverluste
<i>Mio. SZR</i>					
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	73,2	73,2	–	–	–
Terminguthaben und Kredite an Banken	10,5	10,5	–	–	–
Staats- und andere Wertpapiere	7 411,1	7 073,9	337,2	337,6	(0,4)
<b>Insgesamt</b>	<b>7 494,8</b>	<b>7 157,6</b>	<b>337,2</b>	<b>337,6</b>	<b>(0,4)</b>

## 6. Derivative Finanzinstrumente

<i>Mio. SZR</i>	2004			2003		
	Nominalwert	Marktwert		Nominalwert	Marktwert	
		Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva
Anleihefutures	212,7	0,0	(0,0)	211,4	0,1	(0,8)
Anleiheoptionen	388,4	0,1	(0,0)	562,4	1,4	(0,7)
Devisenoptionen (An- und Verkauf)	16,6	0,0	(0,0)	327,2	1,7	(1,7)
Devisenswaps	37 990,0	53,7	(750,1)	51 717,0	159,1	(202,8)
Forward Rate Agreements	17 623,0	4,7	(5,0)	26 437,5	8,6	(9,1)
Swaptions	1 589,4	0,0	(25,0)	–	–	–
Währungsterminkontrakte	2 209,5	17,7	(5,6)	824,6	2,3	(8,0)
Zinsfutures	42 143,9	0,4	(0,4)	18 511,9	1,3	(0,4)
Zinsswaps	85 894,0	3 003,1	(1 099,1)	125 018,0	3 723,3	(1 219,5)
Zins-/Währungsswaps	11 388,0	241,4	(2 454,5)	10 638,0	68,3	(1 791,1)
<b>Derivative Finanzinstrumente insgesamt</b>	<b>199 455,5</b>	<b>3 321,1</b>	<b>(4 339,7)</b>	<b>234 248,0</b>	<b>3 966,1</b>	<b>(3 234,1)</b>

Die Bank verwendet für Sicherungs- und Handelszwecke folgende derivative Instrumente:

*Währungsterminkontrakte* sind Verpflichtungen, an einem künftigen Datum Fremdwährungen zu kaufen. Darin eingeschlossen sind noch nicht belieferte Kassageschäfte.

*Fremdwährungs-, Zins- und Anleihefutures* sind vertragliche Verpflichtungen, einen Nettobetrag, basierend auf Veränderungen von Wechselkursen, Zinssätzen oder Anleihekursen, an einem künftigen Datum zu einem festgelegten Preis, der an einem organisierten Markt zustande kam, entgegenzunehmen bzw. zu zahlen. Futures-Kontrakte werden durch flüssige Mittel oder marktfähige Wertpapiere besichert, und Wertveränderungen des Kontrakts werden täglich mit der Börse abgerechnet.

*Forward Rate Agreements* sind einzeln ausgehandelte Zinsterminkontrakte, bei denen an einem künftigen Datum die Differenz zwischen einem vertraglich vereinbarten Zinssatz und dem geltenden Marktzinssatz in bar gezahlt wird.

*Devisenswaps, Zins-/Währungsswaps und Zinsswaps* sind Verpflichtungen zum Austausch einer Art von Zahlungsströmen gegen eine andere. Swapgeschäfte beinhalten einen wirtschaftlichen Tausch von Währungen oder Zinssätzen (z.B. ein fester Zins gegen einen variablen) oder einer Kombination von Zinssätzen und Währungen (Zins-/Währungsswaps). Außer bei bestimmten Devisenswaps und Zins-/Währungsswaps findet kein Austausch von Kapitalbeträgen statt.

*Devisen- und Anleiheoptionen* sind vertragliche Vereinbarungen, in denen der Verkäufer dem Käufer gegen Zah-

lung einer Prämie das Recht einräumt, jedoch ohne ihn zu verpflichten, an einem oder bis zu einem vereinbarten Datum einen festgelegten Betrag einer Fremdwährung oder eine Anleihe zu einem fixen Preis zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option).

*Swaptions* sind Optionen, bei denen der Verkäufer dem Käufer das Recht einräumt, jedoch ohne ihn zu verpflichten, an einem oder bis zu einem bestimmten Datum einen Devisen- oder Zinsswap zu einem festgelegten Preis abzuschließen.

In der oben stehenden Tabelle wird der Marktwert der derivativen Finanzinstrumente aufgeschlüsselt.

## 7. Kurzfristige Forderungen

<i>Mio. SZR</i>	2004	2003
Finanzgeschäfte vor Abwicklung	1 598,0	3 143,1
Sonstige Forderungen	11,6	30,8
<b>Kurzfristige Forderungen insgesamt</b>	<b>1 609,6</b>	<b>3 173,9</b>

Bei den Finanzgeschäften vor Abwicklung handelt es sich um kurzfristige Forderungen (Fälligkeit in der Regel höchstens drei Tage), bei denen das Geschäft schon ausgeführt, jedoch noch kein Geld überwiesen wurde. Dazu gehören Vermögenswerte, die verkauft, und Schulden, die begeben wurden.

## 8. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

Mio. SZR				2004	2003
	Grundstücke	Gebäude	Geschäfts- ausstattung	Insgesamt	Insgesamt
Historische Anschaffungskosten					
Anfangsstand am 1. April	41,2	185,1	79,4	305,7	298,0
Investitionen	–	–	10,5	10,5	8,4
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(1,8)	(1,8)	(0,7)
<b>Stand am 31. März</b>	<b>41,2</b>	<b>185,1</b>	<b>88,1</b>	<b>314,4</b>	<b>305,7</b>
Abschreibungen					
Kumulierte Abschreibungen am 1. April	–	61,2	48,1	109,3	95,3
Abschreibungen	–	7,1	9,8	16,9	14,7
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(1,8)	(1,8)	(0,7)
<b>Stand am 31. März</b>	<b>–</b>	<b>68,3</b>	<b>56,1</b>	<b>124,4</b>	<b>109,3</b>
<b>Nettobuchwert am 31. März</b>	<b>41,2</b>	<b>116,8</b>	<b>32,0</b>	<b>190,0</b>	<b>196,4</b>

Der Abschreibungsbedarf für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr umfasste eine zusätzliche Abschreibung von SZR 3,3 Mio. nach einer Überprüfung der Grundstücke und Gebäude der Bank auf Wertminderungen.

## 9. Währungseinlagen

Währungseinlagen sind Buchforderungen gegenüber der Bank; sie sind in der unten stehenden Tabelle aufgegliedert.

Mio. SZR	2004	2003
<b>Mit 1-2 Tagen Kündigung rückzahlbare Einlageninstrumente</b>		
Medium-Term Instruments (MTI)	41 198,8	41 744,4
FIXBIS	35 212,5	31 681,8
	<b>76 411,3</b>	<b>73 426,2</b>
<b>Sonstige Währungseinlagen</b>		
Sonstige Einlageninstrumente (FRIBIS)	6 200,2	6 063,0
Sichtkonten, Kündigungskonten und Termineinlagen	50 541,0	43 029,8
	<b>56 741,2</b>	<b>49 092,8</b>
<b>Währungseinlagen insgesamt</b>	<b>133 152,5</b>	<b>122 519,0</b>

Bei bestimmten Einlageninstrumenten hat sich die Bank verpflichtet, sie mit einer Kündigungsfrist von einem oder zwei Geschäftstagen ganz oder teilweise – zum Marktwert – zurückzuzahlen. Die dabei entstehenden Gewinne bzw. Verluste werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Bewertungsänderungen netto“ ausgewiesen.

Die Währungseinlagen (mit Ausnahme der Sicht- und Kündigungskonten) werden zum Marktwert bilanziert. Dieser Wert weicht von dem Betrag ab, den die Bank dem Inhaber der Einlage gemäß vertraglicher Verpflichtung bei Fälligkeit zahlen muss und der sich für die Währungseinlagen insgesamt, zuzüglich aufgelaufener Zinsen bis zum 31. März 2004, auf SZR 128 682,8 Mio. (31. März 2003: SZR 120 913,1 Mio.) beläuft.

## 10. Goldeinlagen (Passiva)

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken.

## 11. Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere

Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere („Repo-Geschäfte“) sind Transaktionen, bei denen die Bank eine Termineinlage von einer Gegenpartei entgegennimmt und ihr eine Sicherheit in Form von Wertpapieren stellt. Der Zinssatz für die Einlage wird zu Beginn der Transaktion festgelegt, und es besteht die unwiderrufliche Verpflichtung zur Rückzahlung der Einlage gegen Rückgabe der Wertpapiere. Diese Einlagen stammen ausschließlich von Geschäftsbanken.

## 12. Kurzfristige Verbindlichkeiten

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten bestehen aus Finanzgeschäften vor Abwicklung, d.h. kurzfristigen Verbindlichkeiten (Fälligkeit in der Regel höchstens drei Tage), bei denen das Geschäft schon ausgeführt, jedoch noch kein Geld überwiesen wurde. Dazu gehören angekaufte Vermögenswerte und zurückgekauft Schulden.

## 13. Sonstige Passiva

Mio. SZR	2004	2003
Vorsorgeverpflichtungen – Anmerkung 17		
Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder	4,0	4,0
Kranken- und Unfallversicherung	111,2	97,1
Zahlbar an ehemalige Aktionäre	14,5	208,9
Sonstige	14,7	288,9
<b>Sonstige Passiva insgesamt</b>	<b>144,4</b>	<b>598,9</b>

## 14. Aktienkapital

Die außerordentliche Generalversammlung vom 10. März 2003 änderte die Statuten der Bank dahingehend, dass mit Wirkung vom 1. April 2003 die Denomination des Aktienkapitals der Bank von Goldfranken in SZR umgewandelt und der Nominalwert der einzelnen Aktien entsprechend angepasst wurde. Damit der Nominalwert je Aktie auf einen runden Betrag lautet, wurde der exakte Umrechnungswert von SZR 5 696 am 31. März 2003 auf SZR 5 000 abgerundet (eingezahlt zu 25%). Der dabei entstehende Überschuss von SZR 92,1 Mio. beim eingezahlten Aktienkapital wurde auf den Freien Reservefonds übertragen (Anmerkung 31). Der Gesamtbetrag des Kapitals und der Reserven der Bank blieb dabei unverändert.

Das Aktienkapital der Bank setzte sich wie folgt zusammen:

	2004	2003
	Mio. SZR	Mio. GFr.
Genehmigtes Kapital: 600 000 Aktien im Nominalwert von je SZR 5 000 (2003: GFr. 2 500)	3 000,0	1 500,0
Begebenes Kapital: 547 125 Aktien (2003: 529 125)	2 735,6	1 322,8
<b>Eingezahltes Kapital (25%)</b>	<b>683,9</b>	<b>330,7</b>

In dem am 31. März 2004 abgeschlossenen Geschäftsjahr gab die Bank je 3 000 Aktien an die Zentralbanken von Algerien, Chile, Indonesien, Israel, Neuseeland und den Philippinen aus. Damit erweiterte sich der Kreis der Aktionärszentralbanken auf 56 (31. März 2003: 50).

Dividendenberechtigte Aktien:

	2004	2003
Begebene Aktien	547 125	529 125
Abzüglich: Eigene Aktien		
Aktienrücknahme in dem am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahr	(74 952)	(74 952)
Sonstige	(2 100)	(2 100)
<b>Umlaufende dividendenberechtigte Aktien</b>	<b>470 073</b>	<b>452 073</b>
Davon:		
Volle Dividende	452 073	452 073
Neue Aktien mit anteiliger Dividende ab Zeichnungsdatum	18 000	–

## 15. Rücknahme von Aktien

Die außerordentliche Generalversammlung vom 8. Januar 2001 änderte die Statuten der Bank dahingehend, dass die Möglichkeit, BIZ-Aktien zu halten, ausschließlich auf Zentralbanken beschränkt ist. Dementsprechend wurden von Privataktionären (d.h. nicht Zentralbanken) 72 648 Aktien obligatorisch zurückgenommen, deren Stimmrechte bei den Zentralbanken Belgiens, Frankreichs bzw. der USA liegen. Dafür wurde eine Entschädigung von 16 000 Schweizer Franken je Aktie gezahlt. Gleichzeitig nahm die Bank 2 304 Aktien dieser drei Ausgaben von anderen Zentralbanken zurück. Die Bank hält diese Aktien als eigene Aktien und wird sie zu gegebener Zeit nach vom Ver-

waltungsrat festzulegenden Modalitäten unter ihren bestehenden Aktionärszentralbanken aufteilen.

Drei ehemalige Privataktionäre äusseren ihre Unzufriedenheit über die Höhe der Entschädigung, die die Bank ihnen im Zusammenhang mit der obligatorischen Aktienrücknahme gezahlt hat, und erhoben Klage vor dem Schiedsgericht in Den Haag. Dieses Verfahren wurde mit dem endgültigen Urteil des Schiedsgerichts vom 19. September 2003 abgeschlossen, das eine zusätzliche Entschädigung von CHF 7 977,56 je Aktie verfügte. Die Bank wandte die Entscheidung auf alle ehemaligen Aktionäre an; die Kosten der Rücknahme der insgesamt 74 952 Aktien erhöhten sich damit um SZR 153,8 Mio., wie folgt:

Mio. SZR	2004
Zulasten eigener Aktien	
Zusätzliche Entschädigung über die Höhe der Rückstellung hinaus	113,5
Zulasten Gewinn- und Verlustrechnung	
Zusätzliche Zinsen über die Höhe der Rückstellung hinaus	32,9
Währungsumrechnungsverlust	7,4
<b>Insgesamt</b>	<b>153,8</b>

## 16. Ergebnis je Aktie

	2004	2003
Reingewinn für das Geschäftsjahr (Mio. SZR)	536,1	592,8
Gewichteter Durchschnitt dividendenberechtigter Aktien	462 114	452 073
<b>Ergebnis je Aktie – (SZR je Aktie)</b>	<b>1 160</b>	<b>1 311</b>

Für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr wird eine Dividende von SZR 225 je Aktie vorgeschlagen (2003: CHF 400, entsprechend SZR 214,8).

## 17. Vorsorgeverpflichtungen

### A. Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder

Die Bank führt einen leistungsorientierten Pensionsplan ohne Fondsvermögen für ihre Verwaltungsratsmitglieder, die nach einer Amtszeit von mindestens vier Jahren anspruchsberechtigt sind. Diese Rechnung verzeichnete während des Jahres folgende Bewegungen:

Mio. SZR	2004	2003
Anfangsschuld	4,0	3,6
Gezahlte Beiträge	(0,3)	(0,2)
Verbucht in Gewinn- und Verlustrechnung	0,4	0,3
Umrechnungsdifferenzen	(0,1)	0,3
<b>Schlusschuld – Anmerkung 13</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>

### B. Pensionssystem des Personals

Die Bank betreibt für ihr Personal ein leistungsorientiertes Pensionssystem, dessen Leistungen auf dem zuletzt

bezogenen Gehalt basieren. Das Pensionssystem beruht auf einem Fonds, der mit einem Treuhandfonds vergleichbar ist, da er keine eigene Rechtspersönlichkeit hat. Seine Aktiva werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem System angeschlossen sind. Der Fonds wird von unabhängigen Aktuarien jährlich neu bewertet, zuletzt am 30. September 2003.

Mio. SZR	2004	2003
Barwert der gedeckten Verpflichtungen	527,8	511,3
Marktwert des Fondsvermögens	(525,4)	(480,9)
	2,4	30,4
Nicht erfasste versicherungsmathematische Gewinne/(Verluste)	(2,4)	(30,4)
<b>Schuld</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Folgende Bewegungen wurden während des Geschäftsjahres verzeichnet:

Mio. SZR	2004	2003
Anfangs(forderung)/-schuld	-	-
Gezahlte Beiträge	(14,5)	(30,1)
Verbucht in Gewinn- und Verlustrechnung	14,5	30,1
<b>Schluss(forderung)/-schuld</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

In diesen Berechnungen wurden vor allem folgende versicherungsmathematischen Annahmen verwendet:

	2004	2003
Diskontierungssatz – Marktzinssatz schweizerischer Unternehmensanleihen mit hohem Rating	3,5%	3,5%
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	5,0%	5,0%

### C. Leistungen bei Krankheit und Unfall

Bei einer Dienstzeit von mindestens 10 Jahren erbringt die Bank ferner Leistungen zur Deckung der Kosten von Krankheit und Unfall im Ruhestand; diese Leistungen sind nicht durch ein Fondsvermögen gedeckt. Die Methodik für die Ermittlung der Kosten und Verpflichtungen aus diesem System und die für die Berechnung der Leistungen verwendeten versicherungsmathematischen Annahmen sind dieselben wie beim Pensionssystem; es wird lediglich zusätzlich die Annahme eines langfristigen Kostenanstiegs im Gesundheitswesen von 5% p.a. verwendet.

Folgende Bewegungen wurden während des Geschäftsjahres verzeichnet:

Mio. SZR	2004	2003
Anfangsschuld	97,1	81,6
Gezahlte Beiträge	(1,2)	(3,4)
Verbucht in Gewinn- und Verlustrechnung	16,4	8,6
Umrechnungsdifferenzen	(1,1)	10,3
<b>Schlusschuld – Anmerkung 13</b>	<b>111,2</b>	<b>97,1</b>
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust	18,1	22,9
Barwert der Verpflichtung	129,3	120,0

## 18. Zinsertrag

Mio. SZR	2004	2003
<b>Zinsen auf Finanzanlagen</b>		
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	9,9	17,8
Terminguthaben und Kredite an Banken	25,4	29,1
Staats- und andere Wertpapiere	269,8	317,9
	<b>305,1</b>	<b>364,8</b>
<b>Zinsen auf Bankgeschäftsaktiva</b>		
Schatzwechsel	233,4	217,5
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	104,3	103,5
Terminguthaben und Kredite an Banken	1 106,7	1 567,1
Staats- und andere Wertpapiere	721,6	838,0
	<b>2 166,0</b>	<b>2 726,1</b>
<b>Zinsen auf derivative Finanzinstrumente</b>	<b>1 022,3</b>	<b>1 043,8</b>
<b>Sonstige Zinsen</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Zinsertrag insgesamt</b>	<b>3 493,9</b>	<b>4 135,2</b>

## 19. Zinsaufwand

Mio. SZR	2004	2003
Zinsen auf Goldeinlagen	7,0	11,3
Zinsen auf Währungseinlagen	2 665,7	3 201,7
Zinsen auf mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	8,4	15,9
<b>Zinsaufwand insgesamt</b>	<b>2 681,1</b>	<b>3 228,9</b>

## 20. Bewertungsänderungen netto

Mio. SZR	2004	2003
Nicht realisierte Wertänderungen finanzieller Vermögenswerte im Bankgeschäft	(98,9)	439,5
Realisierte Gewinne/(Verluste) auf finanzielle Vermögenswerte im Bankgeschäft	32,1	31,7
Nicht realisierte Wertänderungen finanzieller Verbindlichkeiten	583,8	(1 341,8)
Realisierte Gewinne/(Verluste) auf finanzielle Verbindlichkeiten	(327,1)	(418,5)
Wertänderungen von derivativen Finanzinstrumenten	(448,6)	974,8
<b>Bewertungsänderungen netto</b>	<b>(258,7)</b>	<b>(314,3)</b>

## 21. Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen

Mio. SZR	2004	2003
Ertrag aus Gebühren und Provisionen	5,8	6,0
Aufwand aus Gebühren und Provisionen	(4,4)	(4,3)
<b>Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>

## 22. Nettodevisengewinne

Die Nettodevisengewinne umfassen Transaktions- und Umrechnungsgewinne.

## 23. Geschäftsaufwand

In der nachfolgenden Tabelle wird der Geschäftsaufwand der Bank in Schweizer Franken (CHF) – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – aufgliedert.

Mio. CHF	2004	2003
<b>Verwaltungsrat</b>		
Honorare	1,6	1,5
Renten	0,6	0,6
Reisen, auswärtige Sitzungen und sonstige Ausgaben	1,5	1,3
	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Direktion und Personal</b>		
Vergütung	96,1	96,3
Renten	30,2	62,9
Sonstiger Personalaufwand	44,4	22,9
	<b>170,7</b>	<b>182,1</b>
<b>Sachaufwand</b>	<b>62,1</b>	<b>62,0</b>
<b>Verwaltungskosten in Mio. CHF</b>	<b>236,5</b>	<b>247,5</b>
Verwaltungskosten in Mio. SZR	125,6	127,6
Abschreibungen in Mio. SZR	16,9	14,7
<b>Geschäftsaufwand in Mio. SZR</b>	<b>142,5</b>	<b>142,3</b>

Die Rentenaufwendungen in dem am 31. März 2003 abgeschlossenen Geschäftsjahr umfassen u.a. einen außerordentlichen Beitrag von CHF 33,9 Mio. zum Pensionsfonds für das Personal der Bank. Der Sonstige Personalaufwand erhöhte sich in dem am 31. März 2004 abgeschlossenen Geschäftsjahr vor allem wegen des Anstiegs der Kosten für die Kranken- und Unfallversicherung, die in Anmerkung 17 in SZR dargestellt sind.

Die durchschnittliche Zahl Beschäftigter, in Vollzeitstellen umgerechnet, betrug in dem am 31. März 2004 abgeschlossenen Geschäftsjahr 509 (2003: 493).

## 24. Nettogewinne auf Veräußerungen von Anlagepapieren

Mio. SZR	2004	2003
Realisierte Bruttogewinne	172,5	153,8
Realisierte Bruttoverluste	(18,1)	(6,8)
<b>Nettogewinne aus Anlagepapieren</b>	<b>154,4</b>	<b>147,0</b>

## 25. Steuern

Die rechtliche Stellung der Bank in der Schweiz ist im Sitzabkommen mit dem schweizerischen Bundesrat geregelt. Gemäß diesem Sitzabkommen ist die Bank in der Schweiz von praktisch allen direkten und indirekten Steuern auf Bundes-, Kantons- und Gemeindeebene befreit.

Ähnliche Abkommen bestehen mit der Regierung der Volksrepublik China hinsichtlich der Repräsentanz Asien in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und mit der mexikanischen Regierung hinsichtlich der Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent.

## 26. Wechselkurse

Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kurse und Preise, die für die Umrechnung von Fremdwährungs- und Goldpositionen in SZR verwendet wurden:

	Kassakurs am 31. März		Durchschnittskurs im abgeschlossenen Geschäftsjahr	
	2004	2003	2004	2003
USD	0,675	0,728	0,700	0,755
EUR	0,827	0,793	0,821	0,749
JPY	0,00649	0,00613	0,00620	0,00620
GBP	1,239	1,150	1,183	1,167
CHF	0,530	0,537	0,531	0,511
Gold	286,5	244,1	263,8	245,4

## 27. Außerbilanzielle Geschäfte

Treuhandgeschäfte werden im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt, d.h. ohne Rückgriff auf die Bank. Sie werden nicht in der Bilanz ausgewiesen. Dazu gehören:

Mio. SZR	2004	2003
Nominalwert der Wertpapierbestände		
In Depotverwahrung für Kunden	9 153,5	8 309,6
Gemäß Pfandbestellungsvereinbarung	2 346,2	3 556,4
Im Rahmen von Portfolio-managementmandaten	2 903,3	2 158,9
<b>Insgesamt</b>	<b>14 403,0</b>	<b>14 024,9</b>

Die im Rahmen der erwähnten Vereinbarungen gehaltenen Finanzinstrumente sind bei externen Verwahrstellen – Zentralbanken oder kommerziellen Instituten – hinterlegt.

## 28. Zusagen

Die Bank stellt eine Reihe fest zugesagter Standby-Fazilitäten für die zu ihrem Kundenkreis zählenden Zentralbanken und internationalen Organisationen bereit. Am 31. März 2004 beliefen sich die offenen Zusagen, im Rahmen dieser fest zugesagten Standby-Fazilitäten Kredit zu gewähren, auf SZR 2 867,2 Mio. (verglichen mit SZR 2 780,5 Mio. am 31. März 2003); davon waren SZR 118,2 Mio. nicht besichert (31. März 2003: SZR 150,0 Mio.).

## 29. Nahe stehende Personen

Als nahe stehende Personen definiert die Bank derzeit die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Direktion.

Die Bank bietet allen Personalmitgliedern und Verwaltungsratsmitgliedern persönliche Einlagenkonten an, deren Zinssatz vom Präsidenten der Bank festgelegt wird. Am 31. März 2004 betrug der Saldo auf den persönlichen Einlagenkonten der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Direktion SZR 7,4 Mio. (31. März 2003: SZR 7,5 Mio.).

## 30. Eigenkapital und Risikomanagement

### A. Risiken, denen die Bank ausgesetzt ist

Die Bank ist bei ihren Finanzgeschäften Risiken ausgesetzt; die wichtigsten sind:

*Kreditrisiko.* Risiko eines finanziellen Verlusts, wenn eine Gegenpartei ihre Schulden nicht termingemäß bedient. Dies ist das größte Risiko, dem die Bank ausgesetzt ist.

*Marktrisiko.* Risiko eines Rückgangs des Gesamtwerts von Aktiva und Passiva der Bank infolge von Veränderungen von Marktvariablen wie Zinssätzen, Wechselkursen und Goldpreisen.

*Liquiditätsrisiko.* Risiko, Zahlungsverpflichtungen bei Fälligkeit nicht erfüllen zu können, ohne inakzeptable Verluste zu erleiden.

*Operationelles Risiko.* Risiko, dass der Bank infolge unzulänglicher oder versagender Abläufe, Fehlern von Mitarbeitern, Systemmängeln oder externer Ereignisse finanzielle Verluste und/oder Reputationsschäden entstehen.

### B. Risikomanagement der Bank

#### Organisationsstruktur

Aufgabe der Bank ist es, als Bank für Zentralbanken zu fungieren und gleichzeitig eine angemessene Rendite zu erzielen, um ihre starke Eigenkapitalbasis zu halten. Aktiva und Passiva sind in zwei Bereichen organisiert:

*Währungs- und Goldeinlagen hauptsächlich von Zentralbanken und internationalen Organisationen sowie damit verbundene Aktiva und Derivate aus dem Bankgeschäft.*

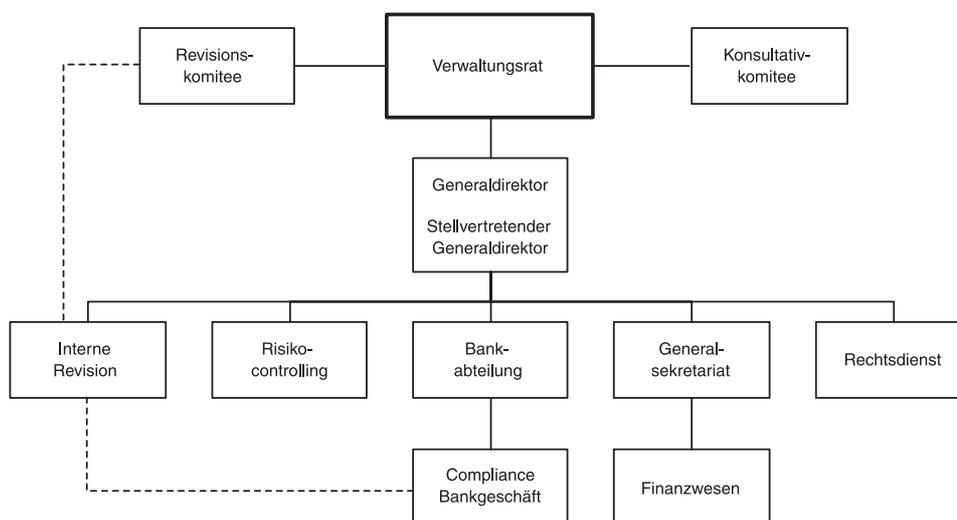
In diesem Bereich geht die Bank ein begrenztes Zinsänderungs-, Goldpreis- und Wechselkursrisiko ein.

*Aktiva, Passiva und Derivate im Zusammenhang mit als Eigenkapital definierten Anlagen.*

Die Bank hält ihr Eigenkapital größtenteils in Finanzinstrumenten, die auf die Währungen des SZR-Korbs lauten. Sie werden unter Verwendung einer Anleihen-Benchmark mit einem festen Durationsziel verwaltet. Der Rest wird in Gold gehalten.

Für ihr Risikomanagement hat die Bank die Funktion eines unabhängigen Risikocontrolling mit regelmäßigen Risikoberichten an das zuständige Management geschaffen. Die Risikomanagement-Verfahren und die Risikopolitik der Bank sind in einem ausführlichen „Risk Manual“ dokumentiert, das regelmäßig aktualisiert wird. Die Kreditlimits der Bank sind in einem zusätzlichen Handbuch dokumentiert. Für jegliche Änderung von Kreditlimits ist die Zustimmung des Managements erforderlich.

Finanzwesen, Rechtsdienst und Compliance-Stelle für das Bankgeschäft ergänzen das Risikocontrolling. Das Finanzwesen hat die Aufgabe, die Finanzausweise der Bank zu erstellen und ihre Ausgaben durch Erstellen und Überwachen des Jahresbudgets zu kontrollieren. Der Rechtsdienst bietet juristischen Rat und Unterstützung zu einem breiten Spektrum von Fragen im Zusammenhang mit der



Tätigkeit der Bank. Die Compliance-Stelle für das Bankgeschäft stellt sicher, dass sowohl bei der Durchführung der Geschäfte der Bankabteilung als auch seitens der Mitarbeitenden der Bankabteilung und des Risikocontrollings der Verhaltenskodex der Bank, spezielle Vorschriften der Bankabteilung, geltende gesetzliche Bestimmungen und die Best-Practice-Richtlinien im Finanzbereich eingehalten werden.

Die Interne Revision überprüft die bankinternen Kontrollverfahren und beurteilt, inwieweit sie mit internen Standards und Best-Practice-Richtlinien des Finanzsektors im Einklang stehen. Zur Internen Revision gehört u.a. die Überprüfung der Risikomanagement-Verfahren, der internen Kontrollsysteme, der Informationssysteme und der Führungsabläufe.

Der Stellvertretende Generaldirektor ist für das Risikocontrolling und die Interne Revision der Bank verantwortlich; die Interne Revision untersteht zudem dem Revisionskomitee. Die Organisationsstruktur dieser wichtigen Kontrollfunktionen ist aus der Grafik auf der vorhergehenden Seite ersichtlich.

### C. Risikomanagement-Verfahren

Die Bank bewertet Finanzinstrumente und misst das Risiko für ihren Reingewinn und ihr Eigenkapital mithilfe einer Reihe quantitativer Verfahren. Diese überprüft sie mit Blick auf das sich wandelnde Risikoumfeld und die Weiterentwicklung der Best-Practice-Richtlinien.

Ein zentrales Element der quantitativen Risikomanagement-Verfahren der Bank ist das ökonomische Kapital. Es ist eine Messgröße zur Schätzung des Betrags an Eigenkapital, der erforderlich ist, um potenzielle Verluste aus den an jedem beliebigen Tag bestehenden Engagements zu absorbieren. Dabei wird ein statistisches Konfidenzniveau angelegt, das dem Bestreben der Bank Rechnung trägt, ihre Bonität auf höchstem Niveau zu halten. Viele interne Limits und Meldungen der Bank beziehen sich auf das eingesetzte ökonomische Kapital. Die Bank berechnet das ökonomische Kapital, das das Kreditrisiko, das Marktrisiko und das operationelle Risiko decken soll.

Zur Berechnung des zur Unterlegung des Kreditrisikos erforderlichen ökonomischen Kapitals verwendet die Bank ein internes Modell für den Value at Risk (VaR) eines Kreditportfolios, das auf ihren Einschätzungen der folgenden Größen beruht:

- Ausfallwahrscheinlichkeit der einzelnen Gegenparteien
- Verlustkorrelationen für die einzelnen Gegenparteien
- Verlust, den die Bank bei einem Ausfall erleiden würde

Die Messgröße des für das Marktrisiko erforderlichen ökonomischen Kapitals wird aus dem VaR-Verfahren der Bank abgeleitet. Näheres hierzu s. Abschnitt I weiter unten.

Die Messgröße des für das operationelle Risiko erforderlichen ökonomischen Kapitals beruht auf einem Modell, das die entsprechenden Verlusterfahrungen der Bank und externe Verlustdaten einbezieht.

Bei der Berechnung des ökonomischen Kapitals für das Kredit-, das Markt- und das operationelle Risiko sind die wesentlichen verwendeten Annahmen ein Zeithorizont von einem Jahr und ein Konfidenzniveau von 99,995%.

### D. Angemessene Eigenkapitalausstattung

Die Bank weist eine sehr solide Eigenkapitalausstattung auf, die mithilfe des Modells für das ökonomische Kapital und des Konzepts der Basler Eigenkapitalvereinbarung vom Juli 1988 gemessen wird. Die folgende Tabelle stellt das Eigenkapital der Bank am 31. März 2004 dar.

Mio. SZR	2004
Aktienkapital	683,9
Statutarische Reserven	8 230,8
Abzüglich: Eigene Aktien	(852,6)
<b>Kernkapital</b>	<b>8 062,1</b>
Gewinn- und Verlustrechnung	536,1
Sonstige Eigenkapitalposten	1 011,8
<b>Eigenkapital insgesamt</b>	<b>9 610,0</b>

Zur Beurteilung der Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung werden nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung Quoten verwendet, bei denen das anrechenbare Kapital den risikogewichteten Aktiva gegenübergestellt wird. Die risikogewichteten Aktiva werden durch Anwendung einer Reihe von Risikogewichten (gemäß Basler Eigenkapitalvereinbarung) auf die Aktiva und die Derivate der Bank ermittelt. Die Eigenkapitalquoten der Bank sind infolge des Anteils von Staatspapieren (mit Risikogewicht null) an den Aktiva der Bank hoch. Die Kernkapitalquote der Bank betrug am 31. März 2004 34,7%.

### E. Kreditrisiko

Das Kreditrisiko umfasst folgende Risiken:

*Ausfallrisiko* – das Risiko, dass eine Gegenpartei ihren Verpflichtungen gemäß den vereinbarten Geschäftsbedingungen nicht nachkommt. Es besteht bei finanziellen Vermögenswerten und Derivaten sowie bei fest zugesagten Fazilitäten, die die Bank für Zentralbanken und internationale Organisationen bereitstellt.

*Erfüllungsrisko* – das Risiko des Scheiterns der Abwicklung oder des Clearing von Finanztransaktionen, wenn der Austausch von Zahlungsmitteln, Wertpapieren oder anderen Vermögenswerten nicht zeitgleich erfolgt.

*Transferrisiko* – das Risiko, dass eine Gegenpartei wegen eingeschränkter Zugangs zu Fremdwährungen nicht in der Lage ist, ihre Fremdwährungsverpflichtungen zu erfüllen.

### F. Ausfallrisiko

Die Bank kontrolliert ihr Ausfallrisiko auf der Ebene der Gegenpartei und auf der Portfolioebene. Die eingegangenen Risiken werden mithilfe einer Reihe von Kreditlimits für die einzelnen Gegenparteien und Länder begrenzt. Die Bank führt eine eigene detaillierte, unabhängige Kreditanalyse durch, die in der Zuteilung interner Ratings resultiert. Auf der Grundlage dieser Analyse werden die Kreditlimits festgelegt.

Das Ausfallrisiko in den Wertpapierbeständen der Bank wird durch den sehr liquiden Charakter der meisten Aktiva begrenzt. Wenn das Management der Bank zu dem Schluss kommt, dass eine Gegenpartei ein zu hohes Ausfallrisiko aufweist, werden die Wertpapiere verkauft. Das Ausfallrisiko bei außerbörslichen Derivaten wird mithilfe von Besicherungsvereinbarungen gemindert.

In den nachstehenden Tabellen werden die Kreditrisiken per 31. März 2004 nach Sektor und nach Rating dargestellt.

Risikosektor	%
Staaten	29,0
Finanzinstitute	65,0
Sonstige	6,0
	100,0

Interne Bonitätseinstufung BIZ (ausgedrückt als gleichwertiges langfristiges Rating)	%
AAA	25,1
AA	54,9
A	19,6
BBB+ und tiefer (einschl. Risiken ohne Rating)	0,4
	100,0

#### G. Erfüllungsrisiko

Die Bank minimiert das Erfüllungsrisiko durch:

- Inanspruchnahme etablierter Clearing-Zentren
- Abwicklung der Transaktionen möglichst erst dann, wenn beide Parteien ihre Verpflichtungen erfüllt haben („Lieferung gegen Zahlung“)
- Nettozahlungsausgleich bei derivativen Finanzinstrumenten, soweit möglich
- Inanspruchnahme von Korrespondenzbanken, die Zahlungen kurzfristig stoppen können
- Berechnung und Begrenzung des Erfüllungsrisikos für einzelne Gegenparteien

#### H. Transferrisiko

Die Bank nimmt die Berechnung des Transferrisikos und die entsprechende Limitfestlegung auf Länderbasis vor.

#### I. Marktrisiko

Die wichtigsten Komponenten des Marktrisikos der Bank sind das Goldpreisrisiko, das Währungsrisiko und das Zinsänderungsrisiko. Marktrisiken entstehen der Bank hauptsächlich im Zusammenhang mit der Anlage ihres Eigenkapitals. Die Bank misst das Marktrisiko auf der Basis des VaR-Verfahrens und durch Berechnung der Reagibilität gegenüber bestimmten Marktrisikofaktoren. Der VaR drückt die statistische Schätzung des höchstmöglichen Verlusts – unter Annahme eines vorgegebenen Zeithorizonts und mit einem bestimmten Konfidenzniveau – für das aktuelle Portfolio aus.

Das zur Unterlegung des Marktrisikos erforderliche ökonomische Kapital wird auf aggregierter Ebene für alle

Komponenten des Marktrisikos gemessen und gesteuert. Das Management limitiert das Gesamtmarktrisiko der Bank über die Zuweisung entsprechenden ökonomischen Kapitals.

Alle VaR-Modelle sind zwar zukunftsgerichtet, beruhen aber auf historischen Daten und hängen von der Qualität der verfügbaren Marktdaten ab. Die VaR-Limits werden durch ein System weiterer Limits und Berichtsverfahren ergänzt. Dazu gehören u.a. spezifische Stresstests und eine genaue Überwachung materieller Marktrisikopositionen.

#### J. Goldpreisrisiko

Das Goldpreisrisiko ist der potenzielle Effekt von Goldpreisänderungen auf den Marktwert von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Goldpreisrisiko hauptsächlich durch ihre eigenen Goldbestände (192 Tonnen) ausgesetzt. Dieses Gold wird in Verwahrung gehalten oder als Einlage bei Geschäftsbanken hinterlegt. Am 31. März 2004 machten die Goldbestände rund 18% des Eigenkapitals aus (31. März 2003: 17%). Die Bank kann dem Goldpreisrisiko ferner in geringem Umfang durch ihre Bankgeschäfte mit Zentral- und Geschäftsbanken ausgesetzt sein. Das Goldpreisrisiko wird im Rahmen der Berechnungen des ökonomischen Kapitals für das gesamte Marktrisiko gemessen.

#### K. Währungsrisiko

Das Währungsrisiko ist der potenzielle Effekt von Änderungen der SZR-Wechselkurse auf den Marktwert von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Währungsrisiko hauptsächlich im Zusammenhang mit der Anlage ihres Eigenkapitals ausgesetzt. Darüber hinaus geht sie bei der Verwaltung von Kundeneinlagen und in ihrer Funktion als Intermediär in Devisengeschäften zwischen Zentral- und Geschäftsbanken Währungsrisiken ein. Die Bank verringert ihre Währungsrisiken, indem sie ihr Eigenkapital in Relation zur Zusammensetzung des SZR-Korbs in die Währungen des Korbs investiert und bei den Kundeneinlagen- und Devisengeschäften nur begrenzte Risikopositionen zulässt.

Die folgende Tabelle zeigt die Währungspositionen der Bank am 31. März 2004 nach Bereinigung um ihre eigenen Goldbestände. Diese Währungspositionen betreffen hauptsächlich die Rücknahme von BIZ-Aktien in dem am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahr (Anmerkung 15).

Nettoaktiva Mio. SZR	2004
Schweizer Franken	(655,6)
US-Dollar	297,9
Euro	111,3
Yen	130,9
Pfund Sterling	57,7
Schwedische Krone	54,3
Andere Währungen	3,5

#### L. Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko ist der potenzielle Effekt von Zinsänderungen auf den Marktwert von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Zinsänderungsrisiko hauptsächlich durch

verzinsliche Aktiva im Zusammenhang mit der Anlage ihres Eigenkapitals ausgesetzt. Diese Aktiva werden mithilfe einer Anleihen-Benchmark mit einem festen Durationsziel verwaltet. Ferner ist die Bank in begrenztem Umfang einem Zinsänderungsrisiko im Zusammenhang mit der Hereinnahme und Wiederanlage von Kundeneinlagen ausgesetzt. Die Bank überwacht das Zinsänderungsrisiko genau und achtet dabei auch auf die Reagibilität der Marktwerte gegenüber Zinsänderungen. Das Marktrisiko wird mithilfe von ökonomischem Kapital, VaR und auf Stresstests basierenden Limits eingeschränkt.

### M. Liquiditätsrisiko

Die Nettoveränderungen der Währungs- und Goldeinlagen von Zentralbanken und internationalen Organisationen sind die wichtigsten Bestimmungsgrößen für die Bilanzsumme der Bank. Die Bank hat sich verpflichtet, bestimmte Währungseinlageninstrumente mit einer Kündigungsfrist von einem oder zwei Geschäftstagen zum Marktwert

zurückzunehmen. Die Bank wird so geführt, dass ein hoher Grad an Liquidität gewahrt wird, damit sie jederzeit den Bedürfnissen ihrer Kunden entsprechen kann.

Die Bank hat ein Rahmenkonzept für die Liquiditätssteuerung entwickelt, das auf einem statistischen Modell mit konservativen Annahmen hinsichtlich Mittelzuflüssen und Liquidität der Passiva beruht. Innerhalb dieses Rahmens hat der Verwaltungsrat ein Limit für die Liquiditätsquote der Bank festgelegt; danach müssen die liquiden Aktiva mindestens 100% des potenziellen Liquiditätsbedarfs der Bank betragen. Darüber hinaus werden Liquiditätsstresstests durchgeführt, bei denen extreme Abzugsszenarien angenommen werden, die weit über den geschätzten potenziellen Liquiditätsbedarf hinausgehen. Diese Stresstests definieren zusätzliche Liquiditätsanforderungen, die ebenfalls erfüllt werden müssen. Die Liquidität der Bank liegt stets deutlich über der Mindestliquiditätsquote.

Die folgenden Tabellen zeigen Aktiva und Passiva (einschl. Derivate auf Nettobasis) zu Buchwerten, gegliedert nach vertraglicher Fälligkeit.

<b>Am 31. März 2004</b>	bis 1 Monat	1–3 Monate	4–6 Monate	6–9 Monate	9–12 Monate	1–5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbe- stimmte Laufzeit	Insgesamt
<i>Mio. SZR</i>									
<b>Aktiva</b>									
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	18,9	–	–	–	–	–	–	–	18,9
Gold und Goldeinlagen	247,5	315,8	603,0	514,2	532,2	1 397,2	–	5 463,9	9 073,8
Schatzwechsel	5 903,4	15 450,9	6 615,6	908,9	1 361,9	–	–	–	30 240,7
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	21 771,1	64,1	–	–	–	–	–	–	21 835,2
Terminguthaben und Kredite an Banken	31 589,7	16 640,8	15 138,2	3 814,4	979,3	–	–	–	68 162,4
Staats- und andere Wertpapiere	1 785,5	2 948,1	3 085,9	2 164,1	1 533,6	17 661,3	4 304,6	–	33 483,1
Kurzfristige Forderungen	1 602,2	–	–	–	–	3,9	–	3,5	1 609,6
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–	–	–	190,0	190,0
<b>Insgesamt</b>	<b>62 918,3</b>	<b>35 419,7</b>	<b>25 442,7</b>	<b>7 401,6</b>	<b>4 407,0</b>	<b>19 062,4</b>	<b>4 304,6</b>	<b>5 657,4</b>	<b>164 613,7</b>
<b>Passiva</b>									
Währungseinlagen									
Mit 1–2 Tagen Kündigung rückzahlbare Einlageninstrumente	(4 798,2)	(12 072,9)	(14 572,6)	(5 828,5)	(4 015,2)	(31 727,3)	(3 396,6)	–	(76 411,3)
Sonstige Währungseinlagen	(42 269,9)	(7 438,1)	(6 374,4)	(560,3)	(98,3)	(0,2)	–	–	(56 741,2)
Goldeinlagen	(5 625,0)	(250,5)	(510,1)	(347,5)	(291,7)	(268,7)	–	–	(7 293,5)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	(1 161,2)	(64,1)	–	–	–	–	–	–	(1 225,3)
Kurzfristige Verbindlichkeiten	(12 169,4)	–	–	–	–	–	–	–	(12 169,4)
Sonstige Passiva	(26,6)	–	–	–	–	–	–	(117,8)	(144,4)
<b>Insgesamt</b>	<b>(66 050,3)</b>	<b>(19 825,6)</b>	<b>(21 457,1)</b>	<b>(6 736,3)</b>	<b>(4 405,2)</b>	<b>(31 996,2)</b>	<b>(3 396,6)</b>	<b>(117,8)</b>	<b>(153 985,1)</b>
Derivative Finanzinstrumente netto	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	–	(1 018,6)
<b>Fälligkeitsinkongruenz</b>	<b>(3 234,9)</b>	<b>15 108,3</b>	<b>3 841,0</b>	<b>668,5</b>	<b>(98,6)</b>	<b>(13 043,6)</b>	<b>829,7</b>	<b>5 539,6</b>	<b>9 610,0</b>

Am 31. März 2003	bis 1 Monat	1-3 Monate	4-6 Monate	6-9 Monate	9-12 Monate	1-5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbe- stimmte Laufzeit	Insgesamt
<i>Mio. SZR</i>									
<b>Aktiva</b>									
Kassenbestand und Sichtungsguthaben bei Banken	4 300,7	-	-	-	-	-	-	-	4 300,7
Gold und Goldeinlagen	317,8	330,8	480,7	273,9	289,4	1 315,2	-	4 534,1	7 541,9
Schatzwechsel	4 031,4	10 324,1	5 410,0	345,6	613,4	-	-	-	20 724,5
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	12 255,0	-	-	-	-	-	-	-	12 255,0
Terminguthaben und Kredite an Banken	17 174,8	16 553,4	14 615,0	7 071,4	3 281,9	31,7	-	-	58 728,2
Staats- und andere Wertpapiere	2 193,7	4 476,8	2 174,8	3 179,2	4 836,7	17 311,4	4 560,0	-	38 732,6
Kurzfristige Forderungen	3 164,8	-	-	-	-	4,4	-	4,7	3 173,9
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	-	-	-	-	-	-	-	196,4	196,4
<b>Insgesamt</b>	<b>43 438,2</b>	<b>31 685,1</b>	<b>22 680,5</b>	<b>10 870,1</b>	<b>9 021,4</b>	<b>18 662,7</b>	<b>4 560,0</b>	<b>4 735,2</b>	<b>145 653,2</b>
<b>Passiva</b>									
Währungseinlagen									
Mit 1-2 Tagen Kündigung rückzahlbare Einlageninstrumente	(5 972,5)	(8 427,6)	(8 054,3)	(6 984,9)	(6 420,8)	(35 809,2)	(1 756,9)	-	(73 426,2)
Sonstige Währungseinlagen	(30 886,4)	(8 174,8)	(7 073,0)	(1 118,3)	(1 402,7)	(437,6)	-	-	(49 092,8)
Goldeinlagen	(4 802,8)	(291,0)	(321,8)	(153,0)	(242,4)	(211,6)	-	-	(6 022,6)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	(73,2)	-	-	-	-	-	-	-	(73,2)
Kurzfristige Verbindlichkeiten	(8 242,3)	-	-	-	-	-	-	-	(8 242,3)
Sonstige Passiva	(288,9)	-	-	(207,0)	-	-	-	(103,4)	(599,3)
<b>Insgesamt</b>	<b>(50 266,1)</b>	<b>(16 893,4)</b>	<b>(15 449,1)</b>	<b>(8 463,2)</b>	<b>(8 065,9)</b>	<b>(36 458,4)</b>	<b>(1 756,9)</b>	<b>(103,4)</b>	<b>(137 456,4)</b>
Derivative Finanzinstrumente netto	10,3	116,6	(80,3)	(114,4)	(35,1)	1 061,6	(226,7)	-	732,0
<b>Fälligkeitsinkongruenz</b>	<b>(6 817,6)</b>	<b>14 908,3</b>	<b>7 151,1</b>	<b>2 292,5</b>	<b>920,4</b>	<b>(16 734,1)</b>	<b>2 576,4</b>	<b>4 631,8</b>	<b>8 928,8</b>

## N. Operationelles Risiko

Das operationelle Risiko umfasst das Risiko, dass der Bank durch die folgenden Faktoren Verluste und/oder Reputationsschäden erwachsen:

- Abläufe (eine interne Regelung oder ein Ablauf ist unzulänglich, schlecht konzipiert oder ungeeignet bzw. wird nicht richtig verstanden, umgesetzt, befolgt oder durchgesetzt)
- Personen (z.B. ungenügend Personal, Fehlen erforderlicher Kenntnisse, unzulängliche Schulung, unzulängliche Überwachung, Abgang wichtiger Mitarbeiter, Mangel an Integrität oder ethischen Maßstäben)
- Systeme (Hardware, Software-Anwendungen, Betriebssysteme oder die Infrastruktur sind schlecht konzipiert, ungeeignet, unzulänglich, nicht verfügbar, fallen aus oder funktionieren nicht wie geplant)
- externe Ereignisse (Ereignisse, die sich negativ auf die Bank auswirken, über die sie aber keine Kontrolle hat)

Risikoereignisse können zu einem Verlust führen oder dem Ruf der Bank schaden. Sie können verschiedene Ursachen

haben, wie z.B. Betrug, Informationsmanagement, Beschäftigung und Kultur, Sicherheit, Ablaufmanagement und -ausführung, Beziehungen zu Dritten und Technologie.

Die Bank handhabt das operationelle Risiko mittels interner Kontrollen, wie Regeln, Verfahren, Praktiken und Organisationsstrukturen, mit deren Hilfe hinreichend sichergestellt werden soll, dass Risikoereignisse verhindert oder zumindest möglichst frühzeitig entdeckt werden, sodass der Schaden begrenzt werden kann. Die Bank stellt für das operationelle Risiko ökonomisches Kapital auf der Basis eines statistischen Modells bereit.

## 31. Auswirkungen von Änderungen der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden

### A. Änderung der Währung des Aktienkapitals

Die Ablösung des Goldfrankens als Berichtswährung der Bank durch das SZR mit Wirkung vom 1. April 2003 erforderte eine Umwandlung der Goldfranken-Beträge, auf die das Kapital der Bank vorher lautete, in SZR. Die

außerordentliche Generalversammlung der Bank vom 10. März 2003 beschloss, den Nominalwert der Aktien der Bank vom exakten Umrechnungsbetrag (SZR 5 696 am 31. März 2003) auf SZR 5 000 abzurunden. Damit reduzierte sich das Aktienkapital der Bank zum 31. März 2003 um 12,2%, und der Überschuss von SZR 92,1 Mio. wurde vom Aktienkapital auf die Reservefonds der Bank übertragen. Für das Eigenkapital der Bank hatte diese Änderung keine Folgen. Die Anpassungen im Eigenkapital sind in Abschnitt C weiter unten dargestellt.

### **B. Umwandlung und Neuberechnung der Bilanz der Bank**

Aus der nachstehenden Tabelle geht hervor, wie die Zahlen im publizierten geprüften Goldfranken-Jahresabschluss vom 31. März 2003 in SZR umgewandelt und entsprechend

den geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden neu berechnet wurden. Die Bilanz vom 31. März 2003 zeigt die Zahlen nach Verwendung des Reingewinns des Geschäftsjahres, in denen auch die Vorjahreszuweisung von GFr. 1 639,4 Mio. an die statutarischen Reserven, die von der ordentlichen Generalversammlung von 2003 genehmigt wurde, berücksichtigt ist.

#### *Anmerkungen zur Umwandlung und Neuberechnung der Bilanz der Bank*

1. Die Zahlen in dieser Spalte entsprechen denen der publizierten geprüften Goldfranken-Bilanz vom 31. März 2003 vor Verwendung des Reingewinns.
2. Die Zahlen in dieser Spalte entsprechen den Goldfranken-Zahlen von Spalte 1, umgerechnet in SZR zum Kurs des Bilanzstichtages: SZR 1 = GFr. 0,7072146 (SZR 1 = USD 1,3730456). Der Reingewinn von GFr. 362,0 Mio. ist der statutarische Reingewinn der Bank, wie er sich aus

Spalte/Anmerkung	Bilanz	Umgerechnet in SZR	Neu- bewertungen	Neu- zuordnungen	Umstellung auf Handels- datum	Bilanz
	Mio. GFr.					Mio. SZR
	1	2	3	4	5	6
<b>Aktiva</b>						
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	3 041,5	4 300,7	–	–	–	4 300,7
Gold und Goldeinlagen	3 299,6	4 665,6	2 876,3	–	–	7 541,9
Schatzwechsel	14 027,3	19 834,6	0,5	–	889,4	20 724,5
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	5 302,2	7 497,3	–	–	4 757,7	12 255,0
Terminguthaben und Kredite an Banken	40 209,1	56 855,6	48,4	–	1 824,2	58 728,2
Staats- und andere Wertpapiere	26 791,0	37 882,4	737,5	–	112,7	38 732,6
Derivative Finanzinstrumente	–	–	3 966,1	–	–	3 966,1
Kurzfristige Forderungen	21,7	30,7	–	–	3 143,2	3 173,9
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	138,9	196,4	–	–	–	196,4
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>92 831,3</b>	<b>131 263,3</b>	<b>7 628,8</b>	–	<b>10 727,2</b>	<b>149 619,3</b>
<b>Passiva</b>						
Währungseinlagen	83 759,4	118 435,6	1 596,0	–	2 487,4	122 519,0
Goldeinlagen	2 638,4	3 730,7	2 291,9	–	–	6 022,6
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	51,8	73,2	–	–	–	73,2
Derivative Finanzinstrumente	–	–	3 234,1	–	–	3 234,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	–	–	–	–	8 242,3	8 242,3
Sonstige Passiva	960,6	1 358,4	(759,5)	–	–	598,9
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>87 410,2</b>	<b>123 597,9</b>	<b>6 362,5</b>	–	<b>10 729,7</b>	<b>140 690,1</b>
<b>Eigenkapital</b>						
Aktienkapital	330,7	467,6	285,9	(92,1)	–	661,4
Statutarische Reserven	4 947,2	6 995,3	577,2	(49,8)	–	7 522,7
Gewinn- und Verlustrechnung	362,0	511,9	66,0	–	(2,5)	575,4
Eigene Aktien	(522,7)	(739,1)	–	–	–	(739,1)
Sonstige Eigenkapitalposten	–	–	337,2	571,6	–	908,8
Währungsumrechnungskonto	303,9	429,7	–	(429,7)	–	–
<b>Eigenkapital insgesamt</b>	<b>5 421,1</b>	<b>7 665,4</b>	<b>1 266,3</b>	–	<b>(2,5)</b>	<b>8 929,2</b>
<b>Passiva und Eigenkapital insgesamt</b>	<b>92 831,3</b>	<b>131 263,3</b>	<b>7 628,8</b>	–	<b>10 727,2</b>	<b>149 619,3</b>

den früheren Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden ergibt. In der vorstehenden Tabelle ist diese Zahl zum Kurs vom 31. März 2003 in SZR umgerechnet. Die Umwandlung und Neuberechnung der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank ist in Abschnitt D weiter unten dargestellt.

3. Die Anpassungen in dieser Spalte betreffen im Wesentlichen folgende Neubewertungen:

Gold und Goldeinlagen werden zum Marktwert von SZR 244,11 (USD 335,18) je Unze am 31. März 2003 statt zum Goldfranken-Gegenwert von USD 208 bewertet.

Finanzinstrumente in Währungen werden zum Marktwert statt zu fortgeführten historischen Anschaffungskosten bewertet. Die unrealisierten Gewinne auf Anlagepapieren wurden auf die Wertpapierbewertungsreserve (unter „Sonstige Eigenkapitalposten“) übertragen.

Derivative Finanzinstrumente werden zum Bruttomarktwert bewertet statt zu fortgeführten historischen Anschaffungskosten, die als Nettowert in den Passiva enthalten waren.

4. Die Beträge in dieser Spalte umfassen:

Die Anpassung des Aktienkapitals der Bank infolge der Abrundung des Nominalwerts der Aktien vom exakten Umrechnungsbetrag (SZR 5 696) auf SZR 5 000. Der Überschuss von SZR 92,1 Mio. wurde vom Aktienkapital auf den Freien Reservefonds übertragen. Für

das Eigenkapital der Bank hatte diese Änderung keine Folgen.

Die Übertragung des Saldos des Währungsumrechnungskontos auf die Reserven infolge der Änderung der Bilanzierungsmethode der Bank für Währungsumrechnungsdifferenzen.

Die Umbuchung der Differenz aus dem höheren Marktwert der eigenen Goldbestände der Bank von SZR 244,11 (USD 335,18) je Unze und dem vorherigen Wert von USD 208 je Unze von den statutarischen Reserven zur Goldbewertungsreserve.

5. Die Zahlen in dieser Spalte beziehen sich auf die Anpassung, die sich daraus ergibt, dass Aktiva und Passiva der Bank nicht mehr auf der Basis des Valutadatums, sondern auf der Basis des Handelsdatums bilanziert werden.

6. Die Zahlen in dieser Spalte sind die endgültigen SZR-Werte der Bilanz; sie entsprechen der Summe der Zahlen in den Spalten 2 bis 5.

### C. Umwandlung und Neuberechnung der statutarischen Reserven der Bank

Aus der nachstehenden Tabelle geht hervor, wie das Eigenkapital der Bank im publizierten geprüften Goldfranken-Jahresabschluss vom 31. März 2003 (genehmigt von der ordentlichen Generalversammlung vom 30. Juni 2003) in SZR umgewandelt und entsprechend den geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden neu berechnet wurde.

Spalte/Anmerkung	Bilanz	Umgerechnet in SZR	Neu- bewertungen	Neu- zuordnungen	Bilanz
	Mio. GFr.				Mio. SZR
	1	2	3	4	5
Gesetzlicher Reservefonds	33,1	46,8	19,3	-	66,1
Allgemeiner Reservefonds	1 494,5	2 113,2	266,5	-	2 379,7
Besonderer Dividenden-Reservefonds	74,5	105,3	-	-	105,3
Freier Reservefonds	3 345,1	4 730,0	291,4	(49,8)	4 971,6
<b>Statutarische Reserven insgesamt</b>	<b>4 947,2</b>	<b>6 995,3</b>	<b>577,2</b>	<b>(49,8)</b>	<b>7 522,7</b>

#### Anmerkungen zur Umwandlung und Neuberechnung der statutarischen Reserven der Bank

- Die Zahlen in dieser Spalte entsprechen denen der publizierten geprüften Goldfranken-Bilanz vom 31. März 2003 vor Verwendung des Reingewinns.
- Die Zahlen in dieser Spalte entsprechen den Goldfranken-Zahlen von Spalte 1, umgerechnet in SZR zum Kurs des Bilanzstichtages: SZR 1 = GFr. 0,7072146 (SZR 1 = USD 1,3730456).
- Die Zahlen in dieser Spalte betreffen die Neubewertungen von Gold und Goldeinlagen (verbucht im Gesetzlichen und im Allgemeinen Reservefonds) und von Finanzinstrumenten (verbucht im Freien Reservefonds). Näheres hierzu weiter oben in Abschnitt B, Anmerkung 3 zur Neuberechnung der Bilanz.
- Der Betrag in dieser Spalte umfasst:

Die Anpassung des Aktienkapitals der Bank infolge der Abrundung des Nominalwerts der Aktien vom exakten Umrechnungsbetrag (SZR 5 696) auf SZR 5 000. Der Überschuss von SZR 92,1 Mio. wurde vom Aktienkapital auf den Freien Reservefonds übertragen.

Die Übertragung des Saldos des Währungsumrechnungskontos auf die Reserven infolge der Änderung der Bilanzierungsmethode der Bank für Währungsumrechnungsdifferenzen.

Die Umbuchung der Differenz aus dem höheren Marktwert der eigenen Goldbestände der Bank von SZR 244,11 (USD 335,18) je Unze und dem vorherigen Wert von USD 208 je Unze von den statutarischen Reserven zur Goldbewertungsreserve.

5. Die Zahlen in dieser Spalte sind die endgültigen SZR-Werte der Bilanz; sie entsprechen der Summe der Zahlen in den Spalten 2 bis 4.

#### D. Umwandlung und Neuberechnung der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank

Aus der nachstehenden Tabelle geht hervor, wie die Zahlen in der publizierten geprüften Gewinn- und Verlustrechnung in Goldfranken für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr (genehmigt von der ordentlichen General-

versammlung vom 30. Juni 2003) in SZR umgewandelt und entsprechend den geänderten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden neu berechnet wurden. Die in der unten stehenden Tabelle verwendeten Bezeichnungen für die einzelnen Posten sind der letztjährigen Gewinn- und Verlustrechnung entnommen. In der diesjährigen Gewinn- und Verlustrechnung sind die Posten neu benannt worden.

Spalte/Anmerkung	Gewinn- und Verlust- rechnung <i>Mio. GFr.</i>	Umgerechnet in SZR	Neu- bewertungen	Umstellung auf Handels- datum	Neu- zuordnung	Gewinn- und Verlust- rechnung <i>Mio. SZR</i>
	1	2	3	4	5	6
<b>Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen</b>	<b>359,2</b>	<b>525,4</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>9,4</b>	<b>598,3</b>
Abzüglich: Verwaltungskosten	(98,3)	(142,3)	-	-	-	(142,3)
<b>Betriebsgewinn</b>	<b>260,9</b>	<b>383,1</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>9,4</b>	<b>456,0</b>
Gewinn aus Verkauf von Anlagepapieren	108,2	156,4	-	-	(9,4)	147,0
Zurückgenommene Aktien – Zinsen infolge Schiedsurteil	(7,1)	(10,2)	-	-	-	(10,2)
<b>Reingewinn für das Geschäftsjahr</b>	<b>362,0</b>	<b>529,3</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	-	<b>592,8</b>
Anpassung an den Wechselkurs des Bilanzstichtages						(17,4)
<b>Saldo Gewinn- und Verlustrechnung</b>						<b>575,4</b>

#### Anmerkungen zur Umwandlung und Neuberechnung der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank

- Die Zahlen in dieser Spalte sind der publizierten geprüften Gewinn- und Verlustrechnung in Goldfranken für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr entnommen.
- Die SZR-Gegenwerte sind aus den Goldfranken-Zahlen in Spalte 1 abgeleitet, umgerechnet zum durchschnittlichen Wechselkurs des Geschäftsjahres.
- Die Anpassung in dieser Spalte entspricht der Veränderung der unrealisierten Nettogewinne infolge der Verbuchung der finanziellen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten und der derivativen Finanzinstrumente in der Gewinn- und Verlustrechnung zum Marktwert.
- Diese Zahl entspricht dem kleinen Gewinn, der dadurch entstanden ist, dass die Veränderungen des Marktwerts der Aktiva, Passiva und derivativen Instrumente der Bank auf der Basis des Handelsdatums anstelle des Valutadatums erfasst werden.
- Diese Spalte entspricht der veränderten Zuordnung von Bewertungsgewinnen auf derivativen Instrumenten nach der Einführung der neuen Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden der Bank.
- Die Zahlen in dieser Spalte sind die endgültigen SZR-Werte der Gewinn- und Verlustrechnung; sie entsprechen der Summe der Zahlen in den Spalten 2 bis 4.

#### E. Währungsumrechnungen

In der Tabelle „Veränderungen des Eigenkapitals der Bank“ auf S. 215 wird für das am 31. März 2003 abgeschlossene Geschäftsjahr ein negatives Währungsumrechnungsergebnis von SZR 275,8 Mio. ausgewiesen. Zu dieser Entwicklung kam es, weil der Anteil der Finanzanlagen der

Bank (ohne Gold und Goldeinlagen) in US-Dollar (67% am 31. März 2002) höher war als der Anteil des US-Dollars am SZR-Währungskorb (rund 46%) und der US-Dollar während des Geschäftsjahres gegenüber dem SZR rund 10% an Wert einbüßte.

Vor dem 1. April 2003 entsprach der in den einzelnen Währungen investierte Anteil der Finanzanlagen mehr oder weniger der relativen Bedeutung der wichtigsten Währungen in den internationalen Währungsreserven und Finanzgeschäften. Die Wechselkursschwankungen, die sich aus diesem passiven Risikomanagement-Verfahren für das Währungsrisiko ergaben, schlugen sich in einem Eigenkapitalkonto, dem Währungsumrechnungskonto, nieder.

Parallel zur Ablösung des Goldfrankens durch das SZR als Berichtswährung änderte die Bank ihre Grundsätze und glich die Währungszusammensetzung ihrer Finanzanlagen (ohne Gold und Goldeinlagen) an die des SZR-Korbs an. Aufgrund der Rücknahme von BIZ-Aktien in dem am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahr besteht eine vorübergehende Ausnahme von diesem Grundsatz, solange diese Aktien vom Verwaltungsrat nicht neu zugeteilt worden sind (Anmerkung 31).

Das negative Währungsumrechnungsergebnis ist daher beim Eigenkapital verbucht und nicht dem Reingewinn belastet worden, da es auf die Änderung der Berichtswährung am 1. April 2003 zurückzuführen ist und nicht das Geschäftsergebnis der Bank widerspiegelt.

#### 32. Ereignis nach dem Bilanzstichtag

Neben dem Verfahren vor dem Haager Schiedsgericht, das zum endgültigen Schiedsurteil vom 19. September 2003 führte (Anmerkung 15), hatte die Rücknahme der von Privataktionären gehaltenen BIZ-Aktien eine Klage einer

Gruppe ehemaliger Privataktionäre vor dem Handelsgericht in Paris zur Folge. Das Gericht fällte im März 2003 eine Vorentscheidung (ohne inhaltlich auf die Klage einzugehen), wonach es für die Beurteilung von Ansprüchen auf Erhöhung der Entschädigung zuständig sei. Die Bank hat vor dem Pariser Appellationsgericht Berufung gegen diese Verfahrensentscheidung eingelegt und vorgebracht, dass das Schiedsgericht in Den Haag in dieser Sache allein zuständig sei. Am 25. Februar 2004 fällte das Pariser Appellationsgericht eine Entscheidung

zugunsten der BIZ und hielt fest, das Handelsgericht in Paris sei für solche Forderungen nicht zuständig. Im April 2004 strengten einige der an der ursprünglichen Klage beteiligten ehemaligen Privataktionäre ein Verfahren vor dem französischen Kassationsgericht an, in dem sie die Aufhebung der Entscheidung des Appellationsgerichts in der Zuständigkeitsfrage anstreben. Die Bank erachtet diese Klage als unbegründet und hat dementsprechend keine gesonderte Rückstellung für diese Forderungen gebildet.

# Bericht der Buchprüfer

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

Wir haben den beiliegenden Jahresabschluss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (S. 212 bis 233) geprüft. Der Jahresabschluss setzt sich aus der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung zusammen, wie dies in den Statuten der Bank bestimmt wird, sowie aus den dazugehörigen Anmerkungen. Der Jahresabschluss ist von der Direktion der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden“ wiedergegebenen Grundsätzen 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 ist der Jahresabschluss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermittelt für das am 31. März 2004 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entspricht er den Statuten der Bank.

PricewaterhouseCoopers AG

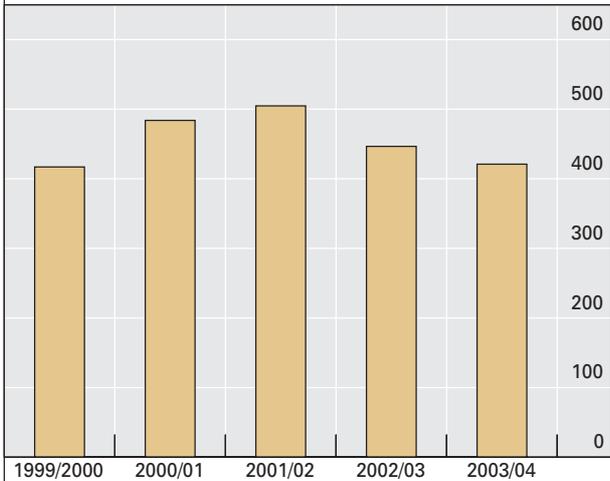
Anthony W. Travis

Albert Schönenberger

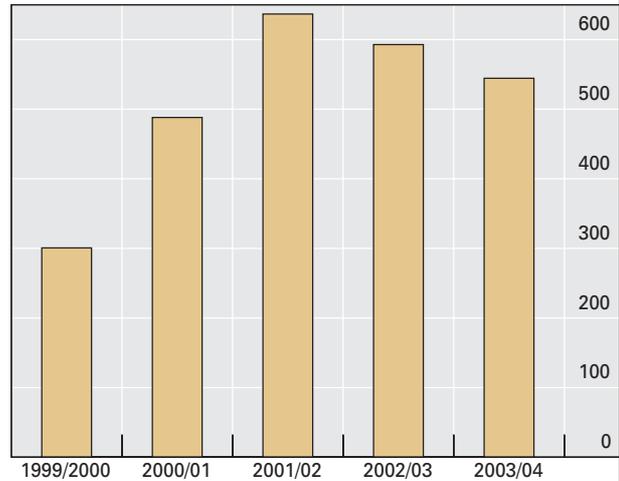
Basel, 10. Mai 2004

## 5-Jahres-Überblick

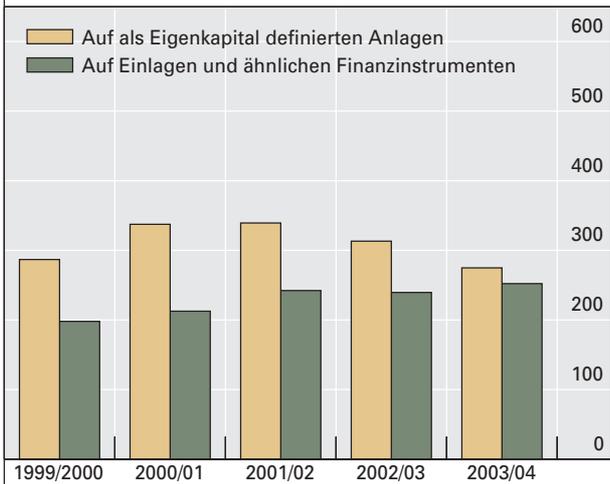
**Operativer Gewinn**  
Mio. SZR



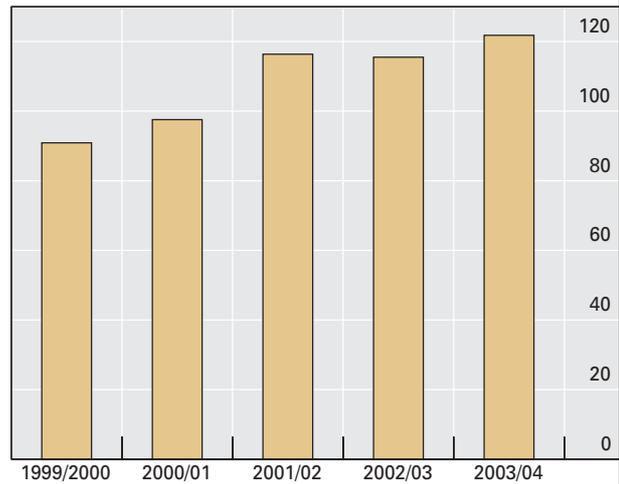
**Reingewinn**  
Mio. SZR



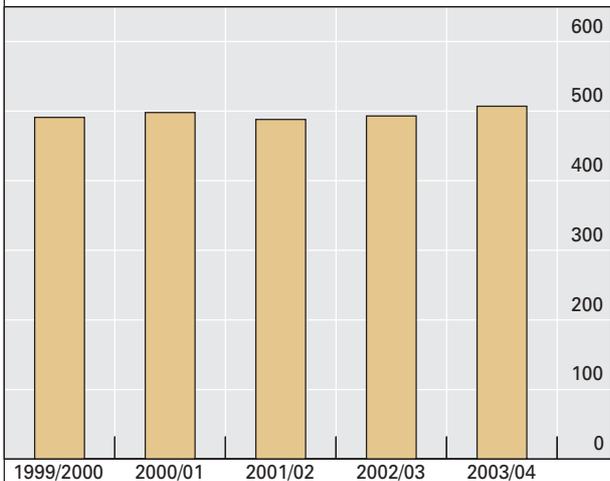
**Nettozinsertrag auf Währungsanlagen**  
Mio. SZR



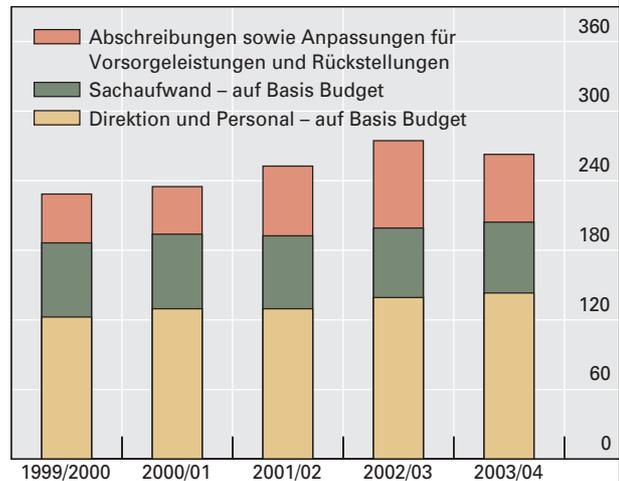
**Durchschnittliche Währungseinlagen (Basis Valutadatum, periodengerecht abgegrenzt)**  
Mrd. SZR



**Durchschnittliche Anzahl Beschäftigte**  
In Vollzeitstellen umgerechnet



**Geschäftsaufwand**  
Mio. CHF



Anmerkung: Die Finanzdaten für die Jahre vor 2002/03 beruhen auf bestmöglichen Schätzungen.

