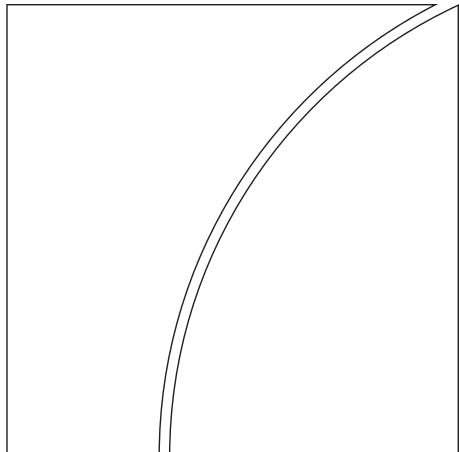




BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH



75. Jahresbericht

1. April 2004–31. März 2005

Basel, 27. Juni 2005

Veröffentlichungen sind erhältlich bei:

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

E-Mail: publications@bis.org
Fax: +41 61 280 9100 und +41 61 280 8100

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2005. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle
genannt wird.*

ISSN 1021-2485 (Druckversion)
ISSN 1682-7724 (Online)
ISBN 92-9131-359-9 (Druckversion)
ISBN 92-9197-359-9 (Online)

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

Inhalt

Vorwort	1
I. Einleitung: So weit, so gut	3
Wirtschafts- und Finanztrends in den letzten Jahrzehnten	4
Wie es dazu kam und wohin der Weg führt	7
II. Die Weltwirtschaft	13
Schwerpunkte	13
Wirtschaftswachstum	14
<i>Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft</i>	14
<i>Zunehmende Wachstumsdifferenziale</i>	16
<i>Ausblick und Risiken</i>	17
Inflation	18
<i>Niedrige und stabile Inflationsraten</i>	18
<i>Ursachen für die niedrige und stabile Inflation</i>	21
<i>Ausblick</i>	22
Leistungsbilanzen	23
<i>Zunehmende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte</i>	23
<i>Realwirtschaftliche Anpassungsmechanismen</i>	25
Spartätigkeit und Investitionen des Privatsektors	27
<i>Trends</i>	27
<i>Unternehmensbilanzen und -investitionen</i>	28
<i>Vermögenspositionen der privaten Haushalte und Ausgabeverhalten</i>	30
Fiskalpolitik	33
<i>Jüngste Entwicklungen der Haushaltsslage</i>	33
<i>Wege zur Haushaltskonsolidierung</i>	35
III. Anstehende Themen in den aufstrebenden Volkswirtschaften	38
Schwerpunkte	38
Jüngste Entwicklung	39
Hohe Rohstoffpreise: Ursachen und Wirkungen	44
Bestimmungsfaktoren für die Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks	49
<i>Geringere fiskalpolitische Anfälligkeit?</i>	51
<i>Stabilere Inflation?</i>	54
<i>Verringerte Anfälligkeit gegenüber äußeren Einflüssen?</i>	55
Sind die Bankensysteme stärker geworden?	56
<i>Risikobestimmende Faktoren im Bankensektor</i>	59
<i>Aufsichtsrechtliches Umfeld</i>	63

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern	65
Schwerpunkte	65
Entwicklungen im Einzelnen	65
<i>USA</i>	65
<i>Euro-Raum</i>	68
<i>Japan</i>	71
<i>Länder mit Inflationsziel</i>	73
Déjà-vu?	76
<i>Wiederholt sich die Geschichte?</i>	77
<i>Lehren aus der Vergangenheit</i>	82
<i>Jahrzehnte danach: ein anderes Szenario</i>	84
<i>Verlagerung der Risiken?</i>	85
V. Devisenmärkte	88
Schwerpunkte	88
Wechselkursbewegungen: die Fakten	89
Wechselkursbewegungen: Bestimmungsfaktoren	93
<i>Das US-Leistungsbilanzdefizit und der Eindruck eines potenziellen Dollarüberhangs</i>	93
<i>Zinsdifferenzen</i>	95
<i>Wechselkurspolitik in Asien</i>	97
Auswirkungen der globalen Leistungsbilanz- und Portfolioungleichgewichte	100
Problem Leistungsbilanzungleichgewichte?	102
<i>Ja</i>	102
<i>Nein</i>	104
Problem Portfolioungleichgewichte?	106
<i>Ja</i>	106
<i>Nein</i>	108
VI. Finanzmärkte	110
Schwerpunkte	110
Zinsstrukturkurven und das Rätsel der niedrigen Renditen	110
<i>Wachstumsaussichten</i>	111
<i>Gemäßigte Inflationserwartungen</i>	113
<i>Niedrige Volatilitäten und Laufzeitprämien</i>	114
<i>Rentenreformen und Nachfrage nach langfristigen Anlagemöglichkeiten</i>	116
<i>Aufbau von Reserven und der „Asian bid“</i>	117
Aktienmärkte und Ölpreise	120
<i>Kräftiges Gewinnwachstum trotz enttäuschender IT-Branche</i>	120
<i>Märkte von steigenden Ölpreisen überschattet</i>	121
<i>Günstige Wirkung rückläufiger Volatilität und hoher Risikobereitschaft</i>	123
Aufschwung an den Kreditmärkten erlahmt	124
<i>Kreditqualität: Höhepunkt erreicht?</i>	125
<i>Veränderung der Risikoaversion</i>	128
<i>Kreditrisikoprämien, Ereignisrisiko und Leitzinsen</i>	130
Strukturwandel an den Kreditmärkten	131
<i>Volkswirtschaftlicher Nutzen der Innovationen am Kreditmarkt</i>	132
<i>Wichtige Unsicherheiten</i>	134

VII. Finanzsektor	136
Schwerpunkte	136
Ertragslage des Finanzsektors	137
<i>Geschäftsbanken</i>	137
<i>Weniger Unterstützung durch öffentlichen Sektor</i>	140
<i>Versicherungsgesellschaften</i>	142
<i>Investment Banking</i>	143
<i>Hedge-Fonds</i>	144
Potenzielle Schwachstellen	146
<i>Druck auf die Bankgewinne</i>	146
<i>Immobilienmärkte</i>	147
<i>Erhöhte Dynamik des Renditestrebens</i>	150
<i>Verlagerung der Risiken auf die privaten Haushalte</i>	151
Auf dem Weg zu einer systemorientierten Aufsichtspraxis	153
<i>Institutionelle Architektur</i>	154
<i>Diagnose von Schwachstellen</i>	154
<i>Kalibrierung der aufsichtsrechtlichen Instrumente</i>	155
<i>Zukünftige Herausforderungen</i>	157
VIII. Schlussbemerkungen: Wie könnten die Ungleichgewichte behoben werden?	159
Rechtfertigen die jetzigen Ungleichgewichte ein makroökonomisches Handeln?	162
Längerfristige Konzepte für die systemweite Finanzstabilität	167
<i>Auf dem Weg zu einem nationalen Gesamtkonzept für die Finanzstabilität?</i>	167
<i>Auf dem Weg zu einem internationalen Gesamtkonzept für die Finanzstabilität?</i>	171
<hr/>	
Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit	177
Verwaltungsrat und oberste Führungsebene	207
Mitgliedszentralbanken der BIZ	210
Jahresabschluss	211
Bericht der Buchprüfer	237
5-Jahres-Überblick	238

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 2. und 10. Juni 2005 abgeschlossen.

Grafiken

II.1	Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum	14
II.2	Welthandel, Industrieproduktion und Ölpreis	15
II.3	Realzins, struktureller Haushaltssaldo und Produktionslücke	15
II.4	Unbereinigte Inflation und Kerninflation	19
II.5	Phasen steigender Rohstoffpreise und Inflation	20
II.6	Globalisierungsindikatoren	21
II.7	Phasen von US-Leistungsbilanzdefiziten	26
II.8	Preise von Vermögenswerten und Leistungsbilanz in den USA	26
II.9	Vermögen und Verschuldung des privaten Sektors	29
II.10	Gewinn- und Investitionsquote	30
II.11	Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum	32
III.1	Wirtschaftswachstum und Trend	40
III.2	Kurzfristige Realzinssätze	42
III.3	Finanzmarktbedingungen	43
III.4	Ölpreise	45
III.5	Rohstoffpreise (ohne Öl) und Terms of Trade	46
III.6	Inflation und Wachstum in Asien nach Ölpreisschocks	48
III.7	Beiträge zum BIP-Wachstum	49
III.8	Kreditvergabe an private Haushalte und Investitionen in Wohneigentum	50
III.9	Inflation	54
III.10	Inflationserwartungen und tatsächliche Inflation	55
III.11	Indikatoren im Bankensektor	57
III.12	Indikatoren für Währungskongruenzen und Kredite an Staaten	61
III.13	Indikatoren für die Ertragslage der Banken	62
IV.1	Wirtschaftsindikatoren in den USA	66
IV.2	Effektive Straffung der Geldpolitik in den USA	67
IV.3	Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum	69
IV.4	Leitzinsen und Marktentwicklungen im Euro-Raum	70
IV.5	Wirtschaftsindikatoren in Japan	71
IV.6	Quantitative Lockerung und „policy duration effect“ in Japan	72
IV.7	Inflation und Leitzins in Ländern mit Inflationsziel	74
IV.8	Dispersion der Inflationserwartungen	76
IV.9	Verbraucherpreise in historischer Perspektive	77
IV.10	Realer Leitzins und Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge in den G10	78
IV.11	Produktionslücke und Inflation in den G10	79
IV.12	Produktionslücke und Arbeitslosigkeit, 1965–76	80
IV.13	Arbeitsproduktivität und Preisentwicklung in den G10	81
IV.14	Öffentlicher Gesamthaushalt in den G10	82
IV.15	Verschuldung, Kredit und Preise von Vermögenswerten in den G10	86
V.1	Realer effektiver Wechselkurs von Dollar, Euro und Yen	89
V.2	Wechselkurse, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Euro und Yen	90

V.3	Wechselkurse anderer Industrieländer	90
V.4	Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften	91
V.5	Aktuelle reale effektive Wechselkurse in langfristiger Perspektive	92
V.6	US-Leistungsbilanzdefizit und seine Finanzierung	94
V.7	Wechselkurse und Zinsdifferenzen	95
V.8	Wechselkurs, Zinsdifferenz und Devisenmarktumsatz in Australien	96
V.9	12-Monats-Terminkurse	98
V.10	Parallelität der Wechselkursentwicklung	99
V.11	Realer effektiver US-Dollar-Wechselkurs	104
V.12	Währungsstruktur der weltweiten Reserven und Größe der Währungsblöcke	108
VI.1	Kurz- und langfristige Zinssätze	111
VI.2	Gesamtwirtschaftliche Daten	112
VI.3	Terminkurven	113
VI.4	Messgrößen für Inflationsaufschlag und Liquidität	114
VI.5	Implizite Volatilität und Laufzeitprämien bei Swaptions	115
VI.6	Ausländische Bestände an US-Schatzpapieren	117
VI.7	Einfluss ausländischer staatlicher Investitionen auf Renditen von US-Schatzpapieren	118
VI.8	Aktienkurse	120
VI.9	Gewinne und Bewertungen	121
VI.10	Ölpreise und Aktienindizes	122
VI.11	Volatilität und Risikobereitschaft an Aktienmärkten	123
VI.12	Kreditrisikoprämien	124
VI.13	Bonität von Unternehmen	125
VI.14	Finanzierung von Unternehmen	126
VI.15	Markt für Credit Default Swaps	128
VI.16	Risikoaversion an den Kreditmärkten	129
VI.17	Collateralised Debt Obligations (CDO) und Ausfallkorrelationen	132
VII.1	Marktbasierte Messgrößen des Ausfallrisikos	137
VII.2	Kurse von Bankaktien	138
VII.3	Bankensektor in Japan	140
VII.4	Versicherungsgesellschaften: Aktienbestände und Ertragslage	143
VII.5	Indikatoren für das Investmentgeschäft der Banken	144
VII.6	Größe, Wertentwicklung und Hebeleffekt bei Hedge-Fonds	145
VII.7	Öffentliche Märkte für Aktien und Schuldtitel im Immobiliensektor	147
VII.8	Preise von Wohnimmobilien im Vergleich zu Mieten	149
VII.9	Risikopreise an den Konsortialkredit- und Anleihemärkten	150
VII.10	Risikoübernahme großer Investmentbanken	151
VII.11	Bankkredite nach Sektor	152

Tabellen

II.1	Wachstum und Inflation	17
II.2	Inflation und Überwälzeffekte	20
II.3	Produktionslücke und Inflation	23
II.4	Leistungsbilanzsalden	24
II.5	Globale Trends von Ersparnis und Investitionen	28
II.6	Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuld	31
II.7	Haushaltssalden im historischen Vergleich	33
II.8	Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage	34
II.9	Mittelfristige Prognosen für die Haushaltslage	34

III.1	Wirtschaftswachstum und Inflation	38
III.2	Entwicklung der Zahlungsbilanzen	41
III.3	Bedeutung des Öls	47
III.4	Haushaltssaldo, Staatsschulden und Auslandsverschuldung	52
IV.1	Inflation und Lohnwachstum, damals und heute	84
V.1	Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent	92
V.2	Wirtschaftsdaten und Dollar/Euro-Wechselkurs	94
V.3	Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr	97
V.4	Wechselkursvolatilität und Veränderung der Reserven	100
VII.1	Rentabilität großer Banken	138
VII.2	Preise gewerblicher Immobilien und Büroleerstände	148

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.

75. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 27. Juni 2005 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2005 abgeschlossene 75. Geschäftsjahr vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt SZR 370,9 Mio., verglichen mit SZR 536,1 Mio. im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2004/05 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 204).

Der Verwaltungsrat schlägt der Generalversammlung in Anwendung von Artikel 51 der Statuten der Bank vor, SZR 114,4 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 235 je Aktie zu verwenden, zahlbar in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken. Im Vorjahr wurde eine Dividende von SZR 225 je Aktie gezahlt.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, SZR 25,7 Mio. dem Allgemeinen Reservefonds, SZR 6,0 Mio. dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von SZR 224,8 Mio. dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2004/05 den Aktionären am 1. Juli 2005 gezahlt.

Basel, 10. Juni 2005

MALCOLM D. KNIGHT
Generaldirektor

I. Einleitung: So weit, so gut

Die BIZ feiert im Jahr 2005 ihr 75-jähriges Bestehen, und da erscheint es angebracht, in diesem Jahresbericht einmal auf einen längeren Zeitraum zurückzublicken. Es hat natürlich Vorteile, in erster Linie die Ereignisse des vergangenen Geschäftsjahres der Bank zu betrachten. Nicht zuletzt sind die Fragestellungen sogar denjenigen vertraut, die nur gelegentlich die Zeitung aufschlagen. Doch es ist nicht unproblematisch, sich allein auf die jüngste Vergangenheit zu konzentrieren. Erstens finden womöglich die Auswirkungen eines strukturellen wirtschaftlichen Wandels nicht genügend Beachtung. Fundamentale, aber nur langsam fortschreitende Veränderungen entziehen sich leicht einer Analyse, die auf kurze Zeiträume ausgerichtet ist. Zweitens werden Ereignisse isoliert und nicht als dynamische Folgen weit zurückliegender Entwicklungen betrachtet. Drittens könnte kurzsichtiger wirtschaftspolitischer Rat die Lösung von heute zum Problem von morgen werden lassen. All dies zeigt, dass es sinnvoll ist, nicht nur die aktuelle weltwirtschaftliche Lage zu analysieren, sondern auch die Kräfte, die sie bisher gestaltet haben und sie weiterhin gestalten werden.

Eine Reihe von Trends haben sich im Laufe der letzten beiden Jahrzehnte fest in der Weltwirtschaft etabliert – manche waren willkommen, andere weniger. Auch die jüngsten Entwicklungen standen im Wesentlichen mit diesen Trends im Einklang. Optimisten wie Pessimisten kommentieren dies oft mit „so weit, so gut“. Die Optimisten sehen keinen Grund, warum die positiven Aspekte der langjährigen Trends nicht anhalten sollten. Die Pessimisten stellen eher strukturelle Faktoren wie binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in den Vordergrund und befürchten künftige Probleme.

In dieser Einleitung sollen zuerst diese wesentlichen Trends beschrieben und anschließend verschiedene erklärende Hypothesen aufgestellt werden. In den nächsten Kapiteln des Jahresberichts werden diese Hypothesen analysiert und voneinander differenziert; darauf aufbauend folgen die Schlussbemerkungen. Zwei wirtschaftspolitische Fragen stehen dabei im Mittelpunkt: Welche Maßnahmen sind am besten geeignet, um die vielfältigen positiven Aspekte der heutigen Wirtschafts- und Finanzlandschaft zu bewahren? Und ist längerfristig ein neues Stabilitätskonzept für das Finanzsystem vonnöten, um künftige binnengesellschaftliche und internationale Ungleichgewichte zu verhindern?

Es sei vorausgeschickt, dass jede Frage für sich weitere schwierige Fragen aufwirft. Verständlicherweise gehen die Meinungen über die gewählten Paradigmen und über die damit jeweils verbundenen Trade-offs auseinander.

Ein internationaler Konsens über die Antworten wird daher nicht leicht zu erreichen sein. Ein Blick zurück auf die langjährige Erfahrung der BIZ in der Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und zunehmend auch anderen Beteiligten sowie auf die vielen Vereinbarungen, die in der Vergangenheit unter ähnlich kontroversen Umständen zustande gekommen sind, gibt jedoch Anlass zu Optimismus.

Wirtschafts- und Finanztrends in den letzten Jahrzehnten

In den letzten rund zwanzig Jahren stechen vier Merkmale der globalen Wirtschafts- und Finanzlandschaft hervor. Erstens hat sich die Inflation weltweit begrüßenswert verringert, und zugleich hat auch ihre Volatilität abgenommen. Zweitens weist die Weltwirtschaft insgesamt ein robustes Wachstum auf, das ebenfalls mit einer niedrigeren kurzfristigen Volatilität einhergeht; die geringen Wachstumsraten in Japan und in Deutschland in jüngerer Zeit sind wichtige Ausnahmen. Drittens haben sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ausgeweitet. Viertens schließlich sind Übersteigerungen bei der Kreditvergabe, den Preisen von Vermögenswerten und den Investitionen, oft gefolgt von finanziellen Schwierigkeiten unterschiedlicher Art, häufiger geworden.

Das BIZ-Geschäftsjahr, das am 31. März 2005 endete, spiegelte diese etablierten Trends insgesamt betrachtet ebenfalls wider. Im Jahresverlauf erhöhte sich jedoch offenbar auch die Wahrscheinlichkeit einer Trendumkehr. Der Inflationsdruck schien zu steigen, obwohl das Produktionswachstum in den Industrieländern Anzeichen einer Verlangsamung zeigte. Auch die Preise vieler Finanzvermögenswerte begannen nachzugeben, nachdem sie sich anscheinend immer mehr von den Fundamentaldaten und der wachsenden Unsicherheit über die Konjunkturaussichten entfernt hatten.

Die längerfristige Betrachtung zeigt zunächst, dass die Inflation in allen Industrieländern gegenüber den Höchstständen der 1970er Jahre deutlich gesunken ist. Entsprechendes gilt für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften. Selbst in Ländern, die zuvor mit Hyperinflation zu kämpfen hatten, insbesondere in Lateinamerika, sind die Inflationsraten jetzt zu meist einstellig. In Argentinien und Brasilien wurden die Inflationserwartungen nicht einmal von Überwälzeffekten der jüngsten hohen Abwertungen wieder angeheizt, wie es früher fast immer der Fall gewesen war. Der weltweite Inflationsdruck hat sogar so weit nachgelassen, dass China, Hongkong SVR und Japan eine Zeitlang eine Deflation verzeichneten und auch die USA, Deutschland und Schweden kurzzeitig damit rechnen mussten.

Die höheren Rohstoffpreise, vor allem für Erdöl, haben sich im Berichtszeitraum in fast allen Ländern nun doch in der Produktionskette niederzuschlagen begonnen. In den USA ist außerdem die Besorgnis gewachsen, dass der Kernindex der Verbraucherpreise ebenfalls steigen und eine weitere Abwertung des Dollars einen solchen Druck noch verstärken könnte. Noch lässt sich aber nicht sagen, ob der bisherige Trend tatsächlich beendet ist.

Umfangreiche empirische Daten lassen vielmehr darauf schließen, dass Inflationsschübe in letzter Zeit wesentlich kurzlebiger geworden sind, Wechselkursschwankungen deutlich weniger auf die Inlandspreise durchschlagen und die Inflationserwartungen viel fester auf niedrigem Niveau verankert sind als früher. Hinzu kommen die jüngsten massiven Erweiterungen der Produktionskapazitäten in China und Indien, die nun in Betrieb genommen werden. Insgesamt ist daher noch keine Aussage über den künftigen Verlauf der Inflation möglich.

Ein zweiter allgemeiner Trend ist das höhere Weltwirtschaftswachstum, oftmals mit geringeren kurzfristigen Konjunkturschwankungen. In den Industrieländern sind die Aufschwungphasen länger geworden, während sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften das Wachstum kräftig beschleunigt hat. China z.B. verzeichnete in den letzten zwanzig Jahren eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 10%, und auch Indien scheint sich auf einem erheblich höheren Wachstumspfad zu befinden als noch vor zwei Jahrzehnten. Zusammengenommen haben diese beiden Länder ihren Anteil am Weltwirtschaftswachstum im Vergleich zur jüngsten Vergangenheit stark ausgeweitet. Konjunkturabschwünge hingegen sind heutzutage seltener und weniger ausgeprägt. In den USA wurde das Wachstum in den letzten rund zwanzig Jahren lediglich zweimal unterbrochen: durch die leichte Rezession 1990/91 und die noch mildere 2001/02. Allerdings erlebten alle Länder, die in den vergangenen Jahrzehnten von Finanzkrisen betroffen waren – hierauf wird weiter unten noch eingegangen –, auf dem Höhepunkt der Krise sehr wohl einen drastischen Einbruch der Wirtschaft. In Japan wurde das überaus lebhafte Wachstum der 1980er Jahre nach dem Platzen der Blase von einer viel verhalteneren Wirtschaftsentwicklung abgelöst.

Die Wachstumsraten im Berichtszeitraum stimmten mit diesen längerfristigen Trends im Großen und Ganzen überein. In vielen Industrieländern entwickelte sich die Konjunktur sehr dynamisch, weiterhin insbesondere vom Verbrauch und vom Wohneigentum angetrieben, und die Anlageinvestitionen zeigten endlich Anzeichen einer Belebung als Reaktion auf das kräftige Gewinnwachstum. Japan, Deutschland und Italien hinkten nach wie vor größtenteils hinterher, wenngleich es Anfang 2005 einige ermutigende Hinweise gab. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war die Wirtschaftsentwicklung besonders beeindruckend, auch wenn sie im Verlauf der Berichtsperiode etwas gemäßiger wurde. In China vermochten gezielte staatliche Maßnahmen und Marktmechanismen die gesamtwirtschaftliche Expansion nur leicht zu dämpfen. Hinzu kam, dass sich in einigen sehr lebhaften Wirtschaftszweigen zunächst zwar eine deutlichere Abschwächung abzuzeichnen schien, später dann aber eine rasche Erholung eintrat.

Die bisher beschriebenen Entwicklungen waren im Wesentlichen zufriedenstellend, doch es sollen auch zwei weitere, weniger willkommene, längerfristige Trends hervorgehoben werden. Der eine betrifft die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte. Seit mindestens fünfzehn Jahren steigt das US-Leistungsbilanzdefizit tendenziell an, einhergehend mit einer zunehmenden, wenn auch immer noch relativ geringen Auslandsverschuldung.

Dementsprechend verzeichnen viele Länder, nicht zuletzt die langsamer wachsenden Volkswirtschaften Deutschland und Japan, erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse. Der Berichtszeitraum bildete keine Ausnahme: Das US-Defizit stieg gemessen am BIP auf ein Rekordhoch (fast 6%), obwohl der reale effektive Außenwert des Dollars um mehr als 20% unter seinem Höchstwert von Anfang 2002 lag. Noch nie zuvor hatte ein Land, das eine Reservewährung stellt, ein so hohes Leistungsbilanzdefizit.

Die Bedenken über die künftigen Folgen dieser außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte werden durch den anderen längerfristigen Trend noch verstärkt: Das weltweite Finanzsystem scheint immer anfälliger für finanzielle Turbulenzen unterschiedlicher Natur geworden zu sein. Die Krisen in Mexiko, Asien und Russland im letzten Jahrzehnt haben gezeigt, mit welcher Wucht Schocks sowohl über liberalisierte Finanzmärkte als auch über Ländergrenzen hinweg weitergegeben werden können. Eine andere Störquelle war bisweilen die kurzfristige Preisvolatilität an den Finanzmärkten, oft im Zusammenhang mit dem plötzlichen Versiegen von zuvor noch reichlich vorhandener Liquidität (wie im Falle Long-Term Capital Management, LTCM). Etliche kleine, aber vielbeachtete Konkurse von Finanzinstituten (z.B. Drexel Burnham Lambert oder Barings) haben das Bewusstsein dafür geschärft, welche Konsequenzen es haben kann, wenn größere und komplexere Institute in Schwierigkeiten geraten. Schließlich scheinen auch die finanziellen Verluste infolge operationeller Risiken tendenziell zugenommen zu haben. Darin spiegeln sich nicht nur die zunehmende Komplexität und IT-Abhängigkeit der modernen Finanzsysteme wider, sondern auch Fragen der Unternehmensführung (z.B. Enron, Parmalat, AIG) und neuerdings die Auswirkungen von terroristischen Anschlägen (11. September 2001).

Der bemerkenswerteste Einflussfaktor im Finanzbereich waren jedoch die immer wiederkehrenden Phasen des „boom and bust“ bei Krediten, Preisen von Vermögenswerten und Investitionen. Ein erster Zyklus – der zugleich die Aktienkurse und die Immobilienpreise betraf – begann in den 1970er Jahren in den Industrieländern. Ein zweiter Zyklus fing Mitte der 1980er Jahre an und endete einige Jahre später mit dem Platzen der Blase bei den Immobilienpreisen. Die nordischen Länder, Deutschland und Japan – alle anfällig aufgrund sonstiger inländischer Probleme – waren am stärksten betroffen, doch waren auch viele andere Länder vom Überschwang mitgerissen worden. Und es scheint immer deutlicher zu werden, dass bereits seit dem Wirtschaftsaufschwung Mitte der 1990er Jahre die Boomphase eines dritten Zyklus im Gang ist. Zuerst zeigte sie sich bei den Aktienkursen, doch nach deren Einbruch Anfang 2001 verlagerte sich die Dynamik der Nachfrage auf den Markt für Wohneigentum. Ohne Überreibung lässt sich sogar sagen, dass das Preisphänomen beim Wohneigentum im letzten Jahr globale Dimensionen angenommen hat. In den meisten Industrieländern – ebenso wie in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, einschließlich Chinas und Koreas – zeigt der Markt für Wohneigentum Überhitzungserscheinungen.

In praktisch allen Fällen wurde der plötzliche Wendepunkt des Zyklus bei Krediten, Preisen von Vermögenswerten und Investitionen von weiteren

konjunkturhemmenden Umständen begleitet, die die anschließende wirtschaftliche Erholung bremsten. Die gravierendsten Beeinträchtigungen ergaben sich zumeist aus regelrechten Krisen im Bankensystem; Beispiele sind die nordischen Länder Ende der 1980er Jahre, Mexiko 1994 und eine Reihe asiatischer Länder 1997/98. Dabei waren die ökonomischen Kosten in der Regel dann am höchsten, wenn frühere umfangreiche Fremdwährungskreditaufnahmen im Ausland zu einer gemeinsamen Krise des Bankensektors und der Währung beitrugen. Glücklicherweise scheint sich die allgemeine Verfassung der Finanzsysteme in den meisten Industrieländern in den vergangenen Jahren erheblich verbessert zu haben, und dies dürfte auch für Osteuropa und Lateinamerika gelten, wo die Präsenz ausländischer Banken in den letzten rund zehn Jahren spürbar zugenommen hat. In einigen Teilen Asiens bleibt die Stabilität des Systems jedoch fraglich. Insbesondere das anhaltend kräftige Kreditwachstum in China könnte mit der Zeit durchaus eine Ausweitung notleidender Kredite mit sich bringen.

Im Übrigen gab es in den letzten Jahrzehnten auch ohne eigentliche Finanzkrisen viele Beispiele dafür, dass die Realwirtschaft beeinträchtigt wurde, weil angeschlagene Finanzinstitute die Kreditvergabe einschränkten. Gelegentlich dürften auch überbeanspruchte Unternehmensbilanzen, übermäßig verschuldete private Haushalte und ein Überhang unrentabler Investitionen die Konjunktur gebremst haben. Zu nennen sind hier vielleicht der zehn Jahre andauernde Rückgang der Unternehmensinvestitionen in Deutschland und Japan, die seit der Asien-Krise anhaltende Investitionschwäche in den meisten Ländern der Region (mit Ausnahme Chinas) und der zuletzt nur noch schleppende Verbrauch in Korea und den Niederlanden. Aus dieser historischen Perspektive ist es sinnvoll, den längerfristigen Trend zu einer höheren Verschuldung der privaten Haushalte im Auge zu behalten, der in vielen Industrieländern, insbesondere jenen mit relativ hohem Wirtschaftswachstum, auch im letzten Jahr anhielt. Das Gleiche gilt möglicherweise auch für die Bilanzen des Produktionssektors in China, sofern die Daten dort als genügend zuverlässig betrachtet werden können.

Wie es dazu kam und wohin der Weg führt

Diese allgemeinen makroökonomischen Entwicklungen in knapper Form zu erklären ist eine große analytische Herausforderung. Fest steht, dass sie sich vor dem Hintergrund von mindestens drei begrüßenswerten strukturellen Veränderungen in der Weltwirtschaft vollzogen haben. Erstens hat die wirtschaftliche Öffnung zahlreicher aufstrebender Volkswirtschaften Wettbewerbskräfte freigesetzt, die auch in den Industrieländern vieles verändert haben. Die Integration Chinas und anderer zuvor sozialistischer Staaten in die globale Marktwirtschaft ist ohne historisches Beispiel. Zweitens sind die Finanzmärkte ebenfalls liberalisiert worden und sind daher heute effizienter wie auch global ausgerichtet. Drittens haben sich die Währungsbehörden fast überall auf der Welt immer mehr darauf konzentriert, die Inflation auf ein niedriges Niveau zu senken und anschließend Preisstabilität zu wahren.

Nicht ganz klar dagegen ist, ob das Zusammenspiel dieser strukturellen Kräfte auch unwillkommene Nebenwirkungen hatte oder möglicherweise noch haben wird. Solche massiven Veränderungen müssen zumindest Fragen bezüglich der Dynamik moderner Volkswirtschaften aufwerfen und Unsicherheit über die angemessene strategische Ausrichtung hervorrufen. Hierauf wird in den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts eingegangen.

Die niedrigen und stabilen Inflationsraten sind vielleicht am einfachsten zu erklären. Mit der Erkenntnis, wie schädlich die Höhe und die Volatilität der Inflationsraten in den 1970er Jahren waren, bildete sich ein allgemeiner Konsens heraus, dass die Zentralbanken beides reduzieren sollten. Sie hatten bewundernswerten Erfolg, und ihre anschließende Verpflichtung auf Preisstabilität hat erheblich zur Gewährleistung niedriger Inflationsraten fast die ganzen letzten beiden Jahrzehnte hindurch beigetragen. Insbesondere die Erwartungen bezüglich der künftigen Inflationsentwicklung scheinen wesentlich fester verankert zu sein als zuvor, und das Lohnverhalten scheint entsprechend stabiler. Dass in aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend Strategien mit Inflationszielen verfolgt werden, beweist die Wirksamkeit der stabilitätsorientierten Geldpolitik.

Allerdings sind den Zentralbanken auch andere, nicht monetäre Kräfte zu Hilfe gekommen und haben die Rückführung der Inflation wirkungsvoll unterstützt, vor allem in den letzten rund fünfzehn Jahren. In den Industrieländern fand eine stetige (wenn auch immer noch unausgewogene) Liberalisierung der Märkte für Güter und Dienstleistungen sowie der Produktionsfaktoren statt. In einigen Ländern, insbesondere in den USA, wurde das Produktivitätswachstum auch durch den technologischen Fortschritt angetrieben, und viele andere Länder profitierten vom Technologietransfer. Die Globalisierung und das enorm gestiegene Angebot an Industrieerzeugnissen, insbesondere aus China und anderen Volkswirtschaften im Übergang, haben dazu geführt, dass die Preise von Handelsgütern seit fast einem Jahrzehnt rückläufig sind. Die zunehmende grenzüberschreitende Mobilität der Arbeitskräfte, der leichtere Zugang zu den Arbeitsmärkten und die drohende Abwanderung von Fabriken in Länder mit niedrigeren Produktionskosten übten ebenfalls Druck auf Löhne und Arbeitsbedingungen aus. Überall stehen Kosteneinsparungen im Mittelpunkt. Supermärkte, Automobilhersteller und andere Branchen, die direkt im Kontakt zu den Kunden stehen, drängen die weltweiten Anbieter kontinuierlich, mehr für weniger zu verkaufen.

In diesem Umfeld ist auch das schnellere – und weniger volatile – Wirtschaftswachstum leichter zu erklären. Ohne die mit der Inflation verbundenen Ineffizienzen ist das Trendwachstum nunmehr höher, und zyklische Schwankungen haben ebenfalls nachgelassen. Zum Teil hängt dies damit zusammen, dass sich die Geldpolitik nicht mehr gegen immer wieder neu ansteigende Inflationserwartungen stemmen muss. Da die Inflationserwartungen inzwischen fester im geldpolitischen Rahmen verankert sind, ist die Gefahr viel geringer, dass ungewollt eine Rezession ausgelöst wird. Entsprechend hat die Unsicherheit abgenommen, was teilweise erklärt, weshalb die Reaktion der langfristigen Anleiherenditen – sogar vor dem Hintergrund

steigender Leitzinsen in den USA im letzten Jahr – bemerkenswert verhalten geblieben ist.

Ein weiterer Vorteil der allgemein niedrigen Inflation ist, dass die Geldpolitik energisch eingreifen kann, wenn Wachstum und Beschäftigung zu sinken drohen. Beispiele sind die massiven weltweiten Leitzinssenkungen nach dem Kurssturz an den globalen Aktienmärkten 1987 oder die geldpolitische Reaktion auf den Einbruch an den Immobilienmärkten Ende der 1980er Jahre und auf die damit verbundenen Probleme in vielen Bankensystemen. Außerdem konnte – nach einer ausgeprägten Straffung 1994 mit nachfolgenden weiteren moderaten Leitzinserhöhungen – im Anschluss an die Asien-Krise erst einmal abgewartet werden, bevor der restriktive monetäre Kurs fortgesetzt wurde. 1998 dann, als der Aufschwung noch weiter fortgeschritten war, wurden die Leitzinsen als Reaktion auf das russische Schuldenmoratorium und die LTCM-Krise sogar zurückgenommen. Als die Aktienkurse 2001 einbrachen und sich die Weltwirtschaft deutlich abschwächte, wurden die Leitzinsen nochmals stark reduziert und werden erst seit kurzer Zeit wieder angehoben.

Doch auch der kumulative Effekt dieser geldpolitischen Reaktionen verdient Erwähnung. Der Trend der realen „Zinslücke“ (definiert als Differenz zwischen Realzinssatz und geschätztem Potenzialwachstum) in den G3 ist seit Anfang der 1990er Jahre rückläufig und seit ungefähr 1999 sogar steil abwärts gerichtet. Auch die Kredit- und breiter definierten Geldmengenaggregate wachsen in den Industrieländern seit Anfang der 1990er Jahre tendenziell deutlich rascher als die Nominaleinkommen. Die realen Leitzinssätze liegen heute trotz des weltweiten Rekordwachstums im vergangenen Jahr und sich stärker abzeichnender Kapazitätsengpässe um null. In Japan, wo sich der nominale Leitzins seit geraumer Zeit bei null befindet, hat sich durch die Geldpolitik der quantitativen Lockerung die Bilanzsumme der Bank of Japan auf den noch nie da gewesenen Höchstwert von 28% des BIP erhöht. Auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurde die Geldpolitik gelockert, was nicht zuletzt mit den weltweit zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zusammenhängt.

Den langen Aufwärtstrend des US-Leistungsbilanzdefizits zu erklären ist eine größere Herausforderung. Manche sehen das US-Leistungsbilanzdefizit im Wesentlichen als Nebenprodukt der Dollarstärke, ihrerseits hervorgerufen durch private Kapitalzuflüsse in der Erwartung, dass sich das jüngste, relativ hohe Wirtschaftswachstum in den USA fortsetzt. Da vielerorts die Beschränkungen für das Halten von Fremdwährungen immer mehr gelockert worden sind, ist außerdem die Nachfrage nach auf Dollar lautenden Wertpapieren stetig gestiegen, vor allem in Ländern mit hohen Sparquoten. Andere weisen jedoch auf den seit einem Jahrzehnt anhaltenden Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in den USA und die jüngere ausgeprägte Umkehr des US-Staatshaushalts ins Defizit hin. Im Gegensatz zum ersten Erklärungsansatz betonen sie, dass das US-Leistungsbilanzdefizit zunehmend durch ausländische staatliche Stellen statt durch den Privatsektor finanziert werde. In vielen Ländern haben die Währungsbehörden massiv interveniert, um der Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken, und

die daraus entstandenen Währungsreserven vor allem in auf Dollar lautende Wertpapiere zurückgeschleust.

Durch solche Maßnahmen wurde die Verringerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte mindestens auf zweierlei Weise behindert; eine Quantifizierung ist allerdings schwierig. Der effektive Wert des Dollars ist sicherlich höher und die langfristigen Zinssätze in den USA sind wahrscheinlich immer noch niedriger, als es sonst der Fall wäre, wobei Letzteres zu Ausgabensteigerungen im Inland geführt hat. In den intervenierenden Ländern haben die Versuche, die Währungsaufwertung einzudämmen, außerdem tendenziell zu lockeren Geld- und Kreditbedingungen geführt. In einigen Fällen, z.B. Japan und China, wo sich zeitweise das Problem einer Deflation stellte, wurden diese Effekte anfangs begrüßt. Inzwischen jedoch wird die Aufmerksamkeit stärker darauf gerichtet, wie diese Maßnahmen zum Inflationsdruck im Inland und weltweit sowie zu finanziellen Ungleichgewichten beitragen.

Dass es selbst nach der deutlichen Verringerung der Inflation immer wieder zu Instabilitäten im Finanzsektor kommt, ist ebenfalls auf verschiedene Weise interpretierbar und lässt eventuell auch an unterschiedliche geldpolitische Reaktionen denken. Eine Möglichkeit ist, dass sich die bisher aufgetretenen Probleme letztlich als vorübergehende Erscheinung erweisen werden. Es braucht einfach seine Zeit, sich auf niedrige Inflation, einen liberalisierten Finanzsektor und die jüngsten finanztechnischen Fortschritte einzustellen. Während dieser Lernphase sind folgenschwere Fehler gemacht worden, doch deren Auswirkungen und Kosten werden abnehmen. Hierfür sprechen die bemerkenswerte Verringerung der Risikoprämien an den Finanzmärkten seit etwa einem Jahr und der ebenso bemerkenswerte Rückgang der Volatilität. Bisweilen wird jedoch auch darauf hingewiesen, dass volatilere Finanzierungsbedingungen vielleicht sogar gewisse Vorteile haben: Sie könnten ein Mechanismus sein, um Schocks, die möglicherweise sonst die Realwirtschaft beeinträchtigt hätten, über die modernen Finanzsysteme störungsfrei auf diejenigen zu verteilen, die am besten in der Lage sind, sie zu absorbieren.

Eine andere Möglichkeit ist, dass solche Instabilitäten von längerer Dauer sind. Liberalisierte Finanzsysteme sind zwar effizienter als stark beschränkte, könnten aber in sich anfällig für Instabilität sein, wenn der Wettbewerbsdruck zum Eingehen übermäßiger Risiken führen sollte. Auch scheinen sie inhärent prozyklisch zu sein. Das heißt, dass sich Wert- und Risikoeinschätzungen – und Risikobereitschaft – mit der Konjunktur auf und ab bewegen. Die Kreditrisikoprämien, die Preise von Vermögenswerten, die externen und internen Ratings sowie die Verlustrückstellungen haben sich zumindest in den letzten Jahrzehnten allesamt so verhalten. Starke Finanzkräfte können dann im Konjunkturaufschwung das reale Wachstum beschleunigen, haben jedoch unter Umständen einen ebenso drastischen Bremseffekt, wenn sich der anfängliche Optimismus schließlich als ungerechtfertigt erweist.

Es ist auch nicht schwer, sich vorzustellen, dass ein lockeres monetäres Umfeld diese normalen Tendenzen des „boom and bust“ verschärfen könnte. Letztlich geht es um das Streben nach Renditen bei äußerst tiefen risikofreien

Nominalzinsen. Mittel zu sehr niedrigen Zinsen aufnehmen zu können bietet einen Anreiz für Kreditschöpfung, Carry-Trade-Aktivitäten und Hebelstrategien, die an den Finanzmärkten in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Von diesem Blickpunkt aus betrachtet muss die Tatsache, dass die Preise aller nicht monetären, „illiquiden“ Vermögenswerte (langfristigen Anleihen, Kreditinstrumenten, Wohneigentum etc.) in den vergangenen Jahren stark gestiegen und die Maße für die implizite Volatilität stark gesunken sind, nicht in erster Linie auf ein weniger risikoreiches Umfeld zurückzuführen sein, wie oben postuliert. Vielmehr könnte sich dahinter ein allgemeines Bestreben verbergen, „Illiquidität zu kaufen“ und „Liquidität zu verkaufen“, wenn eine Liquiditätsübersättigung besteht. Vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffungen in den USA seit bald einem Jahr mag diese Erklärung weniger überzeugend sein, doch in der Tat sind die Leitzinsen dort und auch überall sonst immer noch sehr niedrig.

Diese unterschiedlichen Standpunkte in Bezug auf die Strukturveränderungen im Finanzsystem werden nirgends deutlicher als in den derzeitigen Beurteilungen der Entwicklungen, die die privaten Haushalte betreffen. Manche betrachten die erweiterten Möglichkeiten der privaten Haushalte zur Kreditaufnahme, u.a. durch Beleihung des gestiegenen Vermögens aus Wohneigentum, als sehr wünschenswert. Angesichts des sich ver langsamenden Lohnwachstums in den Industrieländern und der schwachen Unternehmensinvestitionen in allen Ländern mit Ausnahme Chinas hat diese Kreditaufnahme in gewisser Weise eine intertemporale Glättung der Ausgaben ermöglicht und so dazu beigetragen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weltweit aufrechtzuerhalten. Andere hingegen konzentrieren sich vor allem auf den seit zehn Jahren andauernden Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in vielen Ländern, den steigenden Anteil des Konsums am BIP und die potenziell gefährlich hohen Schuldendienstanforderungen, wenn die Zinsen auf ein eher übliches Niveau zurückkehren. Ob die hohe Kreditaufnahme nun innerhalb einer intertemporalen Glättung der Ausgaben durch die privaten Haushalte (und einige Regierungen) stattgefunden hat oder nicht – irgendwann muss definitionsgemäß eine Rückzahlung erfolgen.

Zusammenfassend gibt es offenbar eine Reihe von Erklärungen dafür, wie die Weltwirtschaft an den jetzigen Punkt gelangt ist. Es lässt sich kaum bezweifeln, dass die günstigeren weltweiten Liquiditätsbedingungen infolge der fest verankerten niedrigen Inflation und der Liberalisierung im Finanzsektor dazu beigetragen haben, das Ausgabenniveau insgesamt aufrechtzuerhalten. Der Blick nach vorn lässt jedoch mehrere Möglichkeiten offen. Ein auch in Zukunft stetiges, inflationsfreies Wachstum ist angesichts der positiven Aspekte der oben beschriebenen grundlegenden Strukturveränderungen vielleicht immer noch am wahrscheinlichsten. Eine Garantie dafür gibt es jedoch keineswegs. Einerseits könnten die bisherigen erheblichen geldpolitischen Impulse doch noch einen regelrechten Inflationsschub auslösen. Andererseits sind die Auswirkungen der wachsenden Schuldenstände auf nationaler wie auch auf internationaler Ebene nach wie vor ungewiss. Schuldner oder Gläubiger – oder beide – könnten sich zurückziehen, wenn die Schuldenstände weiter steigen. Niedrigere Preise von Vermögenswerten und

Abwärtskorrekturen bei den Bewertungen des privaten Vermögens könnten ein solches Verhalten noch verstärken. Umgekehrt könnte die höhere Verschuldung auch ein durchaus übliches Symptom der Vertiefung im Finanzsektor sein, die der Weg zu reiferen und vollständigeren Märkten mit sich bringt.

Da wir kaum Erfahrungen mit den Wechselwirkungen der vielen oben beschriebenen strukturellen Änderungen haben, lassen sich die weniger willkommenen Möglichkeiten nicht ausschließen. Deshalb besteht eine wichtige Aufgabe für die Verantwortlichen in diesem neuen Umfeld darin, zu beurteilen, welche Maßnahmen am besten geeignet sind, die Kosten von Fehlentwicklungen zu begrenzen. Eine weitere wichtige und nicht minder anspruchsvolle Aufgabe ist es, zugleich die erheblichen Fortschritte zu konsolidieren, die diese strukturellen Änderungen bereits mit sich gebracht haben.

II. Die Weltwirtschaft

Schwerpunkte

Die Weltwirtschaft wuchs 2004 kräftig, unterstützt durch eine expansive Geldpolitik und ungewöhnlich günstige Finanzierungsbedingungen. Drastisch steigende Rohstoffpreise hatten zwar keinen generellen Inflationsdruck zur Folge, trugen im Jahresverlauf aber zu einer Mäßigung der weltweiten Auftriebskräfte bei. Nach dem synchron verlaufenen Aufschwung im ersten Halbjahr 2004 weiteten sich die Wachstumsdifferenziale erneut aus, da die rohstoffimportierenden Länder – mit den USA und China als wichtigen Ausnahmen – eine Wachstumsverlangsamung erfuhren, während die Rohstoffexporteure im Allgemeinen ein unvermindert rasches Wachstum verzeichneten.

Die Dynamik der Weltwirtschaft überraschte in mehrfacher Hinsicht. Erstaunlich war zunächst die Höhe der Expansion in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die die anhaltenden Strukturverschiebungen im globalen Wachstumsprozess – vor allem zugunsten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens – widerspiegelte. Eine weitere Überraschung war die robuste Verfassung der US-Wirtschaft angesichts steigender Ölpreise. Gleichzeitig warf die neuerliche Konjunkturschwäche anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften die Frage nach deren Fähigkeit auf, sich dem wandelnden globalen Umfeld anzupassen. Ein Beispiel für diese Veränderungen ist die markante Verschiebung der relativen Preise von Rohstoffen und Industrieprodukten, verbunden mit der Herausbildung einer neuen Gruppe dynamisch wachsender aufstrebender Volkswirtschaften. Ein weiteres Beispiel ist die deutliche Aufwertung von Euro und Yen gegenüber dem US-Dollar 2004.

Die Prognosen für 2005 gehen im Wesentlichen von einem weiterhin robusten Wachstum der Weltwirtschaft, allgemein gedämpftem Inflationsdruck und zunehmenden internationalen Ungleichgewichten aus. Allerdings werden die Vorhersagen dadurch erschwert, dass sich die wichtigsten Volkswirtschaften in unterschiedlichen Konjunkturphasen befinden, gleichzeitig die Zinssätze ungewöhnlich niedrig sind und zudem strukturelle Veränderungen im Zusammenhang mit der anhaltenden Integration wichtiger aufstrebender Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft im Gange sind. Insbesondere hat der seit dem Frühjahr 2004 verzeichnete kräftige Anstieg der Rohstoffpreise in Verbindung mit der rasch wachsenden Nachfrage aus China und Indien Befürchtungen bezüglich der weltweiten Ressourcenauslastung, der Inflationsaussichten und des Abbaus internationaler Ungleichgewichte geweckt. Eine weitere, damit zusammenhängende Frage lautet, ob das derzeitige Spar- und Investitionsverhalten langfristig tragfähig ist – international wie auch mit Blick auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren.

Der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte kommt dabei entscheidende Bedeutung zu.

Wirtschaftswachstum

Kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft

Die Produktion wuchs im vergangenen Jahr um nahezu 5% weltweit, was der höchsten Wachstumsrate seit fast drei Jahrzehnten entsprach. Auf die USA und die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens entfiel davon mehr als die Hälfte (Grafik II.1). Die regionale Zusammensetzung des Wachstums im Jahr 2004 bestätigt den Eindruck eines entstehenden neuen globalen Wachstumsmusters: die USA als Motor der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wichtige aufstrebende Volkswirtschaften in Asien und anderen Regionen als zweite Antriebskraft der Weltwirtschaft und sonstige große fortgeschrittene Volkswirtschaften mit weit geringerem Wachstum.

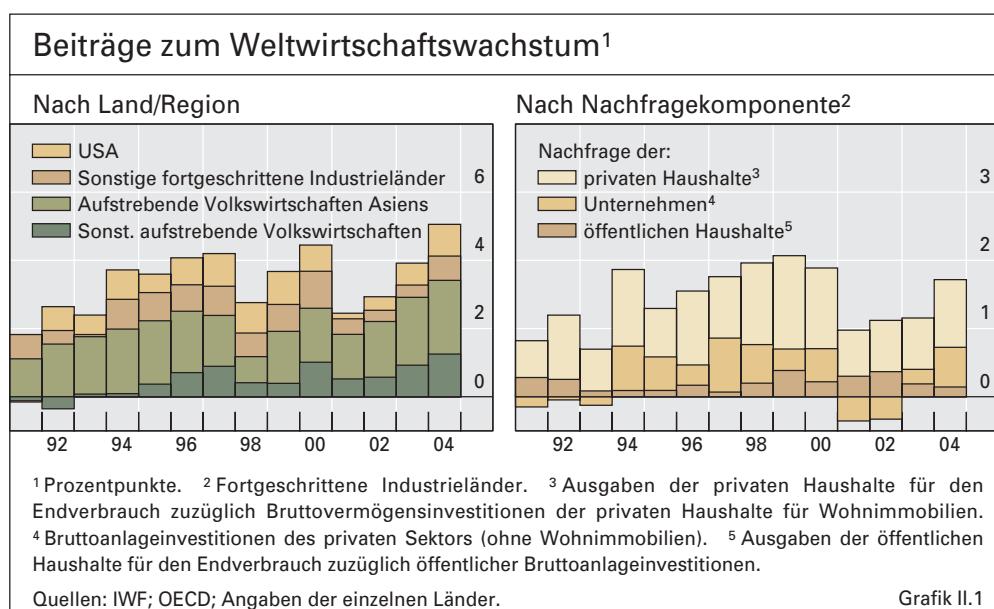
Starkes Wachstum in USA und aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ...

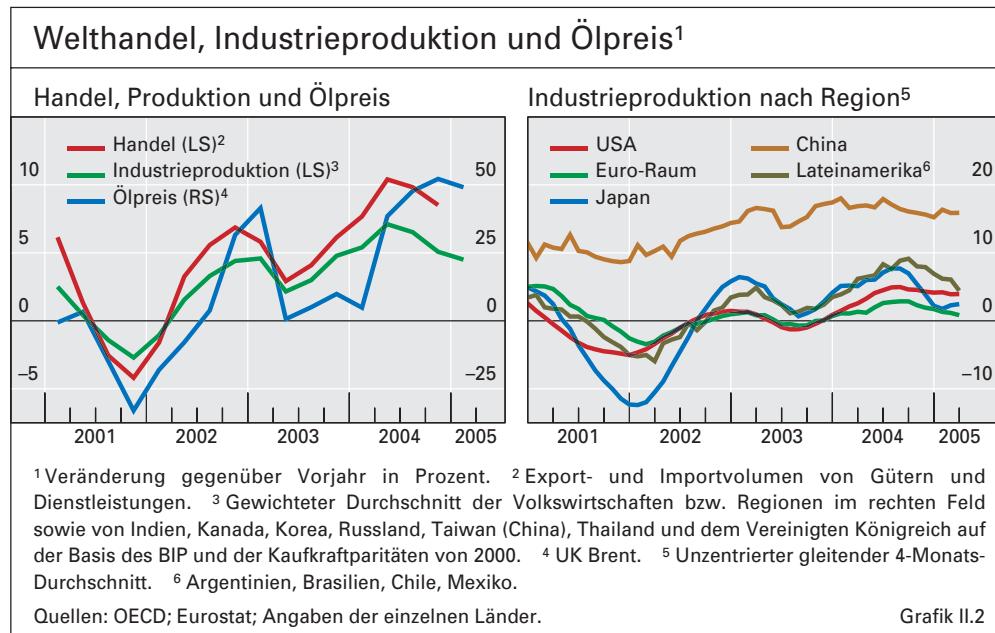
Die kräftige US-Nachfrage und der anhaltend rasche Aufbau von Produktionskapazitäten in China führten zu einer weiteren Beschleunigung des Welthandels (Grafik II.2). Die davon ausgehenden Impulse stützten ein Anziehen der Produktion, das im ersten Halbjahr 2004 in den wichtigsten Wirtschaftsregionen gleichermaßen zu beobachten war. Am meisten profitierten die asiatischen Volkswirtschaften, die das stärkste Wachstum seit der Krise von 1997/98 verzeichneten, sowie exportorientierte europäische Länder (z.B. Deutschland) und die NAFTA.

... breitet sich durch zunehmenden Handel aus

Während die Fiskalpolitik weniger expansiv ausgerichtet war als in früheren Jahren, blieb der akkommodierende geldpolitische Kurs eine Stütze des globalen Wachstums (Kapitel IV). Die inflationsbereinigten kurzfristigen Zinssätze hielten sich in den USA – ungeachtet der allmählichen Straffung der Geldpolitik im zweiten Halbjahr 2004 – im negativen Bereich, und im Euro-Raum und in Japan verharren sie bei null (Grafik II.3). Die Finanzierungsbedingungen waren im Berichtszeitraum unverändert günstig, da die lang-

Anhaltend günstige geldpolitische und finanzielle Rahmenbedingungen

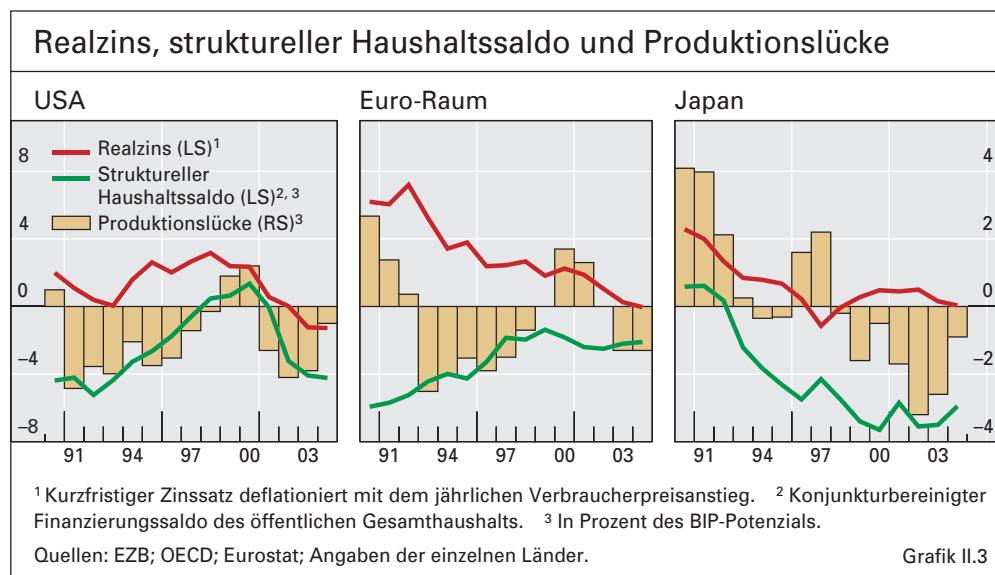




fristigen Zinssätze sowohl historisch als auch zyklisch betrachtet ungewöhnlich niedrig blieben. Die Kreditrisikoprämien auf Unternehmens- und Staatsanleihen sanken auf historische Tiefstände, und die Aktienkurse stiegen kräftig. Diese Konstellation sorgte für anhaltend niedrige Finanzierungskosten und einen allgemeinen Anstieg der Preise von Vermögenswerten. Besonders die privaten Haushalte nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen, was in vielen Regionen zu einem rapiden Kreditwachstum führte. Wie in Kapitel VI näher erörtert, gingen trotz der restriktiveren US-Geldpolitik die langfristigen Zinssätze, die Kreditrisikoprämien und die Volatilität allesamt zurück.

Deutlicher Anstieg der Rohstoffpreise ...

Das vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens kräftige Wirtschaftswachstum führte im letzten Jahr zu einem deutlichen und nachhaltigen Anstieg der Rohstoffpreise. Bis Herbst 2004 hatte sich der Durchschnittspreis für Rohöl um rund zwei Drittel auf den damaligen nominalen



Höchststand von \$ 50 je Barrel erhöht. Die Preise für andere Rohstoffe, insbesondere jene für den Industriebedarf, schossen ebenfalls in die Höhe. So zogen etwa die Preise für Metalle um ein Viertel an. Diese Preiserhöhungen deuteten zusammen mit den rasch steigenden Transportkosten und der Überlastung einer zunehmenden Zahl von Häfen darauf hin, dass die globale Expansion sich einer Art Geschwindigkeitsgrenze näherte. Im zweiten Halbjahr 2004 verlangsamte sich das Weltwirtschaftswachstum denn auch auf ein Tempo, das eher mit den langfristigen Trends vereinbar erscheint.

Verglichen mit früheren Phasen rasant steigender Rohstoffpreise waren die Auswirkungen auf die Weltkonjunktur und die weltweite Inflation bisher relativ gering. Dabei spielt die größere Energieeffizienz in den fortgeschrittenen Industrieländern eine Rolle. Die Ölintensität ist in den OECD-Ländern heute etwa halb so groß wie in den 1970er Jahren. Darüber hinaus blieben die realen Ölpreise im Berichtszeitraum deutlich unter dem während der Ölpreisschocks der letzten 30 Jahre jeweils erreichten Niveau. Aufgrund der begrenzten Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen, der verhaltenen Arbeitsmärkte und der fest verankerten Inflationserwartungen lösten die höheren Ölpreise praktisch keine Zweit rundeneffekte aus. Eine negative Auswirkung auf die globale Nachfrage ergab sich aus der Umverteilung des Einkommens von ölverbrauchenden zu ölexportierenden Ländern. Letztere konnten die Zusatzgewinne aus den steigenden Ölernnahmen nicht sofort vollständig ausgeben; ihre Neigung dazu war allerdings erheblich größer als in der Vergangenheit.

... mit relativ geringen Auswirkungen auf Wachstum und Inflation

Zunehmende Wachstumsdifferenziale

Mit der Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums im zweiten Halbjahr 2004 divergierten die Wachstumsraten zusehends. Während sich das Wachstum in den USA dank einer Erholung der Unternehmensinvestitionen und der verstärkten Schaffung von Arbeitsplätzen zunehmend selbst trug, war die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum und in Japan erneut schwach. Die anhaltenden Wachstumsunterschiede zwischen den wichtigsten Wirtschaftsräumen führten zu einer beträchtlichen Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte.

In den USA zunehmend selbsttragende Expansion ...

Das langsamere Wachstumstempo im Euro-Raum insgesamt ging auch mit größeren Wachstumsdifferenzialen zwischen den einzelnen Ländern einher. Frankreich und Spanien konnten dank einer robusten Inlandsnachfrage ihre wirtschaftliche Dynamik aufrechterhalten, in Deutschland und Italien hingegen schrumpfte das BIP im vierten Quartal 2004. In Deutschland erholten sich weder die Investitionen noch der Verbrauch, da die hohe Arbeitslosigkeit und die Unsicherheiten über die Auswirkungen der Strukturreformen das Vertrauen belasteten.

... aber erneute Konjunkturschwäche im Euro-Raum ...

Japan glitt nach technischer Definition in eine Rezession ab. Der lebhafte Konsum zu Jahresbeginn und die sich verbessernden Rahmenbedingungen im Unternehmenssektor hatten die Hoffnung auf einen selbsttragenden Aufschwung genährt. Doch wie im Euro-Raum hatte die Inlandsnachfrage noch nicht genügend an Dynamik gewonnen, als sich das Exportwachstum verlangsamte. Verschärft wurde der Abschwung durch eine erhebliche Anpassung der

... und in Japan

Robustes Wachstum in anderen fortgeschrittenen Ländern ...

... und in wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften

Für 2005 erneut robustes Wachstum erwartet ...

Produktion im IT-Bereich, wo Maßnahmen zum Abbau von relativ hohen Lagerbeständen und Überkapazitäten ergriffen wurden.

Andere fortgeschrittene Volkswirtschaften waren weniger stark betroffen. Im Vereinigten Königreich war die binnengewirtschaftliche Wachstumsdynamik nach wie vor beträchtlich, obwohl sich der Konsum abschwächte. In Schweden sorgte eine Belebung der Inlandsnachfrage ebenfalls für eine Fortsetzung des soliden Wirtschaftswachstums. Australien, Kanada und Neuseeland profitierten von einer deutlichen Verbesserung der Terms of Trade sowie einer kräftigen Endnachfrage im Inland.

Auch die aufstrebenden Volkswirtschaften wiesen eine nach wie vor erhebliche Dynamik auf (Kapitel III). In China setzte sich die Expansion trotz staatlicher Maßnahmen zur Konjunkturabkühlung in unvermindertem Tempo fort. Lateinamerika kamen die höheren Rohstoffpreise und ein stärkeres Vertrauen in die Wirtschaftspolitik zugute. Auch in Mittel- und Osteuropa wuchs die Wirtschaft schneller als ursprünglich erwartet. Der Beitritt von acht Ländern dieser Region zur Europäischen Union am 1. Mai 2004 zog Kapital aus dem Ausland an, während ein rasches Kreditwachstum und sinkende Realzinssätze die Inlandsnachfrage stärkten. In Afrika sorgten verbesserte Terms of Trade für eine Belebung des Wachstums.

Ausblick und Risiken

In den Prognosen wird allgemein davon ausgegangen, dass die Weltwirtschaft 2005 um rund 4% wachsen wird (Tabelle II.1). Da die Gewinne weltweit hoch sind, ist zu erwarten, dass die Unternehmensinvestitionen in den USA robust

Wachstum und Inflation

Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	Reales BIP				Verbraucherpreise ¹			
	Durchschnitt 1991–2002	2003	2004	2005 ²	Durchschnitt 1991–2002	2003	2004	2005 ²
Insgesamt ³	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Fortgeschrittene Industrieländer ³	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
USA	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Euro-Raum	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Japan	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Vereinigtes Königreich	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Sonstige ^{3, 4}	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Aufstrebende Volkswirtschaften ³	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asien ^{3, 5}	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
Lateinamerika ^{3, 6}	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Mittel- und Osteuropa ^{3, 7}	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Sonstige ^{3, 8}	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

¹ Euro-Raum und Vereinigtes Königreich: harmonisierter Index; Lateinamerika: Jahresenddaten. ² Im Mai veröffentlichter Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. ³ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁴ Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz. ⁵ China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ⁶ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁷ Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁸ Saudi-Arabien und Südafrika.

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

Tabelle II.1

bleiben und in anderen Regionen im Jahresverlauf zunehmen werden. Die sich verbessernden Arbeitsmarktbedingungen in Verbindung mit der anhaltend niedrigen Inflation sollten ihrerseits das Einkommen und den Verbrauch der privaten Haushalte stützen. Durch das Auslaufen der Textilquoten Anfang 2005 haben die Ausfuhren der wichtigsten asiatischen Volkswirtschaften und insbesondere Chinas einen zusätzlichen Impuls erhalten. Untermauert werden die Prognosen durch das solide Wachstum in den USA im ersten Quartal 2005 und durch die Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit in Japan wie auch – in geringerem Maße – im Euro-Raum, verglichen mit der schwachen Entwicklung im vierten Quartal 2004.

Die jüngsten Entwicklungen deuten jedoch auf gewisse Risiken für das globale Wachstum hin. Erstens könnten die Ölpreise, die im Frühjahr 2005 weiter stiegen, durchaus für einen längeren Zeitraum auf ihrem hohen Niveau verharren. Der Anstieg der Preise für langfristige Ölfutures steht in Einklang mit der Einschätzung, dass der Gleichgewichtspreis für Öl erheblich gestiegen ist. Sollte es zu weiteren Preiserhöhungen kommen, könnten sie weitreichendere Konsequenzen haben als derzeit erwartet. Dieses Risiko wird durch die jüngsten Anzeichen für Inflationsdruck in den USA noch unterstrichen.

Zweitens könnte eine Rückkehr der ungewöhnlich niedrigen langfristigen Zinssätze auf ein üblicheres Niveau die Ausgaben der privaten Haushalte verringern und den Wohnbau dämpfen. In einigen Ländern scheinen die Preise für Wohnimmobilien für Abwärtskorrekturen anfällig zu sein, deren Ausmaß schwer abzuschätzen ist.

Vor diesem Hintergrund bleibt der Abbau der makroökonomischen Ungleichgewichte – des dritten Wachstumsrisikos – eine große Herausforderung. Das Leistungsbilanzdefizit der USA wächst, während in anderen Ländern, vor allem in Asien, die Überschüsse steigen. Damit im Zusammenhang steht, dass sich die privaten Haushalte in vielen fortgeschrittenen Industrieländern immer mehr verschulden und ihre Ersparnisbildung gering ist. Die Defizite der öffentlichen Haushalte schließlich sind nach wie vor hoch.

... doch steigende Ölpreise ...

... und eventuell höhere Zinsen ...

... unterstreichen Dringlichkeit des Abbaus makroökonomischer Ungleichgewichte

Inflation

Niedrige und stabile Inflationsraten

Weltweit blieb die Inflation im Berichtszeitraum trotz des drastischen Anstiegs der Preise für Öl und andere Rohstoffe, akkommadierender Geld- und Fiskalpolitik sowie der steigenden Kapazitätsauslastung in vielen Volkswirtschaften gedämpft. In den fortgeschrittenen Industrieländern erhöhte sich der Anstieg der Verbraucherpreise von 1½% zu Jahresbeginn auf rund 2½% gegen Ende des Jahres 2004. Die Beschleunigung des Preisauftriebs seit Anfang 2005, vor allem in den USA, hat dieses Bild nicht grundlegend verändert. Deutlicher zu spüren waren die inflationären Auswirkungen steigender Ölpreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften, deren Abhängigkeit vom Öl im Allgemeinen größer ist als die der fortgeschrittenen Industrieländer (Kapitel III). Bei einem gleichzeitigen Anstieg der Nahrungsmittelpreise erhöhte sich die unbereinigte Inflationsrate in Asien so von rund 3% Anfang 2004 auf den Höchststand von

Gedämpfter Inflationsdruck

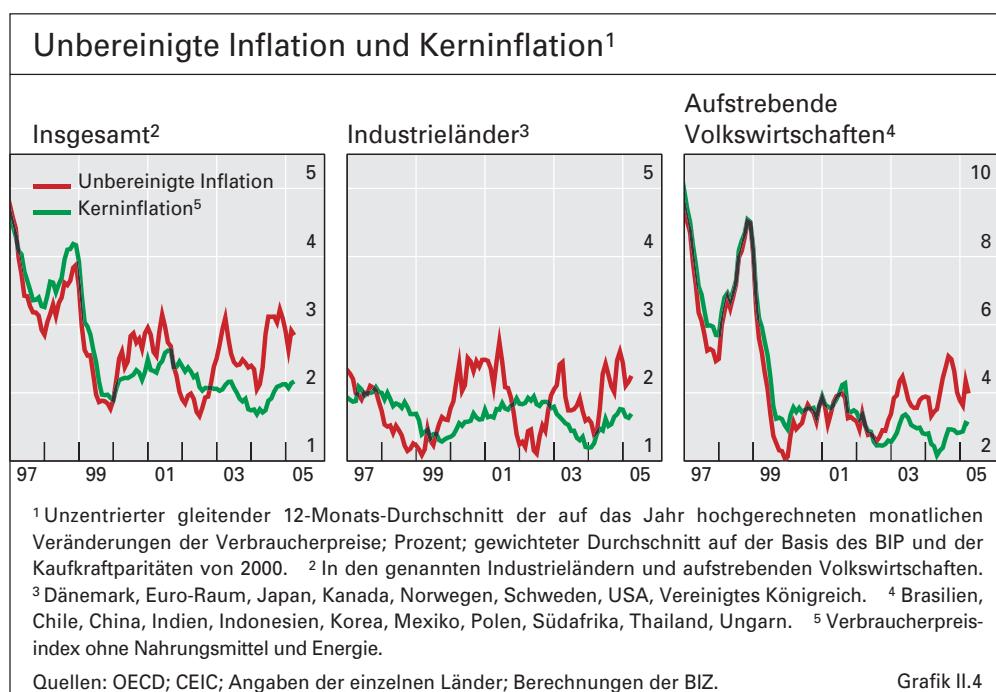
knapp 5% im dritten Quartal. In Mittel- und Osteuropa verschlechterte sich die Inflationslage nach mehreren Jahren der Disinflation im vergangenen Jahr ebenfalls.

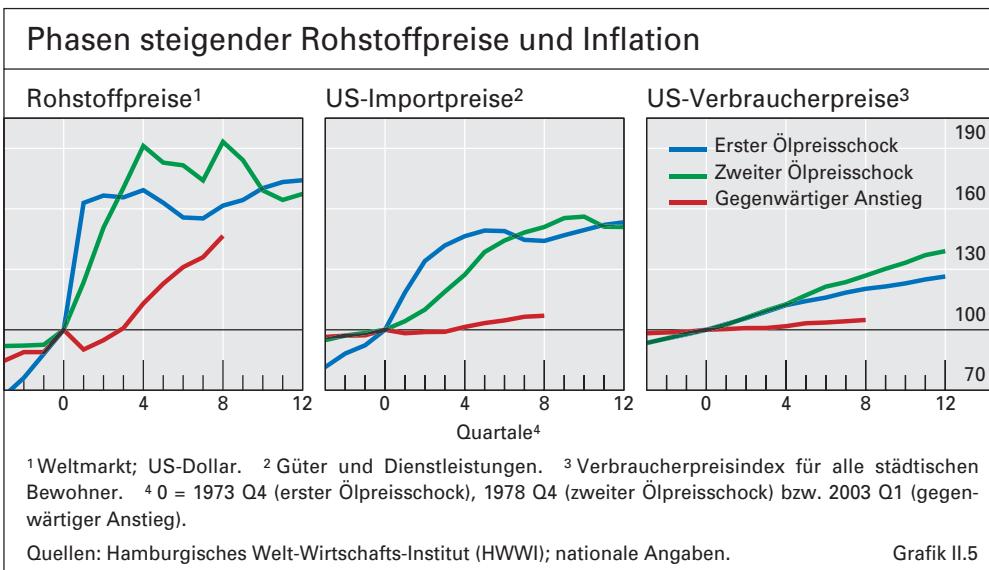
Kerninflation im Wesentlichen unverändert

Ungeachtet dieser Entwicklung hielt sich der Inflationsdruck dennoch weltweit in Grenzen. Die am Kernindex der Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel und Energie) gemessene Inflationsrate war in vielen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften im Wesentlichen stabil. In den USA blieb die Kerninflation 2004 rund einen Prozentpunkt unter der unbereinigten Inflationsrate von etwa 2½%. In Japan hielt die leichte Deflation an. Die Kerninflationsrate lag 2004 bei –½%, gegenüber einer unbereinigten Inflationsrate von null, was auf eine Senkung der Preise für öffentliche Dienstleistungen zurückzuführen war. Im Euro-Raum war die hartnäckige Kerninflation vor allem den Auswirkungen der 2004 in Kraft getretenen Erhöhungen der Tabak- und administrierten Preise zuzuschreiben. In den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften überschritt die Kerninflationsrate seit Mitte 2003 nicht mehr die 3%-Marke. Infolgedessen wuchs 2004 die Diskrepanz zwischen unbereinigter Inflation und Kerninflation (Grafik II.4).

Geringe Schwankungsbreite der Inflationsraten ...

Aus einer längerfristigen Perspektive betrachtet, sind die Inflationsraten nach wie vor niedrig und stabil. Ihre monatliche Schwankung ging in den fortgeschrittenen Industrieländern von rund 1 Prozentpunkt Anfang der 1980er Jahre auf 0,2 Prozentpunkte 2004 zurück. Das Gleiche gilt für die Variation der Inflationsraten im internationalen Vergleich. 2004 bewegten sich die am Kernindex der Verbraucherpreise gemessenen Inflationsraten der fortgeschrittenen Industrieländer zwischen 0% und 3%. Dies steht in markantem Kontrast zu den frühen 1980er Jahren, als die Kerninflationsraten der Industrieländer zwischen 4% (Japan) und über 12% (Norwegen und Vereiniges Königreich) gelegen hatten.





Die relative Stabilität der Teuerungsraten im Jahr 2004 wird besonders deutlich, wenn sie mit früheren Phasen steigender Ölpreise verglichen wird (Grafik II.5). Wenngleich der Anstieg der Ölpreise im Vergleich mit den beiden vergangenen Phasen gering war, entsprach der Anstieg der Rohstoffpreise insgesamt in etwa dem der genannten Zeiträume. Doch ungeachtet der drastischen Abwertung des Dollars, die den Aufwärtsdruck eigentlich noch hätte verstärken müssen, war der Preisauftrieb bei den Importgütern in den USA erstaunlich gering und der Anstieg der Verbraucherpreise beinahe zu vernachlässigen.

Der Einfluss der Preisentwicklung bei den Rohstoffen auf die Verbraucherpreise hat sich also verringert, und zwar nicht nur in den USA, sondern auch in anderen Ländern. Seit den 1990er Jahren sind die Importpreise in den wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländern gegenüber Veränderungen der Rohstoffpreise deutlich weniger anfällig als in den beiden vorhergehenden Jahrzehnten, in denen die beiden großen Ölpreisschocks lagen (Tabelle II.2).

... verglichen mit
früheren Rohstoff-
preisschocks

Begrenzte
Auswirkungen auf
die wichtigsten
fortgeschrittenen
Volkswirtschaften ...

	Von Rohstoff- zu Importpreisen ¹		Von Wechselkursen zu Importpreisen ¹		Von Importpreisen zum VPI-Kernindex ²	
	1971–89	1990–2004	1971–89	1990–2004	1971–89	1990–2004
USA	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Japan	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Deutschland	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
Frankreich	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Vereinigtes Königreich	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italien	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

Anmerkung: ** und * zeigen eine signifikante Abweichung von null bei einem 99%- bzw. 95%-Konfidenzniveau an.

¹ Prozentuale Veränderung der Importpreise bei einem Anstieg der Rohstoffpreise um 1% (gemessen in Landeswährung) bzw. bei einer Abwertung der Währung in nominaler effektiver Betrachtung um 1%. ² Prozentuale Veränderung des Kernindex der Verbraucherpreise bei einem Anstieg der Importpreise um 1%.

Quellen: OECD; HWWI; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.2

... in Verbindung mit einer markanten Verschiebung der relativen Preise

Ein geringer Verbraucherpreisauftrieb bei drastisch steigenden Rohstoffpreisen führt zu einer beträchtlichen Verschiebung der relativen Preise. Von 1995 bis 2004 sanken in den USA die Preise für Konsumgüter im Verhältnis zu den Rohstoffpreisen um 30%. Im Euro-Raum und in Japan kam es zu ähnlichen Bewegungen der relativen Preise.

Veränderte Zusammensetzung der Importe ...

Ursachen für die niedrige und stabile Inflation

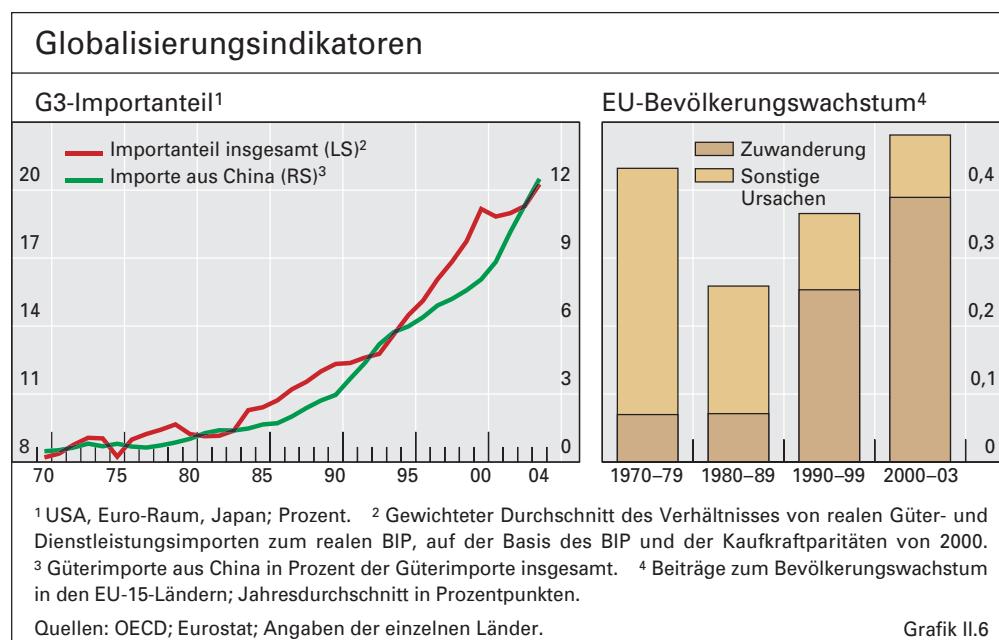
Ein erster Faktor, der den geringeren Einfluss der höheren Rohstoffpreise auf das Niveau und die Schwankungsbreite der Inflationsraten der einzelnen Länder – insbesondere der fortgeschrittenen Industrieländer – erklärt, ist eine veränderte Zusammensetzung der Importe. Auf Öl entfällt ein kleinerer Anteil der Einfuhren als noch vor zwanzig Jahren, da der Energieverbrauch je BIP-Einheit geschrumpft ist. Der Anteil von Energie und Rohstoffen an den Importen der Industrieländer ist auch deshalb zurückgegangen, weil sich die Herstellung von Industriegütern verstärkt in die aufstrebenden Volkswirtschaften verlagert hat.

Ein zweiter Faktor ist das veränderte Preissetzungsverhalten der Hersteller von Industriegütern. Deregulierung und technologischer Fortschritt haben den Wettbewerb an den Gütermärkten erhöht und den Spielraum für Preiserhöhungen selbst bei Kostenschocks eingeschränkt. In ähnlicher Weise übt die Möglichkeit des Wechsels zu günstigeren Anbietern auf dem Weltmarkt Druck auf die Margen aus. Die stetig zunehmenden Importe aus aufstrebenden Volkswirtschaften wie China illustrieren diesen Zusammenhang (Grafik II.6). Allerdings konnten auch Unternehmen ihre Gewinnmargen durch Produktivitätssteigerungen halten, z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich durch den Aufbau effizienterer Vertriebsnetze.

... und zunehmender Wettbewerb an den Gütermärkten ...

... wie an den Arbeitsmärkten

Drittens haben die höheren Energiepreise nicht zu einem Anstieg des Lohndrucks geführt. Die Lohnstückkosten im Unternehmenssektor der OECD-Länder stiegen 2004 um $\frac{1}{2}\%$, verglichen mit einem Jahresdurchschnitt von rund $4\frac{1}{2}\%$ in den 1980er Jahren. Etliche Beobachter sind überzeugt, dass die vielfach praktizierte Verlagerung der Produktion, die Auslagerung mancher



Dienstleistungen und die zunehmende grenzüberschreitende Mobilität von Arbeitskräften die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und Gewerkschaften in vielen Industrieländern beschnitten haben. Beispielsweise sind die Arbeitskosten je Stunde in den meisten westeuropäischen Ländern fünf- bis zehnmal höher als in den neuen EU-Mitgliedstaaten. Dies hat zu einem Zustrom von Arbeitskräften aus diesen Staaten nach Westeuropa geführt (oft verbunden mit einer zweiten Migrationswelle aus den weiter östlich liegenden Ländern in die neuen EU-Mitgliedstaaten). Die stetige Zunahme der Lohntransfers aus den Industrieländern in Entwicklungsländer (vor allem nach Lateinamerika und in die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens) deutet darauf hin, dass sich in anderen Teilen der Welt ähnliche Entwicklungen vollziehen. Selbst in Ländern, wo die Einwanderung begrenzt ist, hat die Tatsache, dass auf Lohnsteigerungen mit Produktionsverlagerungen reagiert werden könnte, einen dämpfenden Effekt auf die Lohnentwicklung. In Japan haben diese Faktoren zu einer wachsenden Zahl von Teilzeitkräften beigetragen. In Deutschland haben eine Reihe von Großunternehmen in jüngerer Zeit Verträge ausgehandelt, die eine Beschäftigungsgarantie im Austausch gegen Reallohnkürzungen beinhalten.

Viertens haben vermutlich Veränderungen des Inflationsprozesses selbst die direkte Wirkung steigender Rohstoffpreise verringert. Vielen Beobachtern zufolge haben fest verankerte niedrige Inflationserwartungen und die größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik dazu geführt, dass Kostenschocks in den Industrieländern heute eher als vorübergehend wahrgenommen werden (Kapitel IV). Unter diesen Umständen dürften Unternehmen ihre Preise über einen beträchtlichen Zeitraum konstant halten.

Alle diese Faktoren erklären möglicherweise auch die geringere Überwälzung von Wechselkursschwankungen auf die Import- und Verbraucherpreise (Tabelle II.2). Der niedrigere Anteil der Rohstoffe an den Importen hat nicht nur den unmittelbaren Einfluss höherer Rohstoffpreise auf die Inflation verringert, sondern indirekt auch den Einfluss der Wechselkursentwicklung, da bei Rohstoffen Wechselkursschwankungen tendenziell in hohem Maße auf die heimischen Preise durchschlagen. Zudem haben der leichtere Zugang zu den Märkten und eine entsprechende Abnahme der Marktmacht dominanter Unternehmen den aus Währungsabwertungen entstehenden Inflationsdruck gemildert. Lohnzurückhaltung wiederum eröffnet den Exporteuren Spielraum, auch bei einer Aufwertung der eigenen Währung die Preise in der Währung des Importeurs stabil zu halten und dabei die Gewinnmargen zu wahren. In Deutschland beispielsweise sind die realen Lohnstückkosten in den vergangenen zwei Jahrzehnten um fast 20% gesunken. Die größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik infolge der erfolgreichen Verringerung der Inflationspersistenz schließlich dürfte die Bereitschaft der Unternehmen erhöht haben, als vorübergehend wahrgenommene Wechselkursschocks zu absorbieren.

Ausblick

Für 2005 wird mit anhaltend niedrigen Inflationsraten gerechnet (Tabelle II.1), was weitgehend in Einklang steht mit der für die wichtigsten Volkswirtschaften erwarteten konjunkturellen Lage: ein Absinken der US-Wachstumsraten in die Nähe der Potenzialrate, verbunden mit einer leichten Abschwächung des

Größere
Glaubwürdigkeit
der Geldpolitik

Geringere
Überwälzeffekte
– ein verbreitetes
Phänomen

Weiterhin niedrige
Inflation erwartet ...

Produktionslücke und Inflation ¹							
	USA	Japan	Deutschland	Frankreich	Vereinigtes Königreich	Italien	Kanada
1971–89	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990–2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

¹ Prozentuale Veränderung des Kernindex der Verbraucherpreise bei einer Veränderung der Produktionslücke um 1 Prozentpunkt. ** zeigt eine signifikante Abweichung von null bei einem 99%-Konfidenzniveau an.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.3

Produktivitätszuwachses, anhaltende Überkapazitäten im Euro-Raum und eine Verringerung des nicht genutzten Produktionspotenzials in Japan.

... und möglicherweise Abwärtsdruck auf Preise ...

Ein weiterer Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise könnte sich aus den zuvor erörterten strukturellen Veränderungen ergeben. So hat die Abschaffung der Textilquoten in Nordamerika und Europa in diesem Jahr zu höheren Einfuhren aus China und Indien geführt. Noch ist es verfrüht, die Auswirkungen auf die Preise von Bekleidung und Textilien zu beurteilen. Erfahrungen aus Ländern wie Japan und Norwegen, die keine Textilquoten kennen bzw. sie schon früher aufgehoben haben, lassen allerdings vermuten, dass der Preiseffekt beträchtlich ist. Allgemein könnte die massive Verringerung der relativen Preise von Industriegütern gegenüber den Rohstoffen auf eine hohe Elastizität des Angebots in denjenigen aufstrebenden Volkswirtschaften hindeuten, die sich zu wichtigen Exporteuren von Industriegütern entwickelt haben.

... wie auch geringere Bedeutung inländischer Faktoren

Die verstärkte Globalisierung könnte durchaus dazu geführt haben, dass innerwirtschaftliche Faktoren die Inflation in den einzelnen Ländern heute in geringerem Maße bestimmen. Insbesondere dürfte die Integration von Ländern mit reichlichem Arbeitskräfteangebot den Lohndruck in der Weltwirtschaft als Ganzes verringert haben. Schätzungen der Phillips-Kurve zeigen, dass die Koeffizienten der Produktionslücken, die weitgehend die inländischen Angebots- und Nachfragebedingungen widerspiegeln, in den meisten Industrieländern abgenommen haben, wenn auch nicht immer sehr deutlich (Tabelle II.3).

Unsicherheiten bleiben

Trotzdem bleibt unsicher, wie die kleineren inländischen Produktionslücken in Verbindung mit ungenutzten Kapazitäten auf globaler Ebene die Inflation beeinflussen. Der Preisanstieg von Gütern (ohne Nahrungsmittel und Energie) in den USA Ende 2004/Anfang 2005 weist möglicherweise darauf hin, dass die Unternehmen eine gewisse Preissetzungssouveränität zurückgewonnen haben. In Zukunft könnte die heimische Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen im Zuge der Einkommenssteigerungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften anziehen. Schließlich werden auch auf globaler Ebene irgendwann Arbeitskräfteengpässe auftreten, wie es auf nationaler Ebene stets der Fall gewesen ist.

Leistungsbilanzen

Zunehmende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte

Im Berichtszeitraum sind die Leistungsbilanzungleichgewichte weltweit weiter gewachsen. Das steigende Leistungsbilanzdefizit der fortgeschrittenen

Leistungsbilanzsalden						
	Mrd. US-Dollar	Durchschnitt 1991–2000	2001	2002	2003	2004
USA		-153	-386	-474	-531	-666
Euro-Raum ²		20	13	54	26	36
Japan		107	88	112	137	172
Sonstige fortgeschrittene Industrieländer		-7	36	33	52	42
China		13	17	35	46	69
Sonstige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens		9	74	96	124	124
Lateinamerika		-49	-54	-16	7	16
Mittel- und Osteuropa		-12	-17	-24	-37	-51
Russland		10	34	29	35	60
Saudi-Arabien		-8	9	12	28	52
Übrige Welt		-14	25	10	30	65
<i>Nachrichtlich: Welt³</i>		-84	-161	-133	-83	-81
						...

¹ In Prozent des BIP. ² Summe der Salden der einzelnen Länder des Euro-Raums. ³ Zurückzuführen auf Fehler, Auslassungen und Asymmetrien in der Zahlungsbilanzstatistik.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.4

Industrieländer ist in erster Linie auf eine weitere Vergrößerung des US-Defizits zurückzuführen, das 2004 rund \$ 670 Mrd. bzw. über 5½% des BIP ausmachte (Tabelle II.4). Demgegenüber stiegen die Leistungsbilanzüberschüsse der Nettorohstoffexporteure. Auch mehrere wichtige asiatische Volkswirtschaften wiesen trotz der sich verschlechternden Terms of Trade und des raschen Wirtschaftswachstums weiterhin große Überschüsse aus. Auf Japan – mit einem Überschuss von etwa 3½% des BIP – entfiel rund die Hälfte des Leistungsbilanzüberschusses Asiens. Der Nettoüberschuss Chinas war zwar 2004 nicht sehr groß, ist jedoch in letzter Zeit steil angestiegen. Der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Raums war 2004 mit rund ½% des BIP nach wie vor gering; in Deutschland betrug er fast 4% des BIP, während Spanien ein Defizit von rund 5% aufwies. Die Leistungsbilanzen anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften veränderten sich kaum, wobei das Vereinigte Königreich und Australien erneut beträchtliche Defizite verzeichneten. Auch die mittel- und osteuropäischen Länder wiesen nach wie vor erhebliche Leistungsbilanzdefizite aus, wogegen sich in Lateinamerika der Ende der 1990er Jahre begonnene Aufwärtstrend fortsetzte.

Größere Leistungsbilanzungleichgewichte ...

Ein wichtiger Grund für die zunehmenden globalen Ungleichgewichte war der drastische Anstieg der Rohstoffpreise. Die höheren Ölpreise verteuerten die Nettoölimporte der OECD-Länder um über \$ 100 Mrd. bzw. ¼% des BIP, was in etwa dem Effekt der Ölpreissteigerungen in den 1990er Jahren entsprach, aber weit hinter dem der beiden vorangegangenen Ölpreisschocks zurückblieb. Die hohen Rohstoffpreise ließen die Exporterlöse im Nahen Osten, in Russland und bei anderen Nettorohstoffexporteuren ansteigen. Australien bildete eine bemerkenswerte Ausnahme, denn es verzeichnete trotz der

... teilweise aufgrund steigender Rohstoffpreise ...

... und als Folge des ungebrochenen, von den USA angeführten Wachstums

Internationale Ungleichgewichte bei Ersparnisbildung und Investitionen

Frühere Leistungsbilanzkorrekturen

In den USA Erholung des Exportwachstums ...

... aber schnelleres Importwachstum ...

beträchtlichen Verbesserung der Terms of Trade ein größeres Defizit. Nicht zuletzt bremsten offenbar Kapazitätsengpässe die Ausfuhr.

Der zweite wichtige Faktor hinter der globalen Entwicklung der Leistungsbilanzen war, dass die USA den Aufschwung in den fortgeschrittenen Industrieländern weiterhin anführten. Die schleppende Inlandskonjunktur in anderen wichtigen Volkswirtschaften dämpfte die ausländische Nachfrage nach US-Erzeugnissen, während in den USA gleichzeitig die Importe aufgrund des dynamischen Verbrauchs zunahmen – im Wesentlichen die Fortsetzung einer seit 2001 beobachteten Entwicklung. Darüber hinaus gingen höhere Unternehmensinvestitionen in den USA 2004 mit einem gewissen Anziehen der Einfuhr von Investitionsgütern einher.

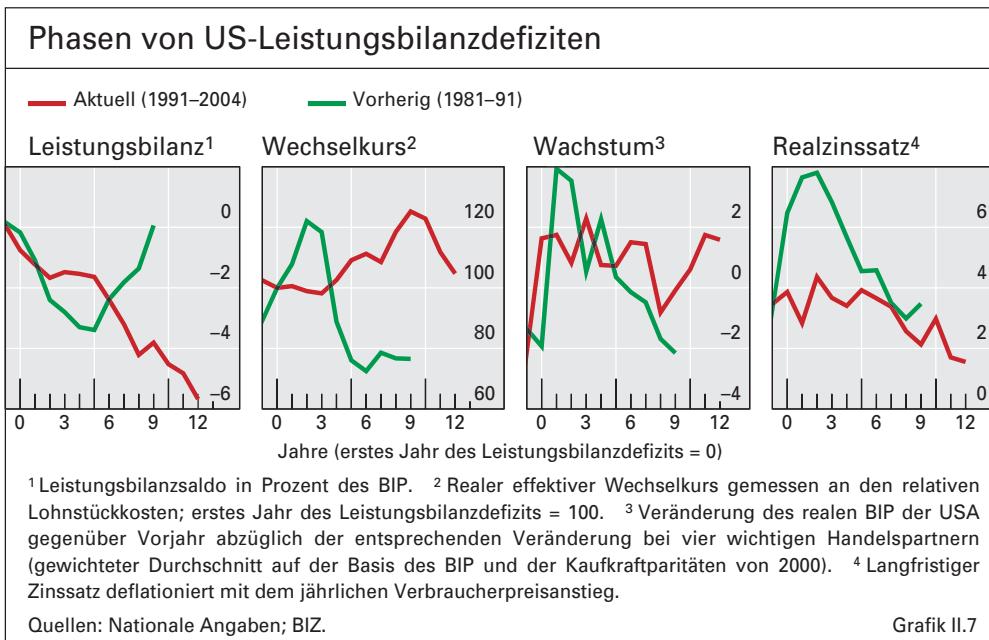
Definitionsgemäß spiegeln die Ersparnisbildung und die Investitionen der einzelnen Länder den jeweiligen Leistungsbilanzsaldo wider. Die wachsenden Überschüsse in Asien und den ölexportierenden Ländern 2004 fanden ihre Entsprechung in einem weiteren Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Sparquote in diesen Regionen. Die Investitionsquoten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stiegen ebenfalls, blieben – mit China als bemerkenswerter Ausnahme – aber auf einem deutlich niedrigeren Niveau als vor der Asien-Krise. Der Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der USA 2004 stand erstmals seit 2000 nicht eine rückläufige nationale Ersparnisbildung, sondern eine zunehmende Investitionstätigkeit des Privatsektors gegenüber. Die Sparquote blieb weitgehend unverändert, auf einem im langfristigen Vergleich tiefen Niveau.

Realwirtschaftliche Anpassungsmechanismen

Bei früheren Umkehrungen der Leistungsbilanzsalden fortgeschrittener Industrieländer waren typischerweise eine Kombination von Wechselkurs- und Zinsanpassungen sowie Veränderungen im globalen Wirtschaftswachstum zu beobachten. Bevor beispielsweise das US-Leistungsbilanzdefizit 1987 zu schrumpfen begann, wertete der Dollar auf realer effektiver Basis kräftig ab (Grafik II.7). Die sich daraus ergebende Verschiebung der relativen Preise zugunsten der handelbaren US-Güter bewirkte ihrerseits eine steile Zunahme der US-Exporte, noch verstärkt durch das im Vergleich zu den USA höhere Wirtschaftswachstum bei wichtigen Handelspartnern. Zu Beginn der 1980er Jahre trugen die hohen US-Realzinssätze zu einer Steigerung der privaten Ersparnisbildung bei, die wiederum die Auswirkungen des steigenden Haushaltsdefizits auf die Leistungsbilanz begrenzte. Ende der 1980er Jahre unterstützte eine straffere Fiskalpolitik die Umkehr der Leistungsbilanz.

All diese Anpassungsmechanismen waren im Berichtszeitraum weit weniger wirksam. Erstens war die Dollarabwertung in den letzten beiden Jahren in realer effektiver Betrachtung mit rund 20% viel geringer als Mitte der 1980er Jahre: Von 1985 bis 1988 hatte der Dollar gemessen an den relativen Lohnstückkosten fast 50% an Wert verloren. Das Wachstum der US-Exporte beschleunigte sich 2004 zwar, doch ohne dass die Dynamik der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erreicht worden wäre.

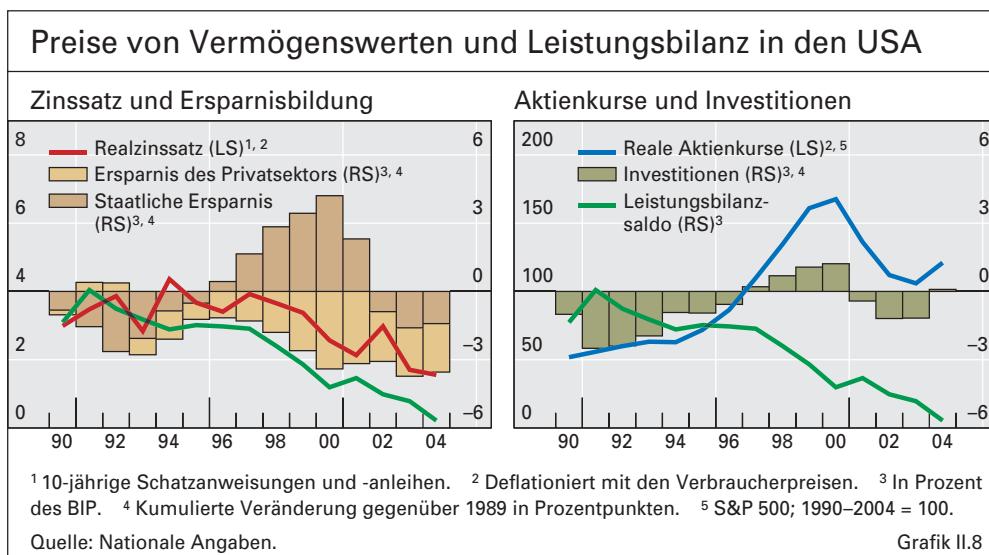
Zweitens lieferte die Wirtschaftsentwicklung der wichtigsten Handelspartner kaum Impulse für die US-Exporte. Dass die US-Importe auch in den letzten Jahren rascher zunahmen als die Exporte – selbst unter Berücksichtigung



der Auswirkungen der Ölpreisseigerungen –, spiegelt zum Teil die stärkere Inlandsnachfrage der USA im Vergleich zu wichtigen Handelspartnern wider. Die Prognosen für 2005 und 2006 lassen lediglich eine allmähliche und unvollkommene Konvergenz der Wachstumsraten erkennen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Anreize zur Verlagerung der Ausgaben von den Importen zu inländischen Erzeugnissen und zur Investition in die Herstellung handelbarer Güter in den USA bisher wenig wirksam gewesen sein dürften, weil Wechselkursänderungen nur langsam auf die Importpreise durchschlagen.

Drittens scheint das ungewöhnlich niedrige Niveau der langfristigen Realzinssätze in den letzten Jahren ebenfalls zum US-Leistungsbilanzdefizit beigetragen zu haben (Grafik II.8). Die niedrigen Zinssätze führen zu geringeren Finanzierungskosten und entsprechend höheren Preisen von Vermögenswerten (insbesondere Wohnimmobilien, s. weiter unten). Auch ließen sich so die hauptsächlich infolge von Steuersenkungen wachsenden US-Haushaltsdefizite leichter finanzieren. Sowohl niedrige Zinsen als auch

... da niedrige Zinssätze Anpassung erschweren



Wirtschafts-
politische
Maßnahmen zur
Förderung der
Anpassung

Steuersenkungen trugen zu einer höheren Nachfrage der privaten Haushalte nach Importgütern bei. Im Gegensatz dazu war das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit Ende der 1990er Jahre die Folge vermehrter Unternehmensinvestitionen im Zuge steigender Aktienkurse gewesen.

Wirksamere Anpassungsmechanismen in der Realwirtschaft erfordern in den Defizit- wie auch den Überschussländern eine Kombination unterschiedlicher Maßnahmen, deren Kernelemente im Wesentlichen umstritten sind: höhere Ersparnisbildung des privaten Sektors und Haushaltskonsolidierung, vor allem in den USA (s. weiter unten), Strukturreformen als Grundlage für ein dynamischeres Wachstum im Bereich der nicht handelbaren Güter und Dienstleistungen in Europa und Asien sowie eine größere Wechselkursflexibilität der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (Kapitel V). All diese Maßnahmen würden die Wirksamkeit der Ausgleichsmechanismen auf globaler Ebene steigern, was die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte mittelfristig abbauen könnte.

Spartätigkeit und Investitionen des Privatsektors

Trends

Zunehmende
globale Ersparnis-
bildung

Die Spartätigkeit nahm 2004 global weiter zu. Die weltweite Sparquote stieg auf 25% des BIP und lag damit etwa 1 Prozentpunkt über dem Jahresdurchschnitt des laufenden Jahrzehnts und 2 Prozentpunkte über dem der 1990er Jahre (Tabelle II.5). Der wichtigste Einfluss war dabei die gestiegene Ersparnis in den Entwicklungsländern, insbesondere in Asien und dort vor allem in China, wo sich die gesamtwirtschaftliche Sparquote auf 48% erhöhte. Über das Sparverhalten der einzelnen Sektoren und über etwaige Mängel in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für China ist wenig bekannt, aber da das Defizit der öffentlichen Haushalte im Großen und Ganzen unverändert blieb, dürfte der Anstieg vor allem dem Privatsektor zuzuschreiben sein. Der zweitwichtigste Grund für die weltweit höhere Sparquote 2004 waren zunehmende Ersparnisse in den ölexportierenden Ländern infolge gestiegener Exporterlöse. Diese dürften vor allem die staatlichen Ersparnisse unmittelbar beeinflusst haben, da rund zwei Drittel der Einkünfte aus dem Ölgeschäft den öffentlichen Haushalten zuflossen.

Geringfügig höhere
Sparquote in den
fortgeschrittenen
Volkswirtschaften

Die gesamtwirtschaftlichen Sparquoten der fortgeschrittenen Industrieländer insgesamt stiegen zum ersten Mal seit 2001 wieder an, allerdings nur geringfügig, sodass sie immer noch deutlich unter dem Durchschnitt der letzten beiden Jahrzehnte liegen. Die leichte Verringerung der Haushaltsdefizite war die Hauptursache der aktuellen Stabilisierung. Höhere Ersparnisse der Unternehmen in Form von einbehaltenen Gewinnen, wie sie seit 2000 zu beobachten sind, trugen ebenfalls zu den steigenden Sparquoten bei. Zugleich setzte sich der Abwärtstrend bei der Sparquote der privaten Haushalte fort, allerdings mit beträchtlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. Die USA verzeichneten einen weiteren Rückgang, Japan und eine Anzahl europäischer Länder – vor allem diejenigen, in denen Unsicherheit über Beschäftigungsaussichten und Renten bestand, insbesondere Deutschland und die Niederlande – jedoch einen leichten Anstieg.

Globale Trends von Ersparnis und Investitionen					
	In Prozent des BIP				
	Durchschnitt 1990–99	Durchschnitt 2000–02	2003	2004	Nachrichtlich: 1991–2004 ¹
Ersparnisbildung weltweit	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Fortgeschrittene Volkswirtschaften ²	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
USA	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Euro-Raum	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japan	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Aufstrebende Volkswirtschaften ³	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Asien	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
China	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
Lateinamerika	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Mittel- und Osteuropa	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Investitionen weltweit	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Fortgeschrittene Volkswirtschaften ²	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
USA	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Euro-Raum	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japan	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Aufstrebende Volkswirtschaften ³	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Asien	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
China	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
Lateinamerika	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Mittel- und Osteuropa	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

¹ Kumulierte Veränderung in Prozentpunkten. ² Einschl. jüngerer industrialisierter Volkswirtschaften Asiens. ³ Ohne jüngere industrialisierte Volkswirtschaften Asiens.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.5

Die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit (einschl. Wohnimmobilien und Unternehmensinvestitionen) beschleunigte sich in den meisten fortgeschrittenen Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften, am stärksten in China und den USA (Tabelle II.5). Die Investitionen in Wohneigentum waren offenbar weltweit lebhaft. In den OECD-Ländern stiegen sie 2004 real um mehr als 6%; dies ist der höchste Zuwachs seit Mitte der 1990er Jahre.

Investitionen in Wohneigentum lebhaft ...

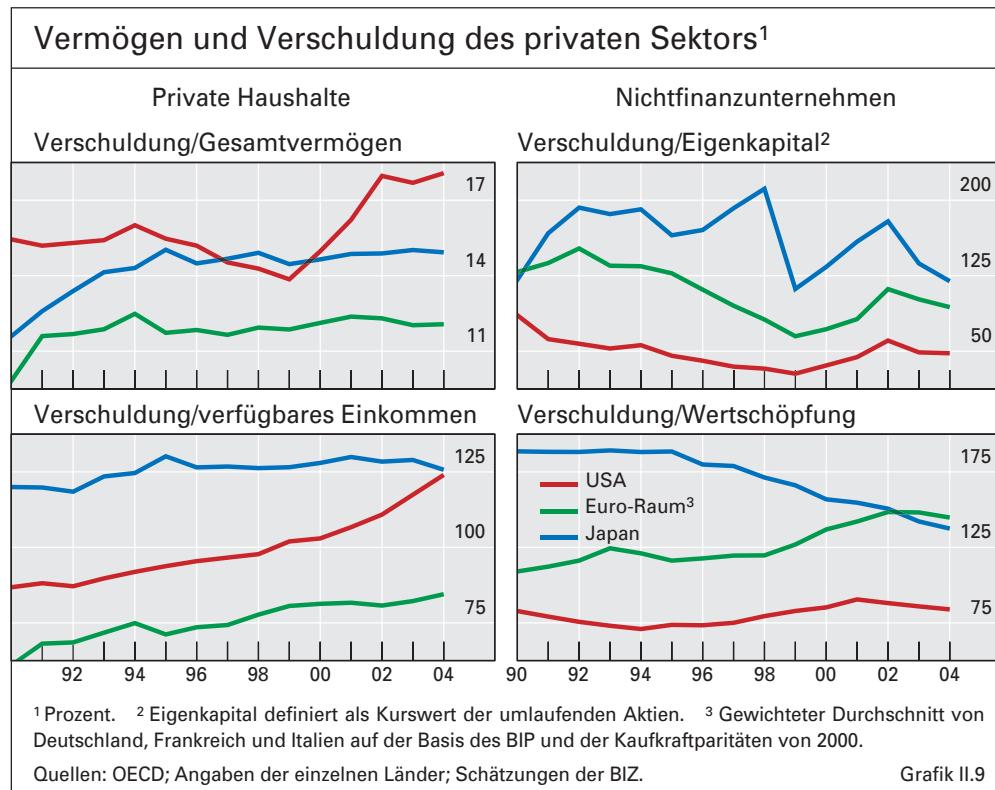
Auch die Unternehmensinvestitionen legten zu, insbesondere in den fortgeschrittenen Industrieländern, nachdem sie sich vom konjunkturellen Tief im Jahr 2002 allmählich erholt hatten. Dahinter standen vor allem höhere Unternehmensausgaben in den USA im Laufe des Jahres 2004. Auch im Euro-Raum nahmen die Unternehmensausgaben nach zwei rückläufigen Jahren zu, wobei gleich nur geringfügig. In Japan waren die Investitionsquoten weiterhin stabil. Insgesamt blieben in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften jedoch sowohl die Wachstumsraten der Unternehmensinvestitionen als auch ihr Anteil am BIP hinter der zweiten Hälfte der 1990er Jahre zurück.

... doch auch dynamischere Unternehmensinvestitionen

Unternehmensbilanzen und -investitionen

Die Unternehmensbilanzen verbesserten sich 2004 in den drei wichtigsten Währungsräumen. Die Verschuldung gemessen am Eigenkapital und an der Wertschöpfung ging überall zurück. In den USA scheinen die Unternehmen

Verbesserte Unternehmensbilanzen ...



allerdings weiterhin in soliderer Verfassung zu sein als im Euro-Raum und in Japan (Grafik II.9). Das robuste Gewinnwachstum – ein globales Phänomen – stützte diese Verbesserung der Unternehmensbilanzen (Grafik II.10). In den USA erreichten sowohl die Gewinnquote als auch die Gewinnspannen 2004 beinahe Rekordniveau. In Europa kletterten die Gewinnquoten fast wieder auf den Stand von Mitte der 1990er Jahre, und auch in Japan wurden beträchtliche Verbesserungen verzeichnet.

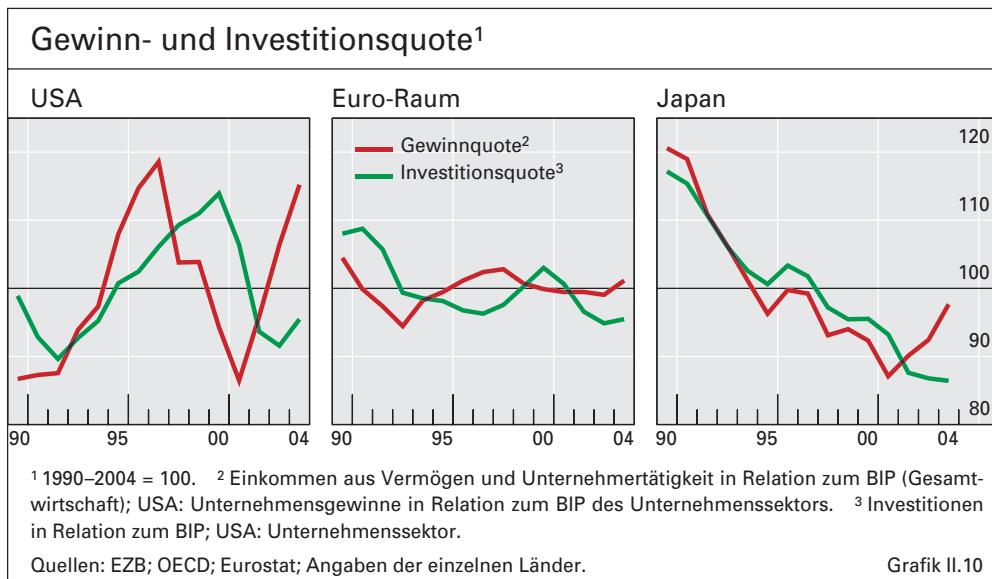
Angesichts der ungewöhnlich hohen Gewinne und der günstigen Bedingungen auf der Angebotsseite erscheint die relativ verhaltene Entwicklung der Unternehmensinvestitionen etwas überraschend. Niedrige Realzinssätze, geringe Kreditrisikoprämien und steigende Aktienkurse hielten die Kapitalkosten auf niedrigem Niveau. Zudem legte die Arbeitsproduktivität im Unternehmensbereich in den OECD-Ländern um rund 3% zu, wobei der Euro-Raum deutlich schlechter abschnitt.

Eine zunehmende Risikoaversion auf Seiten der Unternehmen nach dem Zusammenbruch der Aktienmärkte hat die Anlageinvestitionen offensichtlich gebremst. Die Unternehmen konzentrierten sich in erster Linie auf die Sanierung ihrer Bilanzen, was in den Bemühungen zur Verringerung des Verschuldungsgrads und im „Horten“ von Liquidität zum Ausdruck kam (Kapitel VI). Sie fürchteten wohl, gegenüber veränderten Bedingungen an den Finanzmärkten anfällig zu bleiben. In Japan und einigen europäischen Ländern schienen die Unternehmen vor dem Hintergrund der Verhaltensänderungen der Banken in den letzten Jahren zudem vorsichtiger geworden zu sein, was den Zugang zu Krediten bei schlechter Konjunkturlage betraf.

In den USA spielten auch Unterschiede bei der Gewinnentwicklung in den einzelnen Wirtschaftssektoren eine Rolle. Viele Dienstleistungsbereiche – wie

... aber relativ
verhaltene
Investitionen ...

... aufgrund von
Risikoaversion ...



z.B. Einzelhandel und Finanzdienstleistungen – verzeichneten in den letzten Jahren ein relativ hohes und stabiles Gewinnwachstum. Dagegen gingen die Gewinne in der verarbeitenden Industrie 2001/02 um fast 70% zurück, während ihr Anteil am Gesamtgewinn von 25% auf unter 10% fiel. 2004 erholten sie sich, wobei sie jedoch sowohl in Dollar als auch in Prozent der Wertschöpfung des Sektors gerechnet deutlich hinter dem Niveau der späten 1990er Jahre zurückblieben. Mit den Gewinnen gingen 2001 und 2002 auch die Investitionen zurück. Sogar nachdem sich die Unternehmensausgaben 2003 erholt hatten, waren sie in der verarbeitenden Industrie nur 10% höher als in den 1990er Jahren, während die Investitionen im Unternehmensbereich als Ganzes um fast 50% gestiegen waren.

... je nach Sektor unterschiedlicher Gewinne ...

Auf den Unternehmensausgaben im Euro-Raum und in Japan lastete weiterhin die Unsicherheit über die Entwicklung der Inlandsnachfrage. Erhebungen im Euro-Raum zeigten einen anhaltenden Pessimismus der Unternehmen, insbesondere bezüglich der Aussichten an den inländischen Märkten. In einem schwachen konjunkturellen Umfeld gingen steigende Gewinne mit moderaten Lohnerhöhungen und anhaltend hoher, in einigen Ländern noch zunehmender Arbeitslosigkeit einher. Das liegt zum Teil daran, dass die Unternehmen – vor allem in der verarbeitenden Industrie, wo der globale Wettbewerb besonders scharf ist – das Gewicht weiterhin auf die Steigerung der Kapitalintensität und die Freisetzung von Arbeitskräften legen. Maßnahmen zur Steigerung des Potenzialwachstums – insbesondere in den Dienstleistungsbranchen – und flexiblere Arbeitsmärkte sind Voraussetzungen für bessere Beschäftigungsaussichten und eine entsprechende Belebung der Nachfrage.

... und schwachen
Wachstums an den
Inlandsmärkten

Vermögenspositionen der privaten Haushalte und Ausgabeverhalten

Steigende Preise von Wohnimmobilien und anziehende Aktienkurse sorgten 2004 in vielen Ländern für einen Vermögenszuwachs bei den privaten Haushalten. In den fortgeschrittenen Industrieländern, für die Daten zum Vermögen und zur Verschuldung der privaten Haushalte vorliegen, nahm das

Vermögenszuwachs bei den privaten Haushalten ...

	Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuld				
	Wohnimmobilienpreise ¹		Veränderung gegenüber Höchststand 2004	Zeitpunkt des Höchststands	Veränderung der Hypothekenschuld ²
	Jährliche Veränderung	1996–2003			
		2004			
USA	6,0	11,2	0,0	2004 Q4	3,9
Japan	-3,3	-6,1	-37,1	1991 H1	-0,8
Deutschland	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Vereinigtes Königreich	11,7	12,3	0,0	2004 Q4	5,2
Frankreich	7,2	15,6	0,0	2004 H2	1,9
Italien	4,6	9,7	0,0	2004 H2	1,9
Kanada	4,5	7,8	0,0	2004 Q4	1,7
Spanien	10,8	17,4	0,0	2004 Q4	4,7
Niederlande	10,2	1,8	-2,5	2004 Q3	4,8
Australien	10,2	2,7	-0,2	2004 Q2	5,4
Schweiz	0,5	1,8	-12,9	1989 Q4	3,4
Belgien	5,8	4,2 ³	0,0	2004 Q2	0,1
Schweden	7,8	10,0	0,0	2004 Q4	2,7
Norwegen	7,8	10,5	0,0	2004 Q4	2,7
Dänemark	6,7	11,3	0,0	2004 Q4	1,8
Finnland	8,1	5,6	0,0	2004 Q4	2,7
Irland	14,4	7,8 ⁴	0,0	2004 Q3	9,5

¹ Am Periodenende; nominale Veränderung in Prozent; Japan: Grundstückspreise. ² Von 2003 bis 2004; in Prozentpunkten des BIP. ³ Bis 2004 Q2. ⁴ Bis 2004 Q3.

Quellen: OECD; verschiedene Immobilienfirmen; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

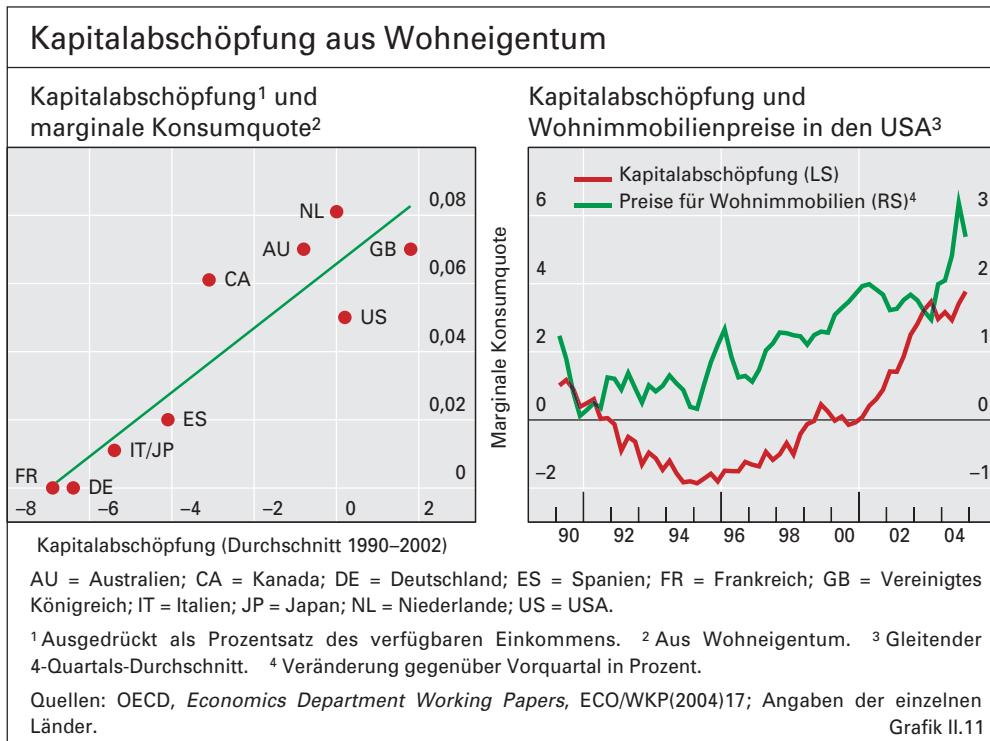
Vermögen sowohl absolut gesehen als auch gemessen am verfügbaren Einkommen zu, mit Japan als bemerkenswerter Ausnahme. Die Preise für Wohnimmobilien, die in den meisten Volkswirtschaften den größten Teil des Vermögens der privaten Haushalte bilden, stiegen in einer Vielzahl von Ländern steil an. In vielen Fällen hatten sie Ende 2004 einen historischen Höchststand erreicht oder lagen nicht weit davon entfernt (Tabelle II.6).

Das Wachstum des Vermögens der privaten Haushalte ging mit einem entsprechenden Anstieg der Verschuldung einher. So blieb das Verhältnis zwischen Verschuldung und Vermögen der privaten Haushalte im Euro-Raum im Wesentlichen unverändert, und in den USA erhöhte es sich (Grafik II.9). Ebenso stieg die Verschuldung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen weiter, insbesondere in den USA. Zum größten Teil kam die höhere Verschuldung der privaten Haushalte durch die Aufnahme von Hypothekenkrediten zustande.

In vielen Ländern, wie z.B. Frankreich oder Spanien, wurde die erhöhte Hypothekenkreditaufnahme für den Erwerb von Wohneigentum eingesetzt. In einer Reihe anderer Länder, z.B. in den USA, dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden und Australien, hat dagegen die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum – durch die Beleihung von Wertzuwächsen über den Mittelbedarf für Investitionen in Wohneigentum hinaus – in den letzten Jahren die effektive Kaufkraft erheblich gesteigert. Seit den 1990er Jahren steht die

... aber auch zunehmende Verschuldung

Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum stützt Konsum ...



Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum in enger Korrelation mit der Neigung, Immobilienvermögen für Konsumzwecke zu nutzen (Grafik II.11). Höhere Kosten für Wohnraum müssten im Prinzip die sonstigen Ausgaben derjenigen, die kein Wohneigentum besitzen, verringert haben, doch ist ein solcher Effekt nicht klar aus den Daten ersichtlich.

Wie anfällig der private Konsum gegenüber einem zukünftigen Rückgang der Preise für Wohneigentum ist, lässt sich schwer beurteilen. Die Erfahrungen aus dem Vereinigten Königreich, Australien und den Niederlanden, wo die Preise für Wohnimmobilien in letzter Zeit langsamer gestiegen oder sogar gefallen sind, lassen darauf schließen, dass sich eine Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt nachteilig auf das Ausgabeverhalten auswirkt. Im Vereinigten Königreich und in Australien hat sich die Konsumentwicklung zuletzt verlangsamt. In den Niederlanden war der private Konsum vor dem Hintergrund steigender Arbeitslosigkeit in den letzten beiden Jahren schwach. Ganz allgemein hängen die Auswirkungen auf das Ausgabeverhalten wohl von mehreren Faktoren ab, z.B. von veränderten langfristigen Erwartungen bezüglich des Arbeits- und Renteneinkommens oder von Veränderungen bei den Zinssätzen. Eine optimistischer stimmende Entwicklung ist, dass die Korrelation zwischen der Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum und steigenden Wohnimmobilienpreisen in den USA in der letzten Zeit weniger ausgeprägt war. Die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum lag im Durchschnitt der Jahre 1990–2002 nahe null. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die privaten Haushalte sie vor allem zur intertemporalen Konsumglättung verwenden. Entsprechend dürfte künftig ein gewisser Ausgleich für die Kapitalabschöpfung der vergangenen Jahre anstehen. Auf jeden Fall wäre ein landesweiter Rückgang der nominalen Preise für Wohnimmobilien in den USA,

... birgt jedoch Risiken

am weltweit größten Markt, ein Phänomen, das in den letzten Jahrzehnten nicht zu beobachten war.

Fiskalpolitik

Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage

In den wichtigsten Industrieländern weiterhin hohe Haushaltsdefizite ...

Trotz einer leichten Straffung der Fiskalpolitik im Jahr 2004 blieben die Haushaltsdefizite in den wichtigsten Industrieländern deutlich über den historischen Durchschnittswerten (Tabelle II.7). In Deutschland, in den USA und im Vereinigten Königreich weitete sich das Defizit am stärksten aus: Der Saldo der öffentlichen Haushalte gemessen am BIP verschlechterte sich seit 2000 um 5–7 Prozentpunkte (Tabelle II.8). Dagegen hat sich die Haushaltssituation in den kleineren Industrieländern (u.a. in Australien, Kanada und Spanien) sowie vielen aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren verbessert. Zum Teil war dies auf günstige konjunkturelle Bedingungen zurückzuführen, doch viele aufstrebende Volkswirtschaften leiteten auch strukturelle Haushaltssubventionen ein (Kapitel III). Zudem konnte – teilweise dank niedriger Zinssätze – das Wachstum der Staatsverschuldung etwas gebremst werden. Die mit dem demografischen Alterungsprozess verbundenen Eventualverbindlichkeiten werden den Staaten in Zukunft jedoch erhebliche zusätzliche Zahlungsverpflichtungen auferlegen, wenn nicht entsprechende Maßnahmen ergriffen werden. In Italien und Japan ist die Staatsverschuldung nach wie vor besonders hoch.

... vor allem struktureller Art

Die Ursachen für die größeren Haushaltsdefizite in den wichtigsten Industrieländern sind unterschiedlich, im Wesentlichen aber struktureller Art (Tabelle II.7). Die höheren Defizite in den USA in den letzten Jahren sind vor allem das Resultat von Steuersenkungen und erhöhten Ausgaben für Militär und innere Sicherheit. Das US-Haushaltsdefizit von 2004 fiel niedriger aus als erwartet, da das Wirtschaftswachstum höhere Einnahmen bescherte und die

Haushaltssalden ¹ im historischen Vergleich							
	Durchschnitt 1980–2003			2004			
	Finanzierungssaldo	Struktureller Haushaltssaldo ²	Bruttoschuld	Finanzierungssaldo	Struktureller Haushaltssaldo ²	Bruttoschuld	Aufwand der Schuldenstabilisierung ³
Industrieländer ⁴	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
USA	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Euro-Raum	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Japan	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Aufstrebende Volkswirtschaften ⁵	-3,0 ⁶	...	44 ⁶	-2,5	...	47	...

¹ Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. ² Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials.

³ Zur Stabilisierung der Nettoschuld erforderliche Veränderung der Finanzlage in Prozentpunkten bei Wachstum des nominalen BIP entsprechend der Potenzialrate. ⁴ Gewichteter Durchschnitt von Australien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Spanien, den USA und dem Vereinigten Königreich auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁵ Gewichteter Durchschnitt der 24 größten aufstrebenden Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁶ 1998–2003.

Quellen: IWF; OECD; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.7

Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage ¹						
	Finanzierungssaldo			Schulden		
	2003	2004	Kumulierte Veränderung 2001–04 ²	Netto	Brutto	
				2004	2004	Kumulierte Veränderung 2001–04 ²
USA	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Euro-Raum	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Deutschland	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
Frankreich	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italien	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Japan	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Vereinigtes Königreich	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Kanada	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australien	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

¹ Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. ² Prozentpunkte.
Quellen: IWF; OECD.

Tabelle II.8

nicht verteidigungsrelevanten Ausgaben begrenzt wurden. Höheres Wachstum und Ausgabenbeschränkungen verringerten auch in Japan im letzten Jahr das Defizit. Allerdings sind dort noch immer die Folgen der hohen Haushaltsdefizite aus den 1990er Jahren zu bewältigen. Auch die Defizite im Euro-Raum sind weitgehend struktureller Art. Obwohl die zyklische Komponente der Defizite geringer war als 2003, verfehlten fast die Hälfte der Mitglieder der Währungsunion die fiskalpolitischen Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts (und zwar in einigen Fällen bereits im dritten Jahr in Folge).

Mittelfristige Prognosen für die Haushaltslage ¹							
	Finanzierungssaldo			Struktureller Haushaltssaldo ²		Bruttoschuld	
	2005	2006	Veränderung gegenüber 2004 ³	2005	2006	2005	2006
USA	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68
Euro-Raum	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79
Deutschland	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74
Frankreich	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74
Italien	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119
Japan	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164
Vereinigtes Königreich	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49
Kanada	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62
Australien	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18

¹ Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. ² Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials. ³ Veränderung des Saldo bzw. der Bruttoschuld in Prozentpunkten in dem in Klammern aufgeführten Jahr gegenüber 2004. Ein positiver Wert zeigt ein geringeres Defizit/einen größeren Überschuss bzw. eine Verringerung der Bruttoschuld an. ⁴ Netto-schuld.
Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.9

Wenig Spielraum
für weitere
fiskalpolitische
Erleichterungen

Nach der expansiven Haushaltspolitik der letzten Jahre haben viele Länder daher kaum Spielraum für weitere fiskalpolitische Expansion. Im Euro-Raum fällt die Notwendigkeit einer Haushaltkskonsolidierung nun sogar mit einer konjunkturellen Abschwächung zusammen. In den USA machen das kräftige Produktionswachstum und das hohe Leistungsbilanzdefizit es leichter bzw. wünschenswerter, den Fehlbetrag im Haushalt zu senken.

Pläne zur Defizit-
reduzierung noch
immer vage

Vor diesem Hintergrund haben die meisten Industrieländer Pläne zur Senkung der Haushaltsdefizite bis zum Ende des Jahrzehnts angekündigt (Tabelle II.9). Die US-Regierung hat sich verpflichtet, das Haushaltsdefizit bis 2010 auf weniger als 2% des BIP zu senken. In Japan soll bis Anfang des kommenden Jahrzehnts ein Überschuss im Primärhaushalt (ohne Sozialausgaben) erwirtschaftet und die staatliche Bruttogesamtschuld bei rund 150% des BIP stabilisiert werden. Im Euro-Raum haben sich Länder mit einem schwachen Struktursaldo verpflichtet, bis 2007 eine Verbesserung von rund ½ Prozentpunkt des BIP pro Jahr zu erzielen. Die konkrete Benennung der Maßnahmen, mit denen dies im Einzelnen erreicht werden soll, steht jedoch in der Regel noch aus.

Wege zur Haushaltkskonsolidierung

Steuerreformen
mit Vorschlägen
zur Pauschalbe-
steuerung vermehrt
im Blickpunkt

Steuerreformen sind in letzter Zeit wieder zu einem politischen Thema geworden, zum Teil aufgrund des offensichtlichen Erfolges früherer Reformen in Irland und im Vereinigten Königreich. Die jüngsten Versuche mit Pauschalsteuern in der Slowakei (die einen einheitlichen Satz von jeweils 19% für die Körperschaft-, Einkommen- und Mehrwertsteuer einführte) und anderen mittel- und osteuropäischen Ländern werden ebenfalls aufmerksam verfolgt. Der intensivere globale Wettbewerb und die Option der Produktionsverlagerung dürften künftig wenig Spielraum für eine Erhöhung der direkten Steuern lassen, insbesondere für Unternehmen. Indirekte Steuern könnten vor diesem Hintergrund vermehrt an Attraktivität gewinnen.

Wenig geänderte
Ausgaben-
strukturen ...

Kürzungen der laufenden öffentlichen Ausgaben und Leistungen (mit Ausnahme der Rentensysteme) spielten bei den Reformvorschlägen in letzter Zeit keine wesentliche Rolle. Im Euro-Raum war die hohe Arbeitslosigkeit dabei ein großes Hindernis. Überall, wo eine Reform der Arbeitslosenleistungen und der Finanzierung des Gesundheitswesens eingeleitet wurde (z.B. in Deutschland), stießen die Behörden auf erhebliche Schwierigkeiten.

... aber beginnende
Rentenreformen

Eine Reihe von Ländern haben Schritte zur Reform ihrer Rentensysteme unternommen. Die 2004 verabschiedete japanische Rentenreform umfasst schrittweise Kürzungen der Leistungen, Erhöhungen der individuellen Beiträge sowie Transferleistungen des Staates an das Rentensystem (möglicherweise einschl. Steuererhöhungen). Auf diese Weise soll das langfristige Defizit des Systems zurückgeführt werden. In Italien wird mit der ebenfalls im letzten Jahr eingeführten Rentenreform das effektive Ruhestandsalter ab 2008 angehoben. Zudem werden die Arbeitnehmer die Möglichkeit haben, ihre Rente aus der Pflichtversicherung aufzustocken, indem sie zusätzlich in private Pensionsfonds einzahlen. Die US-Regierung kündigte in ihrem Haushalt für 2005 ebenfalls einen Plan zur Einführung freiwilliger Rentenkonten an. In Deutschland wurde das Verhältnis der Rentenleistungen zu den Durchschnittslöhnen

reduziert, und die Leistungshöhe wurde mit dem Altenquotienten verknüpft.

Wichtige Impulse für die Umsetzung der Pläne zur Haushaltskonsolidierung werden von den Märkten für Staatsschuldtitel erwartet. Es überrascht etwas, dass an den Finanzmärkten derzeit kaum eine Risikoprämie für gegenwärtige und zukünftige Haushaltsungleichgewichte in den wichtigsten Industrieländern gefordert wird. Im Euro-Raum z.B. hatten die hohen Haushaltsdefizite und Schuldenstände trotz einiger Rating-Herabstufungen bis jetzt eher begrenzte Spillover-Effekte auf die Realzinssätze oder die Renditenaufschläge von Staatsanleihen. Eine Erklärung hierfür ist, dass die Erfolge bei der Bekämpfung der Haushaltsdefizite Mitte der 1990er Jahre den Willensbekundungen zur Defizitsenkung Glaubwürdigkeit verliehen. Eine andere ist, dass die Anleger die mit den gegenwärtigen Haushaltsdefiziten verbundenen Risiken als begrenzt ansehen, vielleicht weil erwartet wird, dass der weltweite Trend zu Deregulierung und Privatisierung die Rolle des Staates und die öffentlichen Ausgaben langfristig einschränken wird. Andere Erklärungsansätze betonen, dass die Finanzierungsbedingungen derzeit für alle Schuldner günstig sind, nicht nur für die staatlichen (Kapitel VI).

Ein weiterer Anreiz zur Konsolidierung, insbesondere für die großen Länder im Euro-Raum und für Japan, könnte sich daraus ergeben, dass Haushaltkskonsolidierung und Wirtschaftswachstum in der Vergangenheit mitunter positiv korreliert waren. Wenn die Konsolidierung mit einer dauerhaften Reduzierung der Staatsausgaben und der öffentlichen Verschuldung in Verbindung gesehen wird, kann sie die Erwartung wecken, dass Steuern und langfristige Zinssätze künftig niedriger sein werden. Auf rund die Hälfte der öffentlichen Sparprogramme in den EU-15-Ländern seit den 1970er Jahren folgte in der Tat ein stärkeres Wachstum. Am häufigsten wird dabei vielleicht auf Dänemark und Irland Mitte bis Ende der 1980er Jahre und auf Spanien in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre verwiesen. Allerdings war ein guter Teil der Wachstumsimpulse in diesen Fällen wohl darauf zurückzuführen, dass die haushaltspolitische Zurückhaltung von einer Lockerung der Geldpolitik und realen Abwertungen begleitet wurde. Die Finanzierungskosten waren seinerzeit ebenfalls hoch, was beträchtliche Gewinne aus Zinsenkungen und niedrigeren Länderrisikoprämien ermöglichte. Heute dagegen sind die Zinssätze sehr niedrig. Dennoch könnten haushaltspolitische Anpassungen, die die Ineffizienzen der traditionellen Wohlfahrtssysteme verringern, durchaus den Willen zur künftigen Straffung der öffentlichen Ausgaben signalisieren und sich positiv auf die Erwartungen auswirken.

Dort, wo die Haushaltsungleichgewichte in einer Phase lebhaften Wirtschaftswachstums größer geworden sind, sollte die Haushaltkskonsolidierung zielpstrebig verfolgt werden. Eine Kombination höherer Steuern und niedrigerer Staatsausgaben würde helfen, die Haushaltsdefizite zu verringern und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen. In den USA würde die Konsolidierung zudem zu einer Reduzierung des hohen Leistungsbilanzdefizits beitragen.

Auch fiskalpolitische Regeln könnten Konsolidierungsanreize geben. In Ländern, in denen die Haushaltsplanung fest in einen mittelfristigen Rahmen

Marktdisziplin als Triebfeder der Haushaltskonsolidierung

Wachstumsimpulse durch Haushaltskonsolidierung?

Haushaltkskonsolidierung als Beitrag zur Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage

Haushaltsregeln als mögliche Stütze der Konsolidierung, aber Umsetzung entscheidend

integriert ist, dürfte es leichter sein, die haushaltspolitischen Zielsetzungen zu erreichen. Zweifelsohne haben zahlreiche EU-Länder erhebliche Haushaltsanpassungen vorgenommen, um dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und zuvor den Maastricht-Kriterien zu genügen. Auch zur haushaltspolitischen Disziplinierung sowohl der verschiedenen staatlichen Ebenen innerhalb eines Landes als auch einiger aufstrebender Volkswirtschaften wurden Haushaltsregeln mit Erfolg eingesetzt. Kürzlich wurden in den USA Forderungen laut, eine dem früheren Budget Enforcement Act vergleichbare Regelung einzuführen, um den Willen zur Haushaltsdisziplin zu bekräftigen. Die jüngsten Probleme mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zeigen jedoch, dass selbst fest etablierte Haushaltsregeln scheitern können, wenn es am Willen zur Einhaltung fehlt.

Demografische Alterung als große langfristige Herausforderung für die Fiskalpolitik

Längerfristig dürfte der wichtigste Impuls für fiskalpolitische Reformen von den Herausforderungen der demografischen Alterung kommen. Die erste Welle der geburtenstarken Jahrgänge wird im nächsten Jahrzehnt in den Ruhestand gehen, was nicht nur die staatlichen Rentensysteme, sondern auch das Gesundheitswesen immer stärker beanspruchen wird. Selbst unter Berücksichtigung der bereits ergriffenen Maßnahmen zur Kürzung zukünftiger Leistungen wird davon ausgegangen, dass die Renten- und Gesundheitsausgaben im Durchschnitt der OECD-Länder in den kommenden vier Jahrzehnten um fast 7 Prozentpunkte des BIP steigen werden. Weitere politische Maßnahmen werden damit immer unumgänglicher.

III. Anstehende Themen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

Die wichtigsten aufstrebenden Wirtschaftsregionen verzeichneten 2004 alle ein überraschend starkes Wachstum (Tabelle III.1), das die bereits 2003 robusten Wachstumsraten noch übertraf und dem ein ausgewogeneres Verhältnis von Auslands- und Inlandsnachfrage zugrunde lag. Die Exporte aus den aufstrebenden Volkswirtschaften und die Kapitalzuflüsse profitierten von den weltweit noch immer ungewöhnlich günstigen Rahmenbedingungen. In allen Regionen stieg das Vertrauen von Verbrauchern und Investoren. Durch das rasche Wachstum geriet die Versorgung mit vielen kritischen Ressourcen wie Öl unter Druck. Im Gegensatz zu früher führten die höheren Ölpreise allerdings

Wirtschaftswachstum und Inflation ¹									
	Reales BIP					Verbraucherpreise ^{2, 3}			
	Durchschnitt 1995– 2003	2004	2005		Durchschnitt 1995– 2003	2004	2005		
			Erstes Quartal	Prognose			Erstes Quartal	Prognose	
Asien ⁴	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9	
China	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2	
Indien	5,9	7,1	6,7	7,1 ⁵	5,2	6,7	5,1	5,6 ⁵	
Korea	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2	
Sonstige ^{4, 6}	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2	
Lateinamerika ^{4, 7}	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3	
Argentinien	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0	
Brasilien	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5	
Mexiko	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0	
Mitteleuropa ^{4, 8}	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4	
Russland	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6	
Türkei	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0	
Afrika	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7	
Naher Osten	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6	
Insgesamt ^{4, 9}	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0	
<i>Nachrichtlich:</i> <i>G7-Länder</i>	2,4	3,2	2,5	2,3	1,9	2,0	2,2	2,0	

Anmerkung: Die Prognosen und die meisten BIP-Daten für das erste Quartal 2005 basieren auf im Mai 2005 veröffentlichten Prognosemittelwerten aus Expertenbefragungen, auf Angaben von JPMorgan Chase und auf dem *World Economic Outlook* des IWF.

¹ Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Lateinamerika: Preise am Periodenende. ³ Indien: Großhandelspreise. ⁴ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁵ Für das im April beginnende Fiskaljahr. ⁶ Hongkong, SVR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ⁷ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁸ Polen, Tschechische Republik, Ungarn. ⁹ Aufgeführte Volkswirtschaften ohne Afrika und Nahen Osten.

Quellen: IWF; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle III.1

nicht zu einem ausgeprägten Wiederanstieg der Inflation. In Asien und anderen Regionen blieben die Zinssätze niedrig – zum Teil deshalb, weil der Aufwertungsdruck die Währungsbehörden veranlasst haben dürfte, eine lockerere Geldpolitik zu betreiben, als es sonst der Fall gewesen wäre.

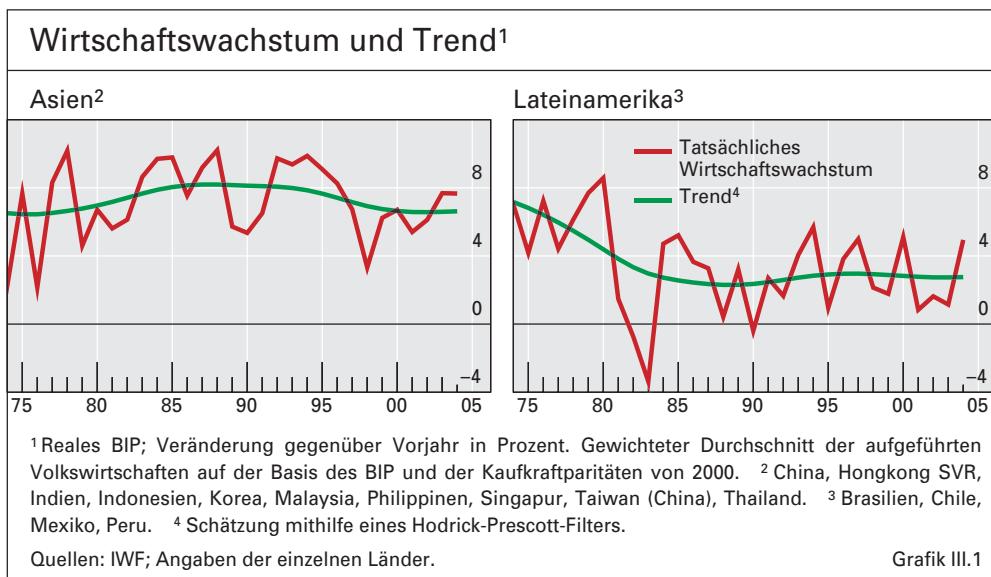
Vor diesem Hintergrund stellt sich weiterhin die Frage, ob die aufstrebenden Volkswirtschaften mittlerweile weniger schockanfällig sind. Verschiedenes spricht dafür. Erstens könnte sich das Wachstum aufgrund des zunehmenden Gewichts der Inlandsnachfrage wohl auch bei einer Abschwächung der Auslandsnachfrage fortsetzen. Zweitens hat sich die öffentliche Haushaltsslage spürbar verbessert, in einigen Ländern unterstützt durch Gesetzesreformen und die Entwicklung lokaler Anleihemärkte. Drittens hat sich die Inflation offensichtlich stabilisiert, was in manchen Fällen auf eine größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zurückzuführen ist. Auch die geringere Bedeutung expliziter Wechselkursziele reduziert die Schockanfälligkeit. Viertens hat sich in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften die Leistungsbilanz verbessert. Fünftens sind Fortschritte bei der Ertragslage der Banken festzustellen.

Diese Verbesserungen dürften jedoch ihrerseits die Folge günstiger konjunktureller Faktoren sein. Eine weltweite Konjunkturabschwächung würde einige der jüngsten Fortschritte womöglich zunichte machen – ebenso, wie eine Straffung der Geldpolitik in den Industrieländern die Kapitalzuflüsse bremsen, die kürzlichen Währungsaufwertungen umkehren und die öffentlichen Haushalte in Bedrängnis bringen könnte. Sollte sich das Wachstum dagegen fortsetzen, könnten in einigen Ländern die Inflationserwartungen ansteigen. Auch das Verhältnis der kurzfristigen zur gesamten Auslandsverschuldung ist in manchen Ländern nach wie vor hoch, obwohl umfangreiche Währungsreserven die Risiken erheblich dämpfen. Schließlich bestehen für den Bankensektor noch immer verschiedene Risiken, und in bestimmten Fällen bedarf es grundlegenderer Verbesserungen der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen.

Jüngste Entwicklung

Außerordentliches
Wachstum 2004

Der derzeitige Konjunkturaufschwung, der Ende 2001 einsetzte, umfasst praktisch alle aufstrebenden Volkswirtschaften (Tabelle III.1). Im vergangenen Jahr verzeichneten die meisten Länder ein hohes Produktionswachstum, das offenbar über dem Trend der letzten beiden Jahre lag (Grafik III.1). Trotz einiger negativer Schocks in jüngerer Zeit, wie der Ölpreiserhöhungen, wird für die aufstrebenden Volkswirtschaften für 2005 ein erneut stabiles Wachstum von durchschnittlich über 6% prognostiziert. In Asien führen China und Indien den Konjunkturaufschwung an, doch andere Volkswirtschaften liegen nur knapp dahinter. In Lateinamerika erholte sich die Wirtschaft in Argentinien, Brasilien wie auch Mexiko deutlich, und in mehreren Ländern der Region lag das Wachstum über dem Trend. In Mittel- und Osteuropa werden alle größeren Volkswirtschaften trotz der jüngsten Konjunkturabflachung 2005 voraussichtlich stark expandieren. Zudem hat das Wachstum in der Türkei im Laufe des vergangenen Jahres wieder zugenommen, und in Russland ist es



weiterhin robust. In weiten Teilen Afrikas hat die Wirtschaft ebenfalls an Fahrt gewonnen.

Mehrere Faktoren stützten das Wachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften. Erstens wirkte sich die Dynamik der globalen Nachfrage, die hauptsächlich auf das lebhafte Wachstum in den USA und China zurückzuführen war, sehr günstig aus. In vielen Ländern stiegen die Exporte im letzten Jahr um 20–40%. Die asiatischen Ausfuhren wuchsen trotz einer leichten zyklischen Schwäche im IT-Bereich in der zweiten Jahreshälfte 2004 weiterhin kräftig, da sich die Nachfrage der USA und Chinas nach nicht elektronischen Gütern erhöhte. Die Nachfrage nach Rohstoffen aus Lateinamerika, Russland und Südafrika war ebenfalls rege. Infolge der Exportstärke verbesserten sich die Leistungsbilanzen. So erzielten die aufstrebenden Volkswirtschaften 2004 insgesamt einen Rekordüberschuss von \$ 277 Mrd. (Tabelle III.2). Zu diesem Ergebnis trug vorwiegend Asien bei, doch wiesen auch mehrere lateinamerikanische Länder beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse aus, sodass sie Auslandsschulden abbauen und wieder Währungsreserven bilden konnten. In Mitteleuropa waren die Leistungsbilanzdefizite dagegen noch immer hoch.

Auftrieb durch starke globale Nachfrage ...

Zweitens verbesserten günstigere binnenwirtschaftliche Fundamentaldaten die Bonität vieler Länder, und dies führte in Verbindung mit der weltweit reichlich vorhandenen Liquidität zu einem größeren Zufluss von privatem Kapital in aufstrebende Volkswirtschaften. In China beschleunigten sich die Kapitalzuflüsse im letzten Jahr aufgrund umfangreicher Direktinvestitionen sowie stark zunehmender Portfolioinvestitionen und privater gewerblicher Kredite deutlich; dabei spielten Erwartungen einer Aufwertung des Renminbi wahrscheinlich eine Rolle. In Indien und Korea kam es zu einer sprunghaften Erhöhung der ausländischen Direktinvestitionen, wobei Indien auch hohe Portfoliozuflüsse verzeichnete. 2004 nahmen auch die Kapitalströme nach Südostasien wieder zu, wenngleich sie im Vergleich zum Stand vor den Finanzkrisen von 1997/98 immer noch niedrig waren. In Lateinamerika tilgten einige Länder Auslandsschulden bzw. refinanzierten hochverzinste Schulden teilweise zu niedrigeren Zinssätzen. Dennoch gingen die Nettokapitalströme in die

... hohe Kapitalzuflüsse ...

... und lebhafte
Inlandsnachfrage

wichtigsten Länder dieser Region leicht zurück. In Mitteleuropa waren die Kapitalzuflüsse weiterhin hoch, während sie in Südafrika zunahmen.

Drittens belebte sich in allen Regionen die Inlandsnachfrage. Trotz der kürzlichen Leitzinserhöhungen mehrerer Zentralbanken blieb die Geldpolitik überall nachfragefreudlich ausgerichtet, obwohl es in einigen Ländern Anzeichen dafür gab, dass die Kapazitätsauslastung erheblich gestiegen war. Die kurzfristigen Realzinssätze sind in weiten Teilen Asiens seit drei Jahren nahe null oder negativ (Grafik III.2 links). Auch in den meisten Ländern Lateinamerikas und in Mitteleuropa sind sie im Vergleich zu früher immer noch niedrig. In vielen Ländern – vor allem in Asien – dürfte der Aufwertungsdruck auf die Währungen dazu geführt haben, dass die Leitzinsen vergleichsweise niedrig gehalten wurden, was sich vielleicht auch an dem weiteren Rückgang der realen langfristigen Anleihezinsen und den höheren Aktienkursen zeigte (Grafik III.3).

In Asien
höhere
Investitionen ...

In Asien sorgten günstigere Finanzierungsbedingungen und das gestiegene Anlegervertrauen für höhere Investitionsausgaben. Die Investitionsquoten erreichten zwar nicht ihren Stand vor den Krisen 1997/98, erholten sich im letzten Jahr jedoch in einer Reihe südostasiatischer Volkswirtschaften. China bremste das nominale Wachstum der Anlageinvestitionen mit geldpolitischen und anderen staatlichen Straffungsmaßnahmen 2004 erheblich. Das Verhältnis der nominalen Anlageinvestitionen zum BIP stieg trotzdem von

Entwicklung der Zahlungsbilanzen

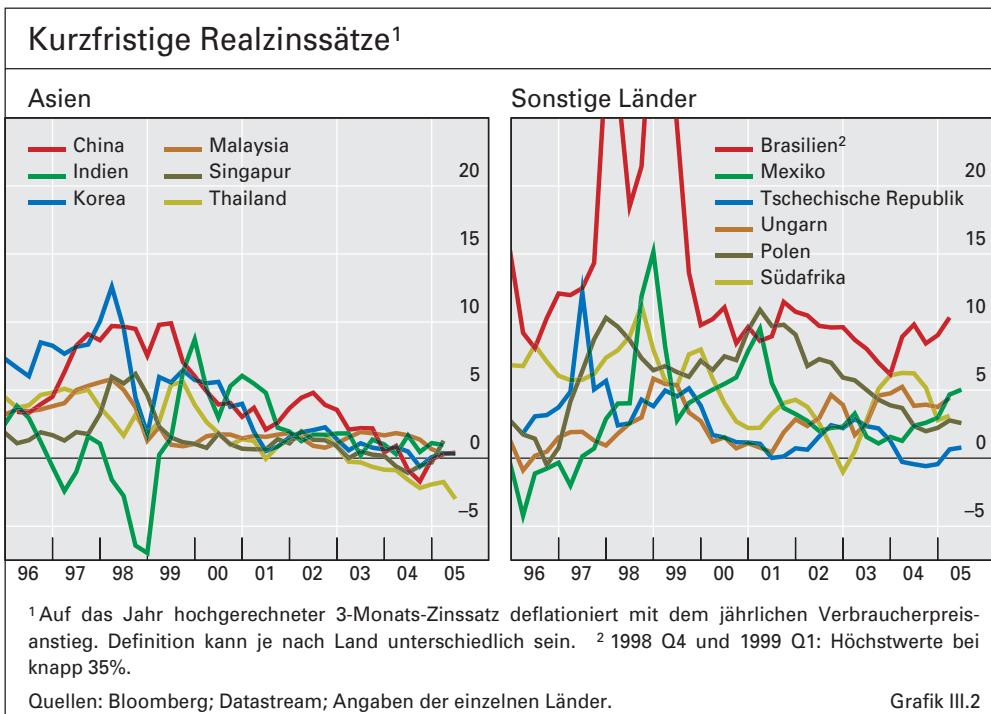
Mrd. US-Dollar

	Leistungsbilanzsaldo			Private Nettokapitalströme ¹			Veränderung der Reserven ²		
	Durch- schnitt 1990–96	Durch- schnitt 2000–03	2004	Durch- schnitt 1990–96	Durch- schnitt 2000–03	2004	Durch- schnitt 1990–96	Durch- schnitt 2000–03	2004
Asien	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
China	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
Indien	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Korea	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
Sonstige ³	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
Lateinamerika ⁴	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brasilien	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
Mexiko	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Mitteleuropa ⁵	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Russland	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Türkei	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Südafrika	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Insgesamt ⁶	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
Nachrichtlich: Ölexportierende Länder ⁷	-8,9 ⁸	53,2	120,4	37,3	-16,2	-18,9	9,5 ⁹	26,5	60,6

¹ Direkt- und Portfolioinvestitionen, Finanzderivate und sonstige Anlagen, ohne Anlagen von Währungsbehörden und Staaten. Teilweise geschätzt. ² Positiver Wert = Anstieg der Reserven. ³ Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁵ Polen, Tschechische Republik, Ungarn. ⁶ Aufgeführte Volkswirtschaften sowie Israel und Saudi-Arabien. ⁷ Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Venezuela. ⁸ 1994–96. ⁹ 1996.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.2



47% im Jahr 2003 auf 51% im Jahr 2004, und in einigen überhitzten Sektoren wie der Immobilienbranche nahmen die Investitionen in unvermindertem Tempo zu. Auch die Investitionen in Projekte außerhalb der bereits überhitzten Sektoren stiegen im vergangenen Jahr Berichten zufolge stark an, zum Teil weil die Nachfrage durch die staatlichen Maßnahmen umgelenkt wurde. Mehrere auf makroökonomische Daten gestützte Berechnungen lassen darauf schließen, dass die Rentabilität einiger Investitionen ungewöhnlich niedrig ist. Gleichzeitig erholt sich in China der private Verbrauch, und der Export blieb lebhaft.

In Lateinamerika belebte sich die Inlandsnachfrage im Laufe des Jahres 2004 ausgesprochen deutlich. In Argentinien, Brasilien und Venezuela erholt sich der private Verbrauch von dem Einbruch während der jüngsten Krisen, und in Chile und Mexiko nahm er weiterhin zu. In mehreren Ländern stiegen die Investitionen im letzten Jahr real um 10–40%. Ein ähnliches Bild ergab sich in den wichtigsten mittel- und osteuropäischen Ländern mit einem Investitionswachstum zwischen 5% und 10% z.B. in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn. In Russland ist der Verbrauch die wichtigste Antriebskraft der Inlandsnachfrage, während sich die Investitionen abgeschwächt haben. In der Türkei war das nach der jüngsten Finanzkrise zurückkehrende Vertrauen mit einem erheblich beschleunigten Wachstum der Inlandsnachfrage verbunden.

Dennoch stellte der derzeitige Aufschwung die Behörden an mehreren Fronten vor herausfordernde Aufgaben. So ließen die starke Nachfrage und die höheren Rohstoffpreise im letzten Jahr die Inflationsraten in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften ansteigen. In Asien z.B. lag die durchschnittliche Inflation 2004 zwar nur leicht höher als in den Jahren 1995–2003, doch in mehreren Ländern stieg die Inflationsrate generell an (Tabelle III.1). In China erhöhte sich der Verbraucherpreisanstieg im dritten Quartal 2004 auf über 5%,

... und in Lateinamerika Erholung der Nachfrage

Herausforderungen durch Inflation ...

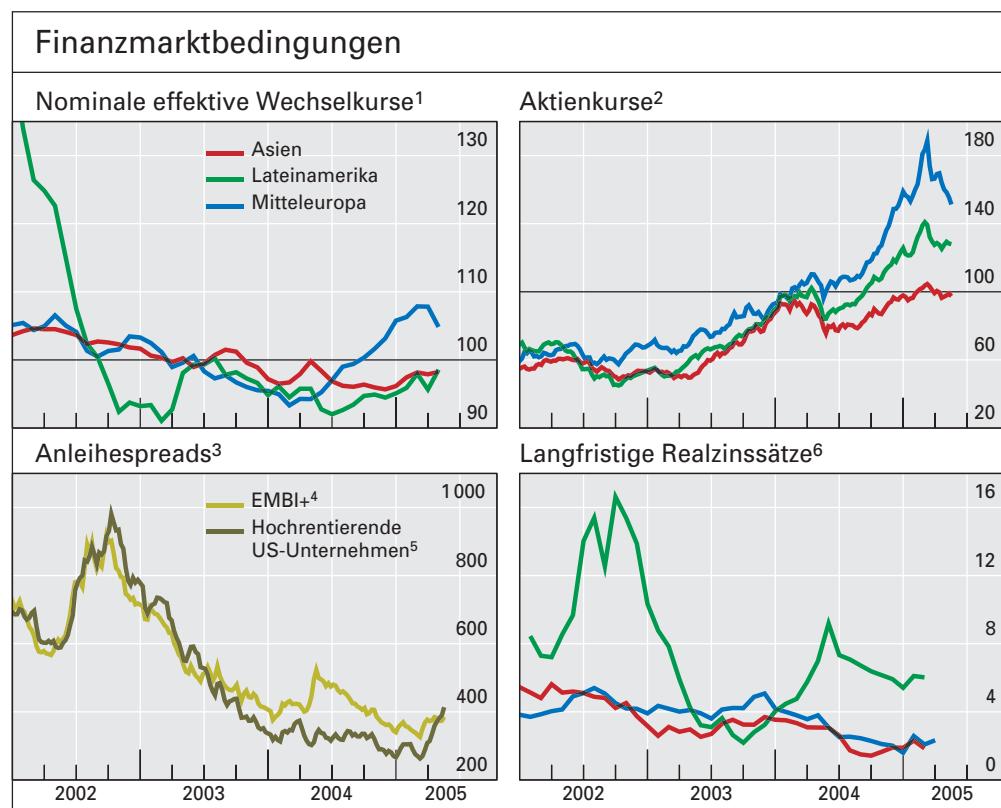
bevor er in den darauffolgenden Monaten wieder zurückging. Die Erzeugerpreise stiegen dagegen weiterhin kräftig. Auch in Indien erhöhte sich die Inflation im Jahr 2004 auf 8% und schwächte sich Anfang 2005 ab. In Lateinamerika sowie in Mittel- und Osteuropa blieb sie 2004 im langfristigen Vergleich niedrig. Im ersten Quartal 2005 erhöhte sich allerdings der Inflationsdruck in Argentinien, und im April stieg die Inflation auch in Brasilien.

... mit teilweiser
Straffung der
Geldpolitik als Folge

Einige Länder waren daher gezwungen, ihre Geldpolitik zu straffen. In China und Indien geschah dies sowohl auf direktem Wege, z.B. durch die Erhöhung der Mindestreserven für die Banken, als auch indirekt durch Zins erhöhungen. Thailand hat die Zinssätze seit August 2004 beträchtlich nach oben geführt, um die Gefahr einer künftigen Inflation zu verringern. Die Philippinen und Indonesien hoben ihren jeweiligen Leitzins im April 2005 um 25 Basispunkte an. Auch in mehreren lateinamerikanischen Ländern, darunter Brasilien und Mexiko, wurden die Zinsen heraufgesetzt.

Währungs-
aufwertung ...

Außerdem sind die Währungen in Ländern mit flexiblen Wechselkursen infolge erheblicher Leistungsbilanzüberschüsse unter Aufwertungsdruck geraten. In allen Regionen führte dies 2004 zu stärkeren Aufwertungen gegenüber dem Dollar (in Mitteleuropa gegenüber dem Euro) als in den vorangegangenen Jahren. Dennoch intervenierten, wie in Kapitel V erläutert, die



Anmerkung: Länderzusammensetzung für Asien und Lateinamerika in den einzelnen Feldern jeweils unterschiedlich. Regionaler Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

¹ 2002–04 = 100; Anstieg = Aufwertung. ² Auf US-Dollar-Basis; Höchststand des US S&P 500 am 24. März 2000 = 100. ³ Basispunkte. ⁴ Gegenüber US-Schatzpapieren gemäß Berechnung von JPMorgan Chase.

⁵ Indexrendite für einen Korb von US-Dollar-Unternehmensanleihen unterhalb „investment grade“ gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen. ⁶ Jeweils in Landeswährung, deflationiert mit dem jährlichen Verbraucherpreisanstieg; Prozent.

Quellen: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Grafik III.3

Währungsbehörden in den meisten asiatischen Volkswirtschaften weiterhin am Devisenmarkt, um die Aufwertung ihrer Währung in Grenzen zu halten bzw. feste Wechselkurse zu wahren. Daher stiegen 2004 die Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens insgesamt so steil an wie nie zuvor (Tabelle III.2), und die meisten asiatischen Währungen werteten in nominaler effektiver Betrachtung fast das ganze Jahr hindurch weiter ab, bevor sich der Trend Anfang 2005 umkehrte (Grafik III.3 links oben). Wie oben erwähnt, scheint der Aufbau von Währungsreserven ergänzt worden zu sein durch eine Geldpolitik, die weniger stark gestrafft wurde, als es sonst vielleicht der Fall gewesen wäre.

Mit steigendem Inflationsdruck dürfte dieser akkommodierende geldpolitische Kurs umgekehrt werden müssen. Das rasche Kreditwachstum bei den privaten Haushalten in vielen Ländern im letzten Jahr zusammen mit den steigenden Immobilienpreisen (s. weiter unten) könnte die Zentralbanken ebenfalls veranlassen, die Geldpolitik schneller zu straffen. Außerdem muss möglicherweise die Interventionspolitik überdacht werden. Die zunehmenden Kosten des Haltens von Währungsreserven sind mit fiskalischen Kosten verbunden – und eventuell auch mit Bilanzverlusten, falls die eigene Währung zur Aufwertung gezwungen wird. Die Marktauffassung, dass solch massive Interventionen am Devisenmarkt auf Dauer vielleicht nicht aufrechtzuerhalten sind, könnte ihrerseits beträchtliche spekulative Zuflüsse kurzfristiger Mittel auslösen. Die Zuflüsse an den indischen Aktienmarkt sollen gegen Ende 2004 stark zugenommen haben, und in Korea soll die Erwartung einer Währungsaufwertung zur selben Zeit Gebietsansässige veranlasst haben, im Ausland angelegtes Kapital zurückzuführen.

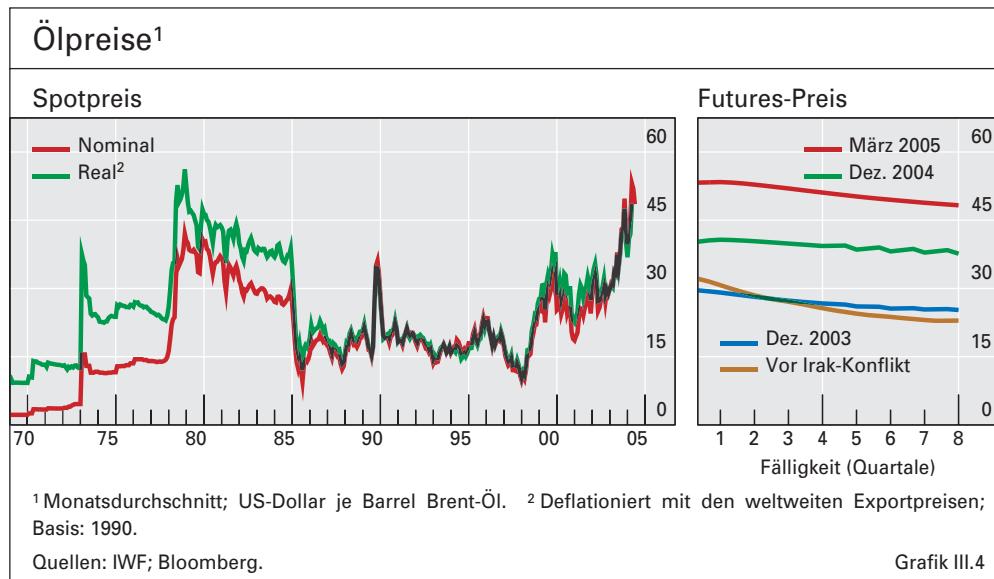
... mit Einschränkungen für Interventionen

Hohe Rohstoffpreise: Ursachen und Wirkungen

Die Entwicklung der Rohstoffpreise hatte bedeutende Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften. Seit Anfang 2002 sind die Ölpreise in US-Dollar um 150% gestiegen. Im vergangenen Jahr war der Anstieg besonders ausgeprägt, und die Ölpreise erreichten immer wieder neue Höchststände, bevor sie Mitte März 2005 fielen (Grafik III.4). Dennoch bleiben sie in realer Betrachtung unter den während der zweiten Ölkrisen von 1979 erreichten Werten. Auch die Metallpreise haben sich von ihrem Tiefstand Ende der 1990er Jahre real deutlich erholt, auch wenn sie derzeit nicht höher sind als Anfang 1990 (Grafik III.5 links). Die Preise wichtiger Produktionsfaktoren wie Kupfer, Blei und Kohle, die 2003 moderat gestiegen waren, haben seit Anfang 2004 stark angezogen.

Die Rohstoffpreise wurden durch eine Reihe gemeinsamer Faktoren beeinflusst. Das weltweit starke Wachstum der verarbeitenden Industrie erhöhte die Nachfrage nach Grundstoffen und ließ angesichts der geringen kurzfristigen Angebotselastizität die Preise steigen. Bei den Ölpreisen spielte insbesondere auch die zunehmende Konzentration des Weltwirtschaftswachstums auf einige asiatische Volkswirtschaften mit hohem Ölbedarf eine Rolle. So beschleunigte sich das Wachstum der globalen Ölnachfrage von unter 1% im Jahr 2002 auf 3½% im Jahr 2004. Allein auf China entfiel im letzten

Lebhafte Ölnachfrage ...



Jahr rund ein Drittel der zusätzlichen Ölnachfrage, und für weitere 17% waren andere asiatische Volkswirtschaften verantwortlich.

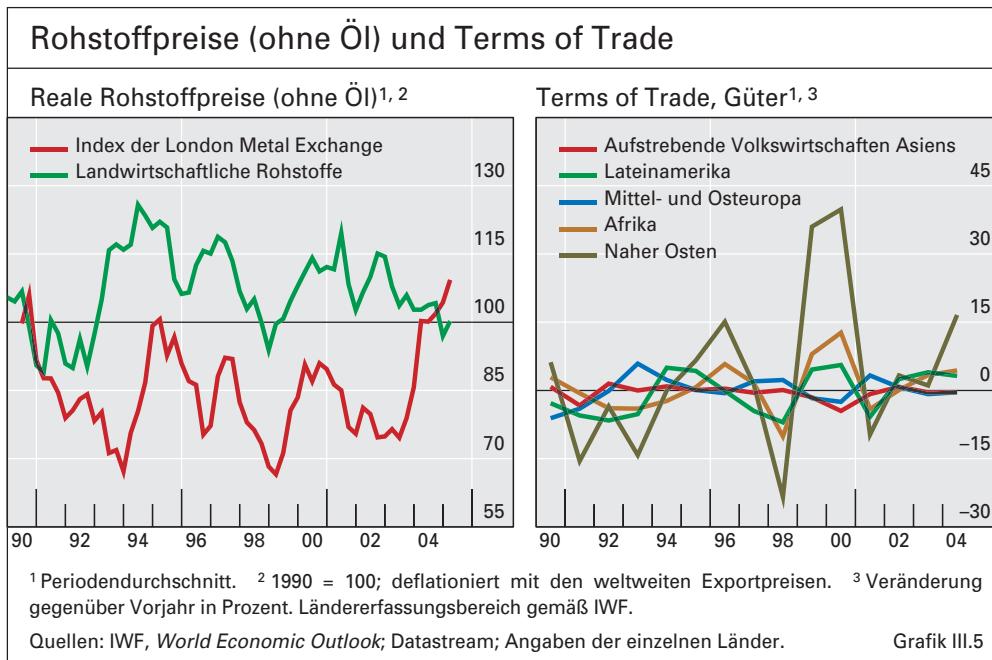
... und Angebotsverknappung ...

Gleichzeitig wurde das weltweite Ölangebot trotz Produktionserhöhungen der nicht zur OPEC gehörenden Länder stetig knapper, was auf die über lange Zeit niedrigen Investitionen im Ölsektor zurückzuführen war. Die Kapazitätsreserve der OPEC (ohne Irak) ist in den letzten Monaten auf ein sehr niedriges Niveau gefallen, nämlich 1–2 Mio. Barrel pro Tag oder rund 2% des weltweiten Ölangebots. Derart angespannte Marktverhältnisse haben die Reagibilität des Ölpreises auf jüngste negative Faktoren verschärft, wie das zunehmend ungewisse Angebot aus dem Nahen Osten und wiederholte Förderprobleme in Nicht-OPEC-Ländern. Vorübergehende Raffinerieengpässe bei der Umwandlung von schwererem Rohöl in Treibstoff haben ebenfalls zu einer Ausweitung des Preisgefälles zwischen leichterem und schwererem Rohöl beigetragen. Die Preisdifferenz zwischen dem leichteren Brent- und dem schwereren Dubai-Benchmark-Rohöl vergrößerte sich von weniger als \$ 3 je Barrel im Jahr 2003 auf etwa \$ 14 Mitte Oktober 2004, bevor sie sich in den letzten Monaten wieder erheblich verringerte.

... dürften Ölpreisentwicklung grundlegend verändern

Eine wichtige Rolle spielte zudem die Erwartung, dass die Ölpreise mittelfristig hoch bleiben werden. In der frühen Phase des Preiszyklus, als die Spotpreise in die Höhe schnellten, stiegen die Preise für Ölfutures langsamer oder fielen sogar, weil davon ausgegangen wurde, dass der Schock vorübergehender Art sein würde. Im Februar 2003 überstieg der Spotpreis für Brent-Öl den Preis einjähriger Futures um 27%. Dagegen haben sich Spot- und Terminpreise in den letzten Monaten eher parallel bewegt. Die Ölfutureskurven für das gesamte Laufzeitenspektrum haben sich seit Anfang 2003 nach oben verschoben (Grafik III.4 rechts), was auf eine Veränderung des allgemeinen Ölpreisniveaus hindeutet.

Ein weiterer Faktor war der Einfluss der derzeit niedrigen Realzinssätze. Da die Erträge von Finanzanlagen nach wie vor gering waren oder fielen und der Wert des Öls aufgrund der Knaptheit stieg, zog es einige Finanzmarkthändler zunehmend an die Rohstoffbörsen. Der vermehrte Einsatz von Rohstoffen



zur Absicherung gegen eine künftige Dollarabwertung dürfte diesen Trend noch verstärkt haben. Ein Indikator für die wachsende Bedeutung dieser Händler ist der jüngste steile Anstieg ihrer Positionen in Ölfutures. Während sich die Long-Positionen an der New York Mercantile Exchange – dem größten Segment des Marktes für Ölfutures – von Januar 2002 bis März 2005 mehr als verdreifachten, erhöhte sich der Anteil von Finanzmarkthändlern von rund einem Viertel auf zwei Fünftel (Kapitel VI).

Die boomenden Rohstoffpreise haben die Terms of Trade der meisten rohstoffexportierenden Länder in die Höhe getrieben (Grafik III.5 rechts). Im letzten Jahr entsprachen die zusätzlichen Exporteinnahmen infolge der höheren Ölpreise schätzungsweise mehr als 8% des BIP der ölexportierenden Länder. Auch wichtige Exporteure anderer Rohstoffe wie Brasilien und Chile erzielten beträchtliche Mehreinnahmen. In Chile beispielsweise stiegen die Kupfereinnahmen 2004 um über 80%. Eine Reihe afrikanischer Länder verzeichneten ebenfalls erhebliche Gewinne aus Rohstoffexporten.

Terms-of-Trade-Gewinne für Exportländer ...

Bislang hatte sich der Umgang mit zusätzlichen Einnahmen aus dem Ölgeschäft für die betreffenden Länder, insbesondere während des zweiten Ölpreisschocks 1979, als nicht einfach erwiesen. Viele dieser Länder gingen jeweils von einem dauerhaften Einnahmenzuwachs aus, was zu strukturell höheren Staatsausgaben führte. Als sich dann zeigte, dass der Zuwachs nur vorübergehender Natur war, wurden die zugrundeliegenden Haushaltungleichgewichte offensichtlich. Solche wirtschaftspolitischen Probleme wurden häufig durch Währungsaufwertungen und den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit verschärft. Als die Ölpreise in den 1980er Jahren einbrachen, gerieten viele ölexportierende Länder in Schwierigkeiten.

Doch im jetzigen Zyklus haben zahlreiche rohstoffexportierende Länder offensichtlich angemessener auf die zusätzlichen Einnahmen reagiert. Erstens haben viele Länder mittlerweile besondere Verfahren (z.B. Ausgleichsfonds für Rohstofferlöse) und Haushaltsregeln für den Umgang mit volatilen Einnahmen

... jetzt jedoch besser gehandhabt

eingeführt. Im vergangenen Jahr übertrug beispielsweise Mexiko überschüssige Ölleinnahmen in Höhe von \$ 1 Mrd. an einen 2000 eingerichteten Ölausgleichsfonds. Ein großer Teil dieser Einnahmen wurde außerdem für Infrastrukturinvestitionen, auch im Ölsektor, zweckgebunden. In Algerien war der Saldo des Anfang 2000 eingerichteten Ölausgleichsfonds im Dezember 2004 in Relation zum BIP kräftig gestiegen. Auch Russland richtete im letzten Jahr einen solchen Fonds ein. Zweitens haben viele ölexportierende Länder einen Großteil ihrer Ölleinnahmen für die Tilgung ausstehender Schulden eingesetzt. Saudi-Arabien hat die Schuldenquote seit 2002 um 32 Prozentpunkte des BIP verringert. Auch Algerien und Russland haben umfangreiche Schuldentilgungen vorgenommen. Soweit Mittel aus solchen Ölausgleichsfonds im Ausland angelegt oder zur Schuldenrückzahlung verwendet wurden, könnten sie auch dazu beigetragen haben, einen kurzfristigen Aufwertungsdruck auf die Währung zu vermeiden.

Ein potenzielles Risiko für die rohstoffexportierenden Länder besteht darin, dass eine kräftige weltweite Nachfrage in Verbindung mit generell steil ansteigenden Rohstoffpreisen zum Ausbau von Produktionskapazitäten führen könnte, die sich später als unrentabel erweisen. Stünden diese erst dann zur Verfügung, wenn die Nachfrage schon wieder nachließe, könnte es erfahrungsgemäß zu plötzlichen und drastischen Preiseinbrüchen kommen. Die zunehmende Verflechtung von Finanz- und Rohstoffmärkten könnte die Volatilität der Rohstoffpreise noch mehr verschärfen. Solche Überlegungen sind wohl ein Grund, weshalb die Investitionen in rohstoffproduzierenden Wirtschaftszweigen bisher trotz höherer Gewinne gemäßigt geblieben sind.

In ölimportierenden Ländern sorgen höhere Ölpreise für einen Inflationsanstieg und dämpfen die Gesamtnachfrage. Asien wird wegen seiner ausgeprägten Abhängigkeit von Ölimporten und der ölintensiveren Produktion meistens besonders hart getroffen (Tabelle III.3). Nach Schätzungen der International Energy Agency könnte bei einem dauerhaften Ölpreisanstieg um \$ 10 je Barrel das BIP-Wachstum in Asien ein Jahr nach dem Preisschock um

Auswirkungen
von Ölpreis-
steigerungen ...

Bedeutung des Öls

	Nettoölimporte ¹			Ölverbrauch ²		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asien	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 ³
China	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
Indien	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 ³
Korea	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
Sonstige ⁴	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 ³
Lateinamerika ⁵	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 ³
Mitteleuropa ⁶	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 ³
Nachrichtlich: G7-Länder	0,5	0,9	0,9	0,06	0,05	0,05

¹ Rohöl, Ölprodukte und verbundene Grundstoffe (Außenhandelsklassifizierung SITC Rev. 3), in Prozent des nominalen BIP. Negative Werte zeigen an, dass die Exporte höher sind als die Importe. ² Barrel je BIP-Einheit zu Preisen und US-Dollar-Wechselkursen von 1995. ³ 2002. ⁴ Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁵ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁶ Polen, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: Vereinte Nationen, *Commodity Trade Statistics*; WTO; US Energy Information Administration; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.3

nahezu 1 Prozentpunkt niedriger und die Inflation um 1½ Prozentpunkte höher ausfallen.

Die Auswirkungen höherer Ölpreise auf das Wirtschaftswachstum sind in den meisten ölimportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften bislang offensichtlich gedämpft geblieben. Zurückzuführen ist dies zum Teil darauf, dass die lebhafte globale Nachfrage und ein allgemeiner Preisanstieg bei asiatischen Exportgütern die negativen Folgen für die Terms of Trade in Grenzen hielten. Beispielsweise stiegen die Exportpreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens in den letzten beiden Jahren um über 7%, nachdem sie im Zeitraum 2000–02 um rund 1% gefallen waren.

Solche Entwicklungen könnten in den jeweiligen Ländern durchaus noch mehr Inflationsdruck bewirkt haben. Wie bereits angemerkt, sind die unbereinigten Inflationsraten in mehreren Ländern zwar tatsächlich gestiegen, namentlich in Indien und auf den Philippinen, doch hatte dies nur verhaltene Auswirkungen, vor allem im Vergleich zur ersten und zweiten Ölkrisen von 1973 bzw. 1979, die mit Inflationsdruck in ganz Asien verbunden gewesen waren (Grafik III.6).

Für dieses gedämpfte Verhalten gibt es mehrere Gründe. Erstens lag der Entwicklung ein anderer Zyklus als in den früheren Phasen zugrunde. Seinerzeit hatte sich die Inflation bereits beschleunigt, bevor die Ölpreise so stark anzogen; somit war der negative Angebotsschock mit einer weitaus höheren Inflation verbunden. Dagegen sind dem derzeitigen Ölpreisanstieg mehrere Jahre niedriger Inflation vorausgegangen. Auch dürfte eine festere Verankerung der Inflationserwartungen zur Verringerung von Zweitrundeneffekten beigetragen haben (s. weiter unten).

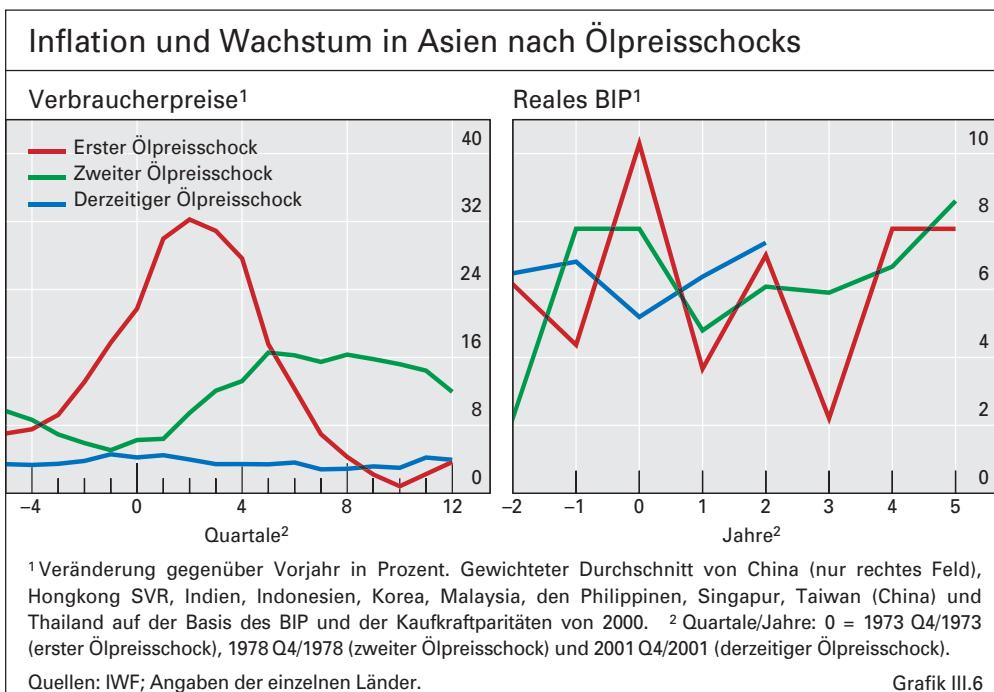
Zweitens haben mehrere asiatische Volkswirtschaften die Ölpreise administriert. Erhöhungen der inländischen Ölpreise wurden dadurch aufgeschoben, was letztlich direkte Subventionen bedeutete. Manche Länder haben

... gedämpft

Inflation vergleichsweise niedrig ...

... wegen des anderen Zyklus ...

... und hoher Ölsubventionen in Asien



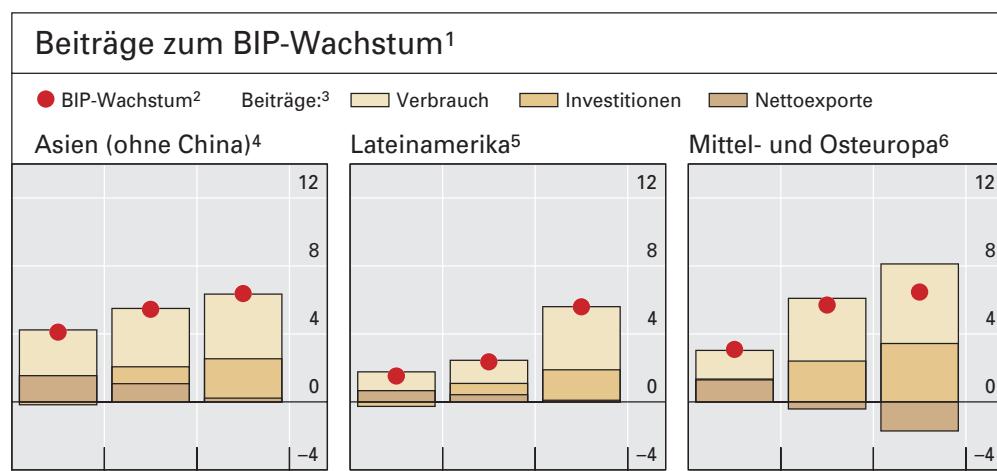
zudem die Steuern auf den Import und Verkauf von Öl gesenkt, um den internationalen Preisanstieg teilweise auszugleichen. Besonders in Indien, Indonesien, Malaysia und Thailand waren die Ölsubventionen auch im vergangenen Jahr hoch. Derartige Maßnahmen schwächen zwangsläufig die öffentlichen Haushalte, wirken Anreizen zur Einschränkung des Ölverbrauchs entgegen und verschärfen so die Abhängigkeit vom Öl. Viele asiatische Volkswirtschaften geben die höheren Ölpreise daher seit Kurzem an die Verbraucher weiter. Drittens dürfte in einigen Ländern mit flexiblen Wechselkursen die Aufwertung der Landeswährung gegenüber dem Dollar dazu beigetragen haben, die unmittelbare Auswirkung der höheren Ölpreise einzudämmen.

Bestimmungsfaktoren für die Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks

Viele aufstrebende Volkswirtschaften weisen eine nach wie vor relativ schwache fiskalpolitische Struktur, einen erst seit kurzer Zeit formalisierten geldpolitischen Rahmen sowie eine deutliche Anfälligkeit gegenüber externen finanziellen Schocks auf. Doch mehrere Entwicklungen der vergangenen beiden Jahre könnten dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber negativen Einflüssen aus dem Ausland zu erhöhen.

Einfluss von
stärkeren
Unternehmens-
bilanzen ...

Erstens hat die Inlandsnachfrage in den letzten beiden Jahren eine weitaus wichtigere Rolle gespielt als zuvor (Grafik III.7). Dies dürfte das Wirtschaftswachstum besser abfedern, falls sich die weltweite Nachfrage plötzlich abschwächen sollte. Die Nachhaltigkeit der Inlandsnachfrage dürfte zudem durch die gleichzeitigen Strukturreformen zur Förderung von Investitionen des privaten Sektors gestützt werden. In Asien ging der Expansion eine Phase der Umstrukturierung im Unternehmenssektor voraus, in der Schuldenstände abgebaut und die Rentabilität gesteigert wurde. In Korea z.B. fiel der



¹ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ² Prozent. ³ Prozentpunkte. ⁴ Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ⁵ Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko. ⁶ Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁷ Jahresdurchschnitt für den jeweiligen Zeitraum.

Quellen: Vereinte Nationen; CEIC; JPMorgan Chase, *World Financial Markets*; Angaben der einzelnen Länder. Grafik III.7

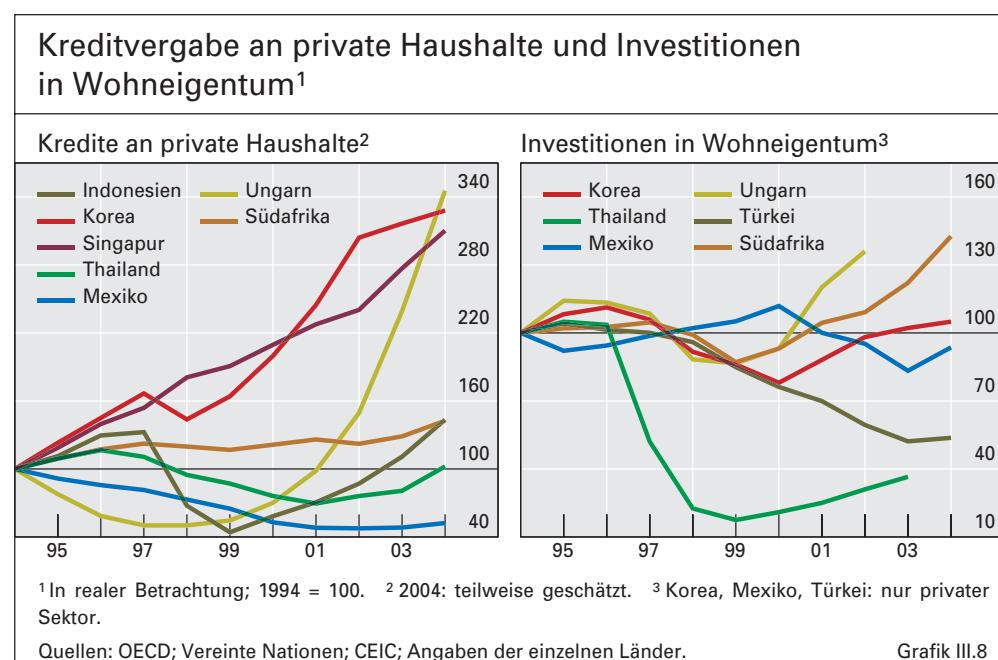
Verschuldungsgrad in der verarbeitenden Industrie von fast 400% Ende 1997 auf rund 100% Ende März 2004. In Indien wurden die Ausgaben der Unternehmen durch hohe Gewinne gestützt. In Lateinamerika erhöhte sich das Vertrauen der Anleger im Zuge wichtiger Strukturreformen deutlich. So wurden die Investitionsausgaben in Chile und Mexiko durch einen kräftigen Produktivitätszuwachs angekurbelt. In Mittel- und Osteuropa war in den vergangenen Jahren die Konvergenz zur Europäischen Union von besonderer Bedeutung; sie bewirkte, dass sich die Kapitalzuflüsse wie auch die ausländischen Investitionen in der Region erhöhten.

Zweitens spielten die privaten Haushalte bei der Entwicklung der Inlandsnachfrage eine wichtigere Rolle als in früheren Konjunkturzyklen. Insbesondere haben in vielen Ländern mit unzureichendem Bestand an Wohnimmobilien die Wohnbauinvestitionen in den letzten Jahren rasant zugenommen (Grafik III.8); ein kräftiger Anstieg war auch bei den Ausgaben für langlebige Konsumgüter zu beobachten. Zum einen waren niedrige Zinsen für Hypotheken und Verbraucherkredite für die privaten Haushalte ein Anreiz zur Kreditaufnahme, zum anderen waren die Banken nach den Verlusten im Unternehmensgeschäft während und nach den Krisen in Asien vermehrt bereit, Mittel an private Haushalte zu vergeben. Weitere wichtige Einflussfaktoren waren die Liberalisierung der Kreditmärkte und der verstärkte Wettbewerbsdruck im Privatkundengeschäft, der oft von ausländischen Banken ausging.

In Ländern, wo die Verschuldungsquote der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem Einkommen nach wie vor niedrig und das Bankensystem darauf eingestellt ist, neuartige Risiken aus dem Kreditkartengeschäft und dem Immobiliensektor zu steuern, könnte die Kreditvergabe an private Haushalte weiter zunehmen, ohne dass Schwierigkeiten zu erwarten sind. Darüber hinaus scheint die Nachfrage nach Wohnimmobilien und langlebigen Konsumgütern in vielen Ländern von nachhaltigen Entwicklungen beflügelt zu werden, wie z.B. den zunehmenden Einkommen der privaten Haushalte, der Urbanisierung und

... und Ausgaben
der privaten
Haushalte

Lebhafte Nachfrage
der privaten
Haushalte teilweise
strukturengedingt ...



dem wachsenden Bewusstsein, dass Wohneigentum nicht unerreichbar ist. In Indien beispielsweise wurde dieser Trend durch das Wachstum des mittleren Einkommenssegments innerhalb der Bevölkerung gestützt. Manche Kredite an private Haushalte sind in Wirklichkeit Kredite an Kleinunternehmen und dürften die wachsende Bedeutung des Dienstleistungssektors widerspiegeln. Ein weiterer bedeutender Faktor für Lateinamerika war der jüngste Rückgang der Zinsvolatilität, die in der Vergangenheit der Entwicklung des Marktes für Hypothekenfinanzierungen im Wege gestanden hatte.

... jedoch Gefahr
überhöhter
Kreditaufnahme

Dennoch gibt es auch potenzielle Risiken. Die privaten Haushalte könnten sich bei ihrer Kreditaufnahme übernehmen. Wie die Erfahrungen Koreas zeigen, könnte ein deutlicher Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem Einkommen ihre zukünftigen Ausgaben einschränken. In Korea führten entsprechende Anpassungen zu einer Verringerung der ausstehenden Schulden der privaten Haushalte, und zwar von etwa 64% des Einkommens auf dem Höhepunkt des Kreditkartenbooms im Jahr 2002 auf 60% des Einkommens Ende 2004. Nachdem der private Verbrauch hier mehrere Quartale lang zurückgegangen war, stieg er erst gegen Ende 2004 wieder an. Ein weiteres Problem ist das schnelle Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte, da es auch das Risiko übermäßiger Immobilienpreiserhöhungen birgt. In Thailand beispielsweise legen die Preise für Wohneigentum und Gewerbeimmobilien seit 2003 kräftig zu. Bis zum ersten Quartal 2005 hatte der Anstieg der Immobilienpreise in Shanghai auf rund 20% p.a. und der des landesweiten Index auf rund 10% p.a. zugenommen. Schließlich besteht auch das Risiko, dass der Finanzsektor durch einen Rückgang der Immobilienpreise beeinträchtigt wird (s. weiter unten).

Engere Beziehungen
zu China

Drittens könnte die größere Verflechtung mit China die Widerstandsfähigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften ebenfalls unterstützen. Der Gesamtüberschuss der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften im Handel mit China stieg von ungefähr \$ 7 Mrd. im Jahr 2000 auf \$ 30 Mrd. im vergangenen Jahr. Wegen ihrer räumlichen Nähe und der komplementären Handelsbeziehungen war diese Entwicklung in den asiatischen Volkswirtschaften am stärksten zu spüren, doch auch in den Ländern Lateinamerikas war die Wirkung groß. Außerdem hat China dazu beigetragen, die Terms of Trade der meisten rohstoffexportierenden Länder zu verbessern.

Die wachsende Präsenz Chinas an bestimmten Exportmärkten könnte für andere aufstrebende Volkswirtschaften allerdings auch eine Herausforderung darstellen. Seit dem Wegfall der Exportquoten für die Textilindustrie Anfang 2005 haben die chinesischen Textilexporte drastisch zugenommen. Außerdem ist zu erwarten, dass der Anteil Chinas wie auch Indiens an den globalen Textilexporten aufgrund ihrer Kosten- und Produktivitätsvorteile weiter steigt, wodurch sich der Anpassungsdruck in anderen textilienexportierenden Ländern erhöhen dürfte.

Geringere fiskalpolitische Anfälligkeit?

Das Verhältnis des Haushaltsdefizits zum BIP ging 2004 in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften zurück (Tabelle III.4). In Asien beispielsweise liegt das durchschnittliche Haushaltsdefizit unter dem hohen Niveau von

Haushaltssaldo, Staatsschulden und Auslandsverschuldung¹

In Prozent des BIP

	Haushaltssaldo			Staatsschulden			Auslandsverschuldung insgesamt	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asien ²	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
China	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
Indien ³	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Sonstige ^{2, 4}	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
Lateinamerika ^{2, 5}	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentinien	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brasilien	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
Mexiko	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Mitteleuropa ^{2, 6}	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Russland	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Türkei	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53
Südafrika	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19

¹ Definitionen je nach Land unterschiedlich. 2004: teilweise Schätzungen und Prognosen. ² Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ³ Staatsschulden: für das im April beginnende Fiskaljahr; öffentlicher Gesamthaushalt. ⁴ Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. ⁵ Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, Peru. ⁶ Polen, Tschechische Republik (außer für Auslandsverschuldung), Ungarn.

Quellen: Asiatische Entwicklungsbank; Economic Commission for Latin America and the Caribbean; IWF; Europäische Kommission, *Economic Forecasts*; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators*; Moody's; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.4

2001 und 2002, als viele Länder fiskalpolitische Impulse zur Belebung der Inlandsnachfrage geschaffen hatten. Dennoch ist das Haushaltsdefizit in Indien und auf den Philippinen weiterhin groß, und die Verschuldung gemessen am BIP ist in manchen Fällen gestiegen. In China verbesserten sich zwar die konventionellen Maße für die Staatsfinanzen, allerdings sind darin die hohen Eventualverbindlichkeiten nicht berücksichtigt, die sich aus den tatsächlichen und potenziellen Kosten für die Bankensanierungen ergeben (s. weiter unten).

Die Haushaltsslage in den lateinamerikanischen Ländern, vor allem jenen, die dem Geschehen an den internationalen Kapitalmärkten ausgesetzt sind, hat sich in letzter Zeit deutlich verbessert. In Argentinien erhöhte sich der Primärüberschuss des öffentlichen Gesamthaushalts von gut 2% des BIP im Jahr 2003 auf 4% im vergangenen Jahr und überstieg damit das mit dem IWF vereinbarte Ziel von 2½%. Im Januar 2005 legte die Regierung das 2004 angekündigte neue Umschuldungsprogramm vor. Wenn es Erfolg hat, wird es bedeutende Auswirkungen auf die mittel- bis langfristige Haushaltsslage des Landes haben. Auch Brasilien verzeichnete 2004 zum ersten Mal seit zehn Jahren einen Rückgang der Nettostaatsschuld, da der Überschuss des Primärhaushalts auf über 4½% stieg. In Chile, Mexiko und Peru ging die Staatsschuldenquote im vergangenen Jahr ebenfalls zurück. Diese Länder erhöhten entweder ihren Primärüberschuss oder verwendeten einen Teil der Einnahmen aus den höheren Rohstoffpreisen, um ausstehende Schulden zu tilgen.

In mehreren Fällen verbesserte sich auch die Struktur der Schulden. Dies zeigt sich u.a. darin, dass sich Länder mit einer schwachen Haushaltsslage

Niedrige Haushaltsdefizite in Lateinamerika

Bessere Schuldenstruktur

vermehrt im Inland statt im Ausland verschulden. In Brasilien und Mexiko beispielsweise nahmen im letzten Jahr die inländischen Staatsschulden im Verhältnis zu den insgesamt ausstehenden Schulden um rund 5 Prozentpunkte zu. Durch den sinkenden Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten an der gesamten Inlandsverschuldung hat sich in einigen Ländern außerdem das Refinanzierungsrisiko verringert. Ferner konnten die Finanzbehörden mancher Länder ihr Währungsrisiko mindern, indem sie den Anteil von fremdwährungsgebundenen Schulden reduzierten. In Brasilien etwa fiel der Anteil der dollar-indexierten Anleihen an der gesamten Inlandsverschuldung von 37% Ende 2002 auf 10% Ende 2004.

Auch in der Türkei hat sich die Haushaltslage seit der Krise von 2001 deutlich verbessert. Der Primärüberschuss des öffentlichen Gesamthaushalts erhöhte sich im vergangenen Jahr auf 6½% des BIP. Zudem wurde der Anteil der an Fremdwährungen gebundenen Wertpapiere an der gesamten Inlandsverschuldung von 36% Ende 2001 auf 18% Ende 2004 verringert. Die günstigere Haushaltslage ermöglichte es der Türkei, im Mai 2005 ein neues Standby-Abkommen mit dem IWF abzuschließen.

In Mitteleuropa bestehen dagegen weiterhin große Haushaltsungleichgewichte. Ungarn verringerte sein Haushaltsdefizit 2004 auf 4½% des BIP, nachdem es 2002/03 bei über 7% gelegen hatte. In Polen fiel das Defizit 2004 wegen des hohen Wirtschaftswachstums zwar geringer aus als zunächst erwartet, doch das Haushaltsungleichgewicht blieb hoch.

In Afrika haben sich die Haushaltssalden 2004 allgemein verbessert, was auf die höheren Wachstumsraten und Rohstoffpreise, in mehreren Ländern aber auch auf Maßnahmen zur fiskalpolitischen Stärkung zurückzuführen ist. In Südafrika verfolgte die Regierung auf nationaler Ebene eine expansive Fiskalpolitik, indem sie die Infrastruktur- und Sozialausgaben erhöhte.

Optimismus, dass die jüngsten Verbesserungen von Dauer sein werden, scheint u.a. deshalb berechtigt, weil mehrere Länder Gesetze über die fiskalpolitische Verantwortung erlassen haben, die explizit auf eine stärkere Haushaltsdisziplin abzielen. Ein bemerkenswertes Beispiel ist Chile, das 2000 das Ziel eines strukturellen Haushaltsüberschusses von 1% des BIP einführte. Diese Haushaltsregel wurde bisher sowohl in der Abwärts- als auch in der Aufwärtsbewegung des Konjunkturzyklus eingehalten. Durch die steigenden Einnahmen aus der Kupferproduktion erhöhte sich der Haushaltsüberschuss 2004 insgesamt auf über 2% des BIP. In Brasilien hat das Gesetz über die fiskalpolitische Verantwortung aus dem Jahr 2000 ähnliche Auswirkungen. Es legt für alle Ebenen der öffentlichen Haushalte ein Ziel für den primären Haushaltsüberschuss fest und verbietet ungedeckte langfristige Ausgabenprogramme. So wurden die fiskalpolitischen Programme von den Legislaturperioden abgekoppelt. Dieses Gesetz hat wahrscheinlich das Anlegervertrauen gestärkt und so dazu beigetragen, die hohe Risikoprämie zu verringern, die Brasilien zuvor für seine Fremdwährungsschulden zahlen musste. Ähnliche Gesetze wurden unlängst auch in anderen Ländern eingeführt, darunter Indien, Kolumbien und Peru.

Allerdings gilt es den Optimismus hinsichtlich dauerhafter fiskalpolitischer Verbesserungen zu zügeln. Die sehr günstigen wirtschaftlichen

Verbesserte
Haushaltssalden
von Dauer?

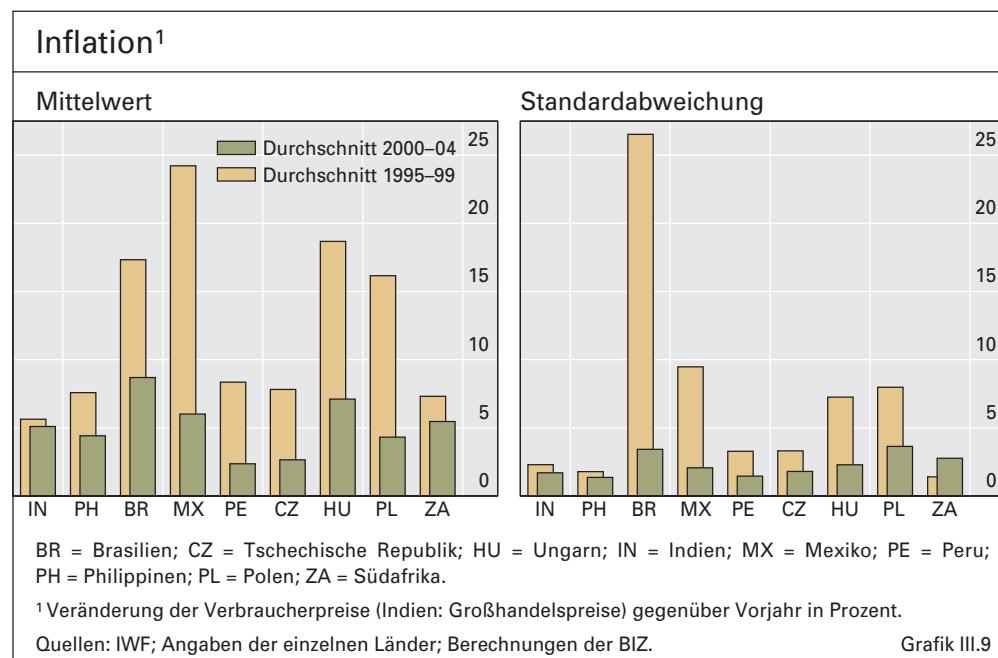
Rahmenbedingungen während der letzten beiden Jahre sind den Finanzbehörden zu Hilfe gekommen. Zum einen hat das starke Wirtschaftswachstum die Steuereinnahmen in die Höhe getrieben, zum anderen sind die Kosten für den Schuldendienst aufgrund der niedrigen in- und ausländischen Zinssätze in Verbindung mit Währungsaufwertungen deutlich gesunken. Außerdem ist der Schuldenstand in einer Reihe von Ländern noch immer zu hoch. In einigen Fällen dürfte der beträchtliche Anteil zinsvariabler und kurzfristiger Schulden an der gesamten Inlandsverschuldung eine große Schwachstelle sein, wenn die Phase der derzeit weltweit lockeren Geldpolitik zu Ende geht. In Brasilien und der Türkei beispielsweise betrug der Anteil zinsvariabler Schulden an der Gesamtverschuldung Ende 2004 rund 50% bzw. 40%. In Asien bleiben die Haushaltssalden aufgrund der hohen Finanzierungskosten für Ölsubventionen besonders anfällig gegenüber steigenden Ölpreisen.

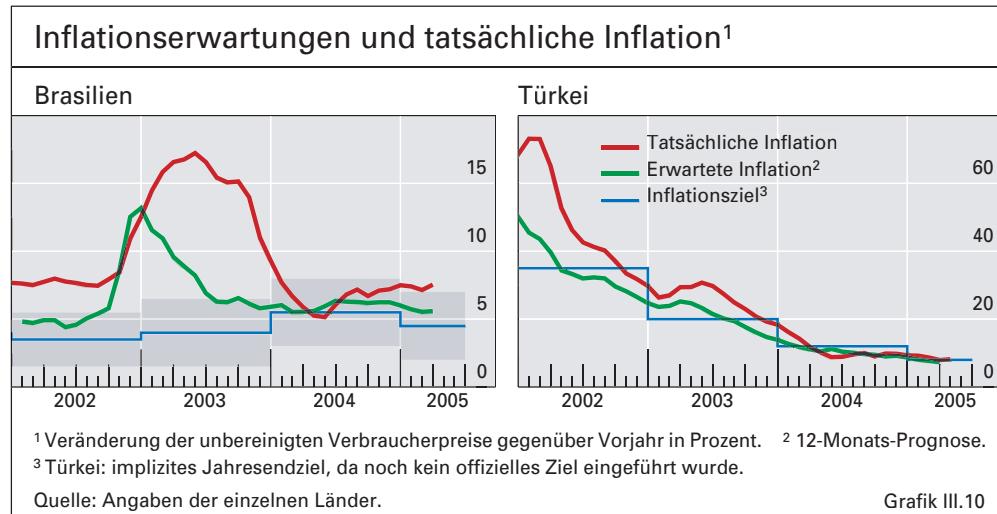
Stabilere Inflation?

Die durchschnittliche Inflationsrate aller aufstrebenden Volkswirtschaften sank von 13% in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre auf 5½% im Zeitraum 2000–04. Besonders deutlich war der Rückgang in den Ländern, die traditionell mittlere bis hohe Inflationsraten verzeichnet hatten (Grafik III.9). Gleichzeitig nahm die Inflationsvolatilität in den meisten Fällen erheblich ab. Wenn vermutet wird, dass die Inflation unter Kontrolle ist, könnte dies das Anlegervertrauen stärken und die Risikoprämien der Schulden aufstrebender Volkswirtschaften senken. Außerdem dürfte eine niedrige Inflation es den Zentralbanken ermöglichen, flexibler auf realwirtschaftliche Schocks, einschließlich relativer Preisschocks, zu reagieren.

Wie in Kapitel II erörtert, haben eine Reihe globaler Einflüsse die Inflation auf ein niedriges Niveau abgesenkt: der leichtere Zugang zu den Märkten, eine geringere Überwälzung von Änderungen der Wechselkurse und der Rohstoffpreise auf die Endverbraucherpreise sowie die in einigen Fällen bedeutenden

Niedrige Inflation
durch Änderungen
der Geldpolitik
begünstigt





Produktivitätssteigerungen. Im Einklang damit ist die Kerninflation in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren niedrig geblieben (Kapitel II, Grafik II.4). Niedrigere Inflationsraten sind aber auch Ausdruck der inzwischen ausgereifteren Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wo die Währungsbehörden entweder explizite Inflationsziele eingeführt oder die Inflation auf andere Weise stärker ins Visier genommen haben. Die durchschnittliche Inflationsrate der 12 größten aufstrebenden Volkswirtschaften, die formelle Inflationsziele definiert haben, ist auf 5% gefallen, nachdem sie in den drei Jahren vor Einführung der Ziele noch 11% betragen hatte.

Größere
Glaubwürdigkeit
der Zentralbanken

In mehreren Fällen spiegelte sich eine solidere Geld- und Fiskalpolitik offenbar in einer wachsenden Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden sowie in niedrigeren Inflationserwartungen wider. Beispielsweise sind die langfristigen Anleihezinsen in vielen Ländern – vor allem in Lateinamerika – in den letzten Jahren stabiler geworden. Außerdem scheinen die Inflationserwartungen besonders deutlich in den Ländern zurückgegangen zu sein, wo sie hoch und volatil gewesen waren. In Brasilien z.B. führte eine Straffung sowohl der Fiskal- als auch der Geldpolitik wieder zu einem Rückgang der Inflation, nachdem diese 2002 über das Ziel hinausgeschossen war. Überdies korrigierte der Privatsektor seine Inflationsprognose praktisch umgehend beträchtlich nach unten (Grafik III.10). Auch die Türkei konnte in den letzten Monaten sowohl die tatsächliche als auch die erwartete Inflation bei unter 10% stabilisieren. Dennoch sind die realen Zinssätze in beiden Fällen immer noch hoch, was darauf hindeutet, dass das Inflationsrisiko nach wie vor in den Köpfen der Akteure im Finanzsektor haftet, selbst wenn die durchschnittlichen Inflationserwartungen viel niedriger sind.

Verringerte Anfälligkeit gegenüber äußeren Einflüssen?

Teilweise bedingt durch eine verantwortungsvollere und stabilere makroökonomische Politik haben sich die Leistungsbilanzüberschüsse und die Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften erhöht. Die Auslandsverschuldung im Verhältnis zum BIP (Tabelle III.4) und damit die Schuldendienstquoten gingen zurück. In Chile z.B. benutzte die Zentralbank

Währungsreserven zur Tilgung ihrer auf Fremdwährung lautenden Inlandschulden mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr. Auch Russland verwendete einen Teil seiner Währungsreserven, um seine Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF zurückzuzahlen. Solche Fortschritte fanden ihren Niederschlag in Rating-Heraufsetzungen für eine Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften im zweiten Halbjahr 2004.

Die größte Gefahr liegt wohl in einer potenziellen Wende im internationalen Kreditzyklus, die eine Verschlechterung der Terms of Trade und eine gleichzeitige Erhöhung der Kreditrisikoprämien zur Folge haben könnte. Ein zweiter Grund zur Sorge ist, dass die kurzfristigen Auslandsschulden im Verhältnis zur Gesamtverschuldung in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin relativ hoch sind. In Asien betrug dieser Anteil 2004 durchschnittlich 11%, in Lateinamerika 13% (3% bzw. 6% des BIP). Dafür gibt es eine Reihe denkbarer Erklärungen. Emittenten des Privatsektors haben nicht immer uneingeschränkten Zugang zu langfristigen Auslandskrediten, und kurzfristige Schulden erscheinen womöglich kostengünstiger. Außerdem haben sich einige Regierungen offenbar entschieden, ihre Anfälligkeit in Bezug auf die Auslandsschuld dadurch zu reduzieren, dass sie eher Währungsreserven akkumulieren, als die Laufzeiten ihrer Schulden zu verlängern.

Der Aufbau von Währungsreserven war 2004 in Asien besonders hoch, fiel aber auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften beträchtlich aus. Die entsprechenden Finanzierungskosten haben sich infolge der relativ niedrigen Zinssätze im Inland verringert. In Brasilien intensivierte die Zentralbank den Aufbau von Währungsreserven im Vorfeld des Beschlusses der Regierung vom März 2005, das Programm mit dem IWF zu beenden. In vielen Fällen übersteigen die derzeitigen Währungsreserven allerdings die gebräuchlichen Kennzahlen für die angemessenen Reserven einer aufstrebenden Volkswirtschaft. Zum Beispiel lag das Verhältnis der Bruttoreserven zu den kurzfristigen Auslandsschulden Ende 2004 in fast allen Ländern weit über der konventionellen Schwelle von 1. Deshalb und aus Rücksicht auf die Haltekosten von Reserven hat Mexiko sich bemüht, den Aufbau von Währungsreserven zu begrenzen: Steigen die Währungsreserven um mehr als einen bestimmten Betrag an, wird ein Teil der Zunahme automatisch verkauft.

Sind die Bankensysteme stärker geworden?

Die mittelfristigen Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften werden durch eine markante und breitangelegte Verbesserung der Bankergebnisse begünstigt. Erstens wächst tendenziell die Rentabilität gemessen an der Rendite der Aktiva (Grafik III.11 links oben). Dies galt vor allem 2004, als die Banken in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften hohe Gewinne verzeichneten. Konjunkturelle Faktoren wie das starke Wirtschaftswachstum oder die niedrigen weltweiten Zinssätze spielten bei der Steigerung der Rentabilität zweifellos eine Rolle. In Indien beispielsweise steigerten eine hohe Nachfrage und die Belebung der Industrieproduktion die Kreditvergabe und die damit verbundenen Zinseinnahmen, während die von 2001 bis 2004 sinkenden langfristigen Zinssätze dafür sorgten, dass die indischen Banken Gewinne aus dem Verkauf

Mögliche Wende im Kreditzyklus

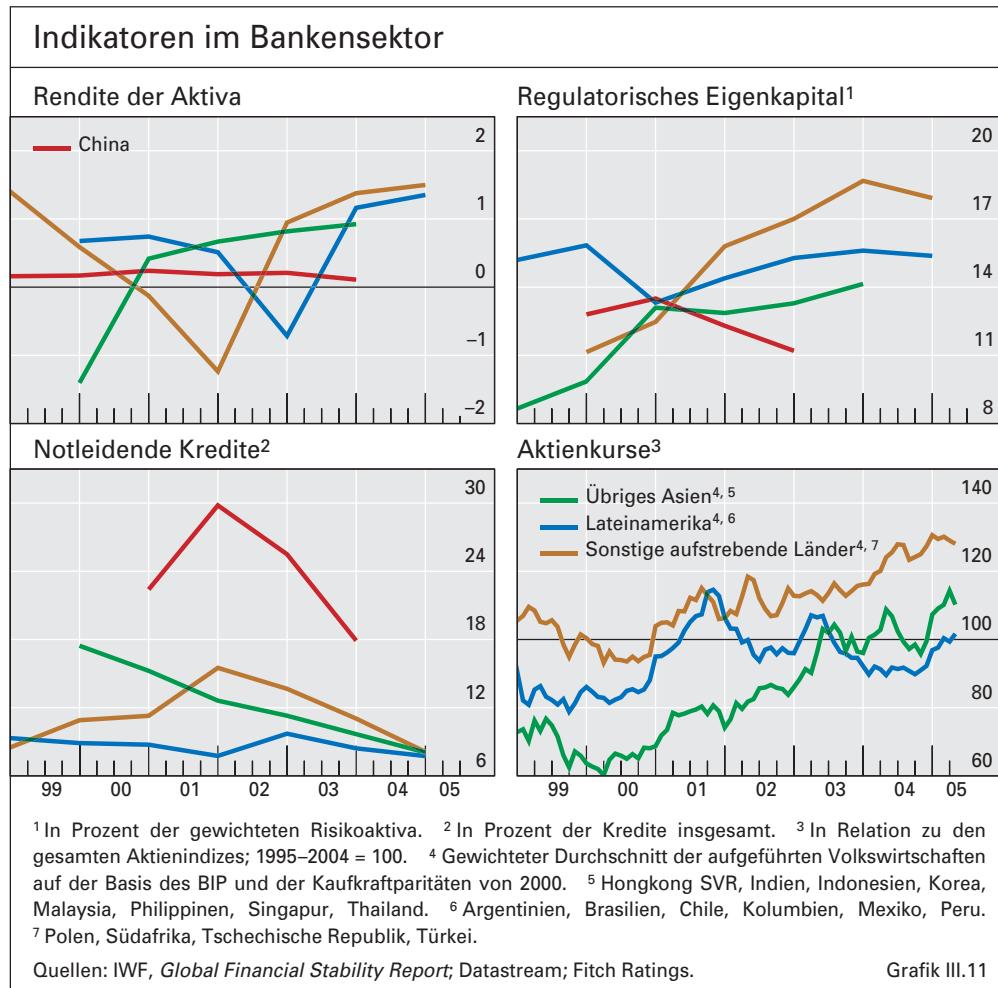
Risiken von Reserven

Bessere Ertragslage der Banken ...

... solidere
Bilanzen ...

von Staatspapieren verbuchen konnten. In mehreren Ländern werden die früheren Schwierigkeiten des Finanzsektors zudem allmählich überwunden. In Korea z.B. erhöhten sich die Erträge der Banken 2004 um das Fünffache, da die Probleme mit der Kreditvergabe an private Haushalte nachließen.

Zweitens hat sich auch die Qualität der Bankbilanzen verbessert. In einigen Regionen hat die regulatorische Eigenkapitalquote zugenommen (Grafik III.11 rechts oben). In Brasilien etwa ist sie im Verlauf der vergangenen Jahre gestiegen, bis sie 2004 mit durchschnittlich 18,3% weit über der Mindestanforderung von 11% lag. In Korea und Thailand betrug die Eigenkapitalquote 2004 durchschnittlich rund 12%, in der Türkei sogar über 20%. In einigen Fällen waren die höheren Eigenkapitalquoten der Rekapitalisierung der Banksysteme zuzuschreiben, die entweder durch den Staat im Anschluss an die Krisen Ende der 1990er Jahre oder mittels ausländischer Investitionen in den Bankensektor erfolgte. Eine wichtige Rolle spielte aber auch die gestiegene Rentabilität, die teilweise mit einem erheblichen Rückgang der notleidenden Kredite einherging. Letzterer war in Asien besonders markant (Grafik III.11 links unten), auch wenn die große Zahl notleidender Kredite auf den Philippinen, in Thailand und in China weiterhin ein Problem darstellt (s. weiter unten). Obwohl die Daten zu den Bankbilanzen ganz klar Verbesserungen aufzeigen, sollten sie doch mit Vorsicht interpretiert werden. Der Anstieg der Eigenkapitalquote



beispielsweise könnte in einigen Fällen lediglich auf eine vorübergehende Abnahme der gewichteten Risikoaktiva zurückzuführen sein. Dies wäre dann der Fall, wenn die Marktrisikoschätzungen aufgrund einer geringeren Preisvolatilität der Bankaktiva im derzeit relativ günstigen finanziellen Umfeld niedriger ausfielen. Bei einem Anstieg der Volatilität könnten die Eigenkapitalquoten erneut sinken. Weitere Fragen hinsichtlich der Ermittlung der angemessenen Eigenkapitalausstattung in aufstrebenden Volkswirtschaften werden weiter unten erörtert.

Die verbesserte Ertragslage der Banken spiegelte sich in der positiveren Stimmung an den Märkten wider. Wie in Grafik III.11 rechts unten dargestellt, legten die Bankaktienindizes – sogar bei allgemein steigenden Aktienkursen – im Verhältnis zu den gesamten Aktienindizes in fast allen wichtigen aufstrebenden Wirtschaftsregionen in den letzten Jahren tendenziell zu oder blieben konstant. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, mit Ausnahme Chinas, entwickelten sich die relativen Kurse von Bankaktien im Durchschnitt besonders gut, obwohl zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede bestanden. In Indien hat sich der relative Index seit 2000 mehr als verdoppelt, in Indonesien dagegen hielt er lediglich sein Niveau. In Korea und Singapur verringerte er sich insgesamt sogar, und auf den Philippinen und in Thailand fiel er noch deutlicher. In Lateinamerika entwickelten sich die relativen Kurse von mexikanischen Bankaktien besser als der (eher stabile) regionale Durchschnitt. In Mitteleuropa, in der Türkei und auch in Südafrika sind die relativen Bankaktienkurse in den vergangenen Jahren tendenziell gestiegen, in Russland dagegen sind sie seit der Krise von 1998 drastisch gefallen.

... Stimmungs-aufschwung an den Märkten ...

Eine weitere Messgröße für die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems liefert weniger Grund zu Optimismus. Ein verbreiteter Indikator für die Wahrscheinlichkeit, dass ein Finanzinstitut externe Unterstützung benötigt, hat sich in den letzten Jahren insgesamt nicht verändert oder nur leicht verbessert. Das lässt darauf schließen, dass ein Großteil der aus den Jahresabschlüssen hervorgehenden Verbesserungen der Bankergebnisse überwiegend konjunkturelle Faktoren widerspiegelt. Insbesondere sind die jüngsten Rating-Heraufstufungen für Auslandsschulden von Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften nicht nur auf günstigere Fundamentaldaten im Bankgewerbe zurückzuführen, sondern auch darauf, dass die Regierungen besser in der Lage sind, den Finanzsektor zu unterstützen. Dies wird auch aus den kürzlichen Heraufsetzungen einiger Länder-Ratings deutlich.

... doch nur begrenzte Steigerung der Finanzkraft?

Die Situation der Banken in China ist besonders schwer zu beurteilen. Einerseits lassen die verfügbaren Daten vermuten, dass die Renditen der Aktiva und die Eigenkapitalausstattung der Banken in den letzten Jahren gesunken sind. Andererseits haben sich auch die notleidenden Kredite erheblich vermindert. China hat umfangreiche Ressourcen eingesetzt, um Banken zu rekapitalisieren und deren Probleme mit notleidenden Krediten zu lösen. 1998 begab die Regierung spezielle Schatzanleihen im Wert von 270 Mrd. Yuan (rund \$ 32,5 Mrd.), um Banken zu rekapitalisieren, und 1999 errichtete sie Asset-Management-Gesellschaften, um notleidende Kredite im Umfang von 1 000 Mrd. Yuan zu übernehmen. Seit 2003 hat sie \$ 60 Mrd. für

Banken in China schwer zu beurteilen

die Rekapitalisierung bedeutender Banken bereitgestellt. Daneben wurden auch Abschreibungen notleidender Kredite vorgenommen.

Zum Teil mag der Anteil notleidender Kredite in den letzten Jahren auch aufgrund des rasanten Wachstums der Kreditvergabe zurückgegangen sein. Wenn jedoch die neu begebenen Kredite von schlechter Qualität sind, könnte sich diese Entwicklung wieder umkehren. Vieles wird davon abhängen, inwieviel sich die Kreditallokation nun am zu erwartenden wirtschaftlichen Ertrag orientiert, statt Vorgaben der Regierung zu folgen. Nach einer Untersuchung der People's Bank of China haben eine von der Regierung gelenkte Kreditvergabe, Zahlungsausfälle bei an staatliche Unternehmen gelenkten Krediten und die Beteiligung lokaler staatlicher Stellen an Kreditvergabeentscheidungen in der Vergangenheit maßgeblich zur Entstehung notleidender Kredite beigetragen. Die öffentliche Meinung in Bezug auf den Unternehmenssektor, einschließlich der Banken, hat sich infolge vielbeachteter Probleme bei den Führungs- und Überwachungsmechanismen verschlechtert. Im Bankensektor versucht die Regierung diese Probleme nun allerdings durch Veränderungen im Management und durch Diversifizierung der Eigentumsverhältnisse in den Griff zu bekommen.

Risikobestimmende Faktoren im Bankensektor

Vier Risikoquellen

Die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors hängt von der Art der Risiken ab, denen er ausgesetzt ist. Dabei gilt es vier Aspekte zu beachten: erstens die mit dem rasanten Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte verbundenen Risiken, zweitens die durch Währungssinkongruenzen verursachten Risiken, drittens das umfangreiche Engagement des Bankensektors in langfristigen Staatsschuldtiteln und viertens die Risiken, die durch Veränderungen der Bankenstruktur und durch ein immer wettbewerbsintensiveres Umfeld zustande kommen.

Höhere Kreditvergabe an private Haushalte

Wie bereits erwähnt, ging mit dem Aufschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren auch eine weit höhere Kreditvergabe an private Haushalte einher. Dahinter stehen eine gestiegene Kreditnachfrage aus den schon genannten Gründen sowie ein größeres Angebot infolge der Auffassung, dass die Kreditvergabe an private Haushalte den Banken eine gewinnbringende und vergleichsweise sichere Alternative zur Unternehmenskreditvergabe biete. Diese Geschäftsverlagerung hin zu den privaten Haushalten könnte die Banken in Schwierigkeiten bringen. Die Verschuldung durch Kreditkarten hat rasch zugenommen, und die steil angestiegene Ausfallquote bei den entsprechenden Verbindlichkeiten hat in Korea in den letzten Jahren bereits zu beträchtlichen Problemen geführt. Hypothekenkredite sind für Banken sicherer als andere Verbraucherkredite, da sie durch die jeweilige Immobilie besichert sind, doch die angesprochenen drastischen Preissteigerungen machen deutlich, dass auch hier Vorsicht geboten ist. Eine Umkehr der Preise für Wohnimmobilien würde die Banken unmittelbar einem Ausfallrisiko aus ihrer Hypothekenkreditvergabe aussetzen. Darüber hinaus könnte sie indirekte Folgen haben, wenn nämlich eine Verringerung des Vermögens und des Verbrauchs der privaten Haushalte gesamtwirtschaftliche Folgen hätte und die Kreditverluste noch weiter zunehmen würden (in Kapitel VII werden diese

Effekte im Zusammenhang mit den entwickelten Volkswirtschaften ausführlicher erörtert).

Die wirtschaftspolitischen Reaktionen einiger aufstrebender Volkswirtschaften lassen ferner auf die Besorgnis schließen, dass die bestehenden Aufsichtsregelungen und Marktmechanismen nicht ausreichen könnten, um die mit dem starken Anstieg der Immobilienpreise verbundenen Risiken der Banken einzudämmen. Obwohl sich z.B. der Anstieg der Immobilienpreise in Korea abgeflacht hat, hielt die Regierung ihre Sanktionsmaßnahmen für Spekulationen am Immobilienmarkt aufrecht und hat in einigen Fällen Immobiliengeschäfte verboten, bis sie der Auffassung ist, dass der spekulativen Druck wieder nachgelassen hat. In einigen Städten Chinas, vor allem in Shanghai, wurde Anfang 2005 versucht, Immobilienpreisseigerungen durch verschiedene staatliche Maßnahmen zu begrenzen. So erhöhten die chinesischen Behörden den Mindestanteil an Eigenmitteln von 20% auf 30% und schafften den Vorzugszins für Hypothekenkredite ab. Außerdem führten sie eine Steuer von 5,5% auf Gewinne aus Preissteigerungen von Immobilien ein, die innerhalb von 12 Monaten nach dem Erwerb wieder verkauft werden. Auch in Thailand wurde der Eigenanteil beim Erwerb von Wohneigentum erhöht.

Reaktionen der
Wirtschaftspolitik

Die jüngsten Finanzinnovationen können das Risiko aus der Kreditvergabe an private Haushalte reduzieren oder für eine breitere Risikostreuung sorgen. Was die Reduzierung der Risiken betrifft, so ermöglicht die Einrichtung weiterer Kreditauskunftsstellen eine bessere Einschätzung der Schuldendienstfähigkeit von Kreditnehmern. Mit Blick auf die Risikostreuung werden immer mehr Forderungen verbrieft oder auf andere Weise so strukturiert, dass das Risiko für die Gläubiger begrenzt wird. In Korea z.B. wuchs der Markt für mit Hypothekenkrediten unterlegte Wertpapiere („mortgage-backed securities“, MBS) 2004 deutlich, und es wurden auch bereits eine Reihe von grenzüberschreitenden Verbriefungsgeschäften abgeschlossen. Verschiedene Länder, darunter China und Thailand, haben ebenfalls Initiativen ergriffen, die in naher Zukunft zu einer Verbriefung von Hypotheken führen könnten. Viele dieser Innovationen bergen jedoch ihrerseits womöglich ein unbekanntes Risikopotenzial.

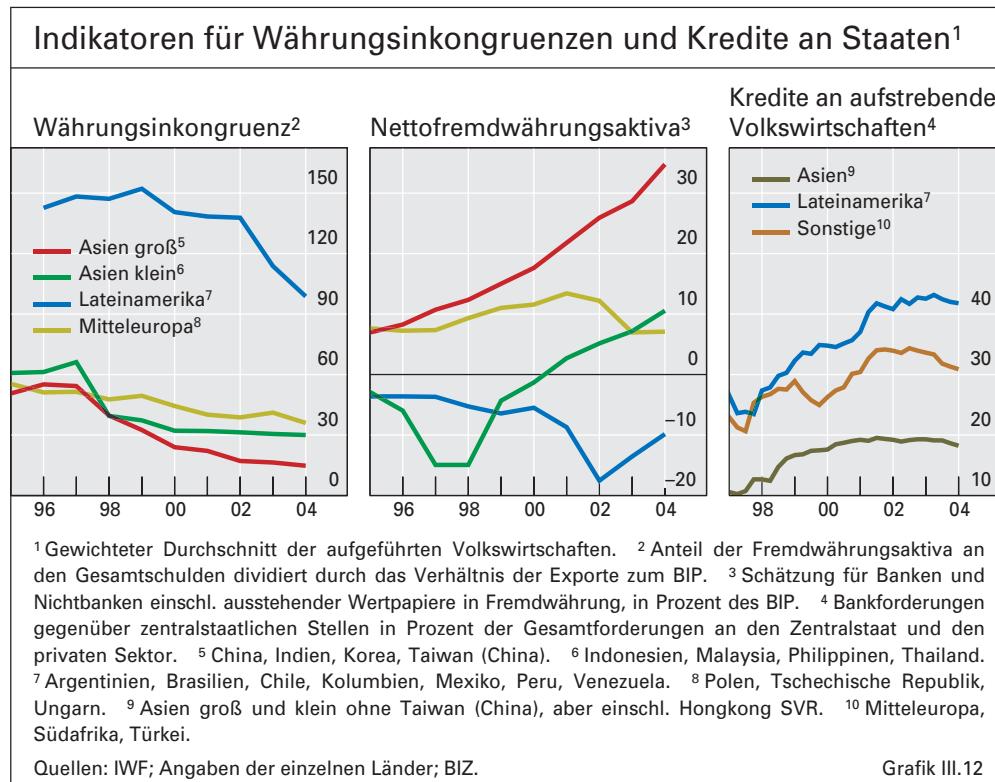
Risikominderung
durch Finanz-
innovationen

Ein zweites Risiko, dem die Bankensysteme ausgesetzt sein könnten, sind Währungsinkongruenzen in der Gesamtwirtschaft. In den letzten zehn Jahren ist das Ausmaß von Währungsinkongruenzen in den wichtigsten Regionen erheblich zurückgegangen, worauf z.B. das Verhältnis der Fremdwährungsschulden zu den Exporten hindeutet. Auch die Nettofremdwährungspositionen haben sich verbessert (Grafik III.12 links und Mitte). In einigen Ländern, vor allem in Asien, ist dies allerdings auf die hohen Währungsreserven der Zentralbanken zurückzuführen, denn die Währungsinkongruenzen im Privatsektor sind vielfach noch immer groß. Hier zeigt sich, wie wichtig es ist, dafür zu sorgen, dass der Finanzsektor die mit diesen Inkongruenzen verbundenen Risiken angemessen steuert.

Besorgnis aufgrund
von Währungs-
inkongruenzen im
Privatsektor ...

Ein dritter Grund zur Besorgnis ist das Engagement des Bankensektors in Staatsschuldtiteln, das in allen aufstrebenden Regionen tendenziell zugenommen hat (Grafik III.12 rechts). In einigen Fällen ist die Erhöhung der Bankbestände an Staatsschuldtiteln eine Folge der Rekapitalisierung der Banken

... und wegen
Engagement in
Staatsanleihen



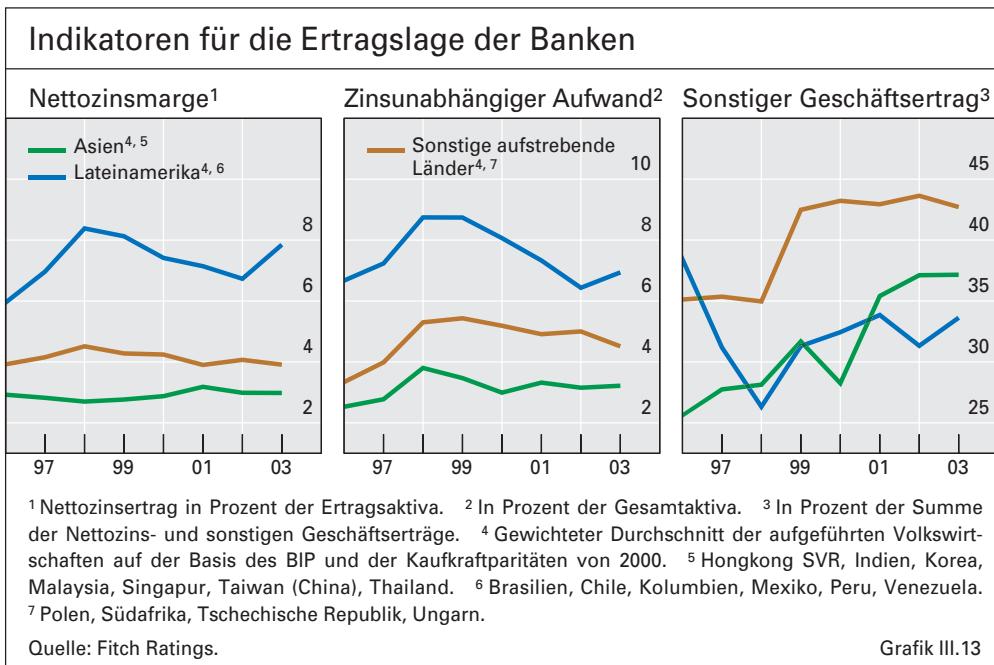
nach einer Krise. In anderen Fällen (z.B. Indien) gehören Banken traditionell zu den Hauptanlegern in Staatsanleihen. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Banken entsprechenden Marktrisiken ausgesetzt sind: Höhere langfristige Zinssätze könnten zu Kapitalverlusten führen, und derartige Risiken werden in aufstrebenden Volkswirtschaften nicht immer abgesichert.

Schließlich hängt die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors auch vom Wettbewerbsdruck sowie von strukturellen Merkmalen ab. Der Wettbewerbsdruck ist in vielen Ländern gestiegen, was die Effizienz des Bankensektors erhöhen kann. Gleichzeitig verringert der wettbewerbsbedingte Druck auf die Rentabilität letztlich den Franchise Value des Bankensektors und schafft Anreize für einen Wechsel zu potenziell risikoreicheren Aktivitäten außerhalb des traditionellen Bankgeschäfts (in Kapitel VII werden Fragen der Bankenrentabilität im Zusammenhang mit den entwickelten Volkswirtschaften näher erörtert). Der Wettbewerbsdruck hat nicht immer zu sinkenden Nettozinsmargen geführt, da diese auch von einer ganzen Reihe anderer Faktoren beeinflusst werden (Grafik III.13). Beispielsweise sind die Nettozinsmargen in Mexiko im Laufe der Zeit zurückgegangen, in Brasilien dagegen zuletzt gestiegen. Allerdings sind die zinsunabhängigen Aufwendungen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften gesunken, was auf eine größere Effizienz hindeutet, und der Anteil sonstiger (zinsunabhängiger) Geschäftserträge am Gesamtertrag ist in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften gestiegen, da die Banken begonnen haben, ihre Tätigkeit über das traditionelle Kreditvergabegeschäft hinaus zu erweitern. All diese begrüßenswerten Trends sind in den Industrieländern aufgrund des Wettbewerbsdrucks längst etabliert (Kapitel VII).

Gleichzeitig könnten drei besondere Trends in der Marktstruktur zu einer größeren Widerstandsfähigkeit des Bankensektors beitragen. Erstens weist die

Größerer
Wettbewerbsdruck

Konzentration ...



Konzentration im Bankensektor, die bis Mitte der 1990er Jahre über längere Zeit abgenommen hatte, mittlerweile in einer Reihe von Ländern Anzeichen einer Stabilisierung oder sogar einer Umkehr auf. Studien zeigen, dass eine Erhöhung der Konzentration im Bankensektor die Wahrscheinlichkeit von Banken Krisen verringert. Denn größere Banken sind in der Lage, ihre Risiken besser zu diversifizieren, können höhere Gewinne erwirtschaften und sind von den Einlegern leichter zu überwachen.

Ein zweiter Trend war der Rückgang des Anteils der von staatlichen Banken gehaltenen Aktiva, auch wenn dieser in einigen Ländern immer noch hoch ist. Eine starke Präsenz staatlicher Banken behindert tendenziell die Entwicklung der Finanzmärkte. Darüber hinaus waren staatliche Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften gemessen an den üblichen Kennzahlen weniger erfolgreich als private Banken, da sie in der Regel – ohne Rücksicht auf Rentabilitätskriterien – bestimmte im öffentlichen Interesse liegende Ziele erfüllen sollen. Schätzungen der Interamerikanischen Entwicklungsbank zufolge verlangen staatliche Banken in Lateinamerika niedrigere Kreditzinsen als private Banken und weisen einen größeren Anteil notleidender Kredite sowie eine geringere Rentabilität ihrer Aktiva auf. Staatliche Banken bieten auch niedrigere Einlagenzinsen als private Banken an – ein weiterer Hinweis darauf, dass sie dazu eingesetzt werden, Kreditnehmer zu subventionieren.

... weniger staatliche Einflüsse ...

Drittens schließlich spielen – vor allem in Lateinamerika sowie in Mittel- und Osteuropa – ausländische Banken eine immer größere Rolle. Sie regen nicht nur grundsätzlich den Wettbewerb an, sondern sind auch aktiv an der Einführung von Innovationen in aufstrebenden Volkswirtschaften, die vielfach zu einer Verbesserung des Risikomanagements beitragen, beteiligt. Ausländische Banken können als finanzielle Stütze des Bankensystems fungieren, weil sie weniger anfällig gegenüber länderspezifischen (systemischen) Risiken sind, weniger empfindlich auf Konjunkturschwankungen des Aufnahmelandes reagieren und auch in Zeiten finanzieller Anspannungen Zugang zu

... und mehr Auslandsbanken

Fremdwährungsliquidität haben. Diese Zusammenhänge wurden unlängst in Berichten des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) untersucht.

Einige Bedenken

Obwohl diese drei Trends den Bankensektor in den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt stärken dürften, bleiben doch einige Bedenken. In bestimmten Situationen könnte eine höhere Konzentration das Bankensystem schwächen, wenn sie beispielsweise eine geringere Transparenz der Banken zur Folge hat, wenn die Behörden einer Bank ihrer Bedeutung wegen die Unterstützung nicht versagen mögen oder wenn eine Konzentration durch Fusion unrentabler Banken zustande gekommen ist. Auch der Markteintritt ausländischer Banken kann zu Problemen führen. Beispielsweise sind sie vielleicht Schocks ausgesetzt, die die Muttergesellschaft treffen. Bei der Übernahme inländischer Banken und deren Streichung aus dem heimischen Aktienmarkt können wertvolle Informationen verloren gehen. Es besteht möglicherweise zu wenig Kontakt zu den Stellen der Mutterbank, deren Entscheidungen und Handlungen weitreichende Auswirkungen auf die ausländische Niederlassung und das Aufnahmeland haben können. Oder es sind noch Hindernisse zu überwinden, bis die Kommunikation zwischen der Bankenaufsicht im Herkunfts- und im Aufnahmeland das erforderliche Niveau erreicht hat.

Aufsichtsrechtliches Umfeld

Bessere Regulierung und Aufsicht ...

Eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften haben Schritte unternommen, um die Bankenregulierung und -aufsicht zu stärken; teilweise wurden auch bereits recht komplexe Ansätze zur Überwachung des Bankensystems entwickelt. Allerdings waren die Verbesserungen in den letzten Jahren in bestimmten Fällen gering. Jüngste Analysen des IWF und der Weltbank zur Beurteilung der Finanzstabilität, die sich u.a. auf den Fortschritt bei der Umsetzung der vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erarbeiteten *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* konzentrierten, legen nahe, dass in der Bankenaufsicht nach wie vor gewisse Schwachstellen bestehen.

... doch weiterhin Schwachstellen

Vier Punkte sind besonders besorgniserregend. Dass es erstens in manchen Ländern keine konsolidierte Aufsicht gibt, erhöht die Gefahr, dass Tochtergesellschaften von Banken in finanzielle Schwierigkeiten geraten, die nicht ohne Weiteres erkennbar sind und sich negativ auf den Finanzsektor und die Wirtschaft auswirken. Ein zweites Problem sind Unzulänglichkeiten beim Risikomanagement. In vielen Ländern ist es nicht gelungen, eine Risikomanagementkultur bei den Banken zu fördern, sodass die für das Bankgeschäft geltenden Vorschriften weitgehend mechanistisch eingehalten werden. Ebenso werden die Regelungen zur Kreditvergabe im Allgemeinen und an in das Geschäft der Bank involvierte Schuldner im Besonderen als nicht streng genug beurteilt. In einigen Ländern sind auch die Regelungen zur Steuerung des Marktrisikos unzureichend. Ein drittes Problem ist die Messung der Bankergebnisse. Einige wichtige Kennzahlen können nämlich ein falsches Bild der Risiken im Finanzsystem vermitteln. Beispielsweise werden die Eigenkapitalquoten nicht immer auf konsolidierter Basis berechnet, aufgrund des Mangels an geeigneten Maßen werden falsche Risikogewichte verwendet,

oder es werden Eigenkapitalkomponenten berücksichtigt, die nicht zulässig sind. Viertens schließlich weisen die von der Aufsicht ergriffenen Maßnahmen häufig Mängel auf, wodurch der Anreiz für ein umsichtiges Risikomanagement schwindet. Solche Mängel sind z.B. eine übermäßige Nachsicht der Aufsichtsinstanzen (d.h. die Bereitschaft, bei der Überschreitung bestimmter Grenzen erst mit Verzögerung zu reagieren), unzureichende Aufsichtskapazitäten oder -befugnisse für ein rechtzeitiges Eingreifen sowie die fehlende Immunität der Aufsichtsinstanzen. Obwohl in einigen Ländern Verbesserungen beim Konkursrecht erzielt wurden, sind die Probleme bei der Durchsetzung der Gläubigerrechte weiterhin riesig.

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Der geldpolitische Kurs der G3 blieb im Berichtszeitraum sehr akkommodierend. Da das Wirtschaftswachstum in den USA anhielt und sich die Risiken von einer unerwünschten Disinflation und Wirtschaftsschwäche in Richtung eines möglichen Inflationsdrucks verschoben, begann die Federal Reserve allerdings, die geldpolitische Lockerung durch eine Reihe maßvoller Steigerungen des Tagesgeldzielsatzes zurückzunehmen. Die EZB hielt ihren Leitzins unverändert, weil das unterdurchschnittliche Wirtschaftswachstum und die Aufwertung des Euro den Inflationsdruck weiterhin dämpften. Die Bank of Japan behielt ihre Nullzinspolitik bei, denn die hemmenden Einflüsse in der Wirtschaft und im Finanzsektor waren so stark, dass kein Ende der Deflation in Sicht war. Mit den günstiger werdenden Finanzmarktbedingungen schien die Abkehr der japanischen Zentralbank von ihrer unkonventionellen quantitativen Lockerung aber trotzdem näher zu rücken. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Erholung der G3-Volkswirtschaften bei niedrigen Leitzinsen waren sich die Währungsbehörden der Notwendigkeit einer klaren Kommunikation ihrer Kursänderungsstrategien bewusst.

In den kleineren Industrieländern waren die Herausforderungen für die Geldpolitik vielfältiger. Einige Zentralbanken verfolgten einen sehr akkommodierenden Kurs, während sich andere für eine neutralere Ausrichtung entschieden. Viele Zentralbanken hoben ihre Leitzinsen leicht an, als sich die Wachstumserwartungen im Inland wie auch im Ausland bestätigten; in einigen Fällen wurden aufgrund einer zunehmenden Ressourcenverknappung Bedenken hinsichtlich der Preisstabilität wach. Die geldpolitischen Beschlüsse wurden nach wie vor von Schuldenständen, überhitzten Märkten für Wohn-eigentum und Wechselkursüberlegungen beeinflusst.

Externe Einflüsse, insbesondere die Entwicklung der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise, prägten den Berichtszeitraum in allen Volkswirtschaften. Ein Vergleich dieser und anderer neuerer Entwicklungen mit ähnlichen Tendenzen Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre scheint erstaunliche Parallelen aufzuzeigen. Der letzte Teil dieses Kapitels widmet sich einem historischen Rückblick und vergleicht die damalige mit der aktuellen Lage, um die Wahrscheinlichkeit zu beurteilen, dass sich die Geschichte wiederholt. Allgemeiner betrachtet trägt der Vergleich außerdem dazu bei, die Risiken zu verdeutlichen, denen sich die Geldpolitik gegenübersehen könnte.

Entwicklungen im Einzelnen

USA

Die Federal Reserve steuerte im Berichtszeitraum einen immer weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Allerdings lag der Tagesgeldzielsatz

Federal Reserve erhöht Leitzinsen auf maßvolle ...

zum Ende des Berichtszeitraums trotz acht maßvoller Erhöhungen um jeweils 25 Basispunkte mit 3% immer noch unter den konventionellen Schätzungen des neutralen bzw. natürlichen Zinssatzes für die USA. Gegen Ende des Frühjahrs 2005 gingen die Finanzmärkte von weiteren Zinserhöhungen aus.

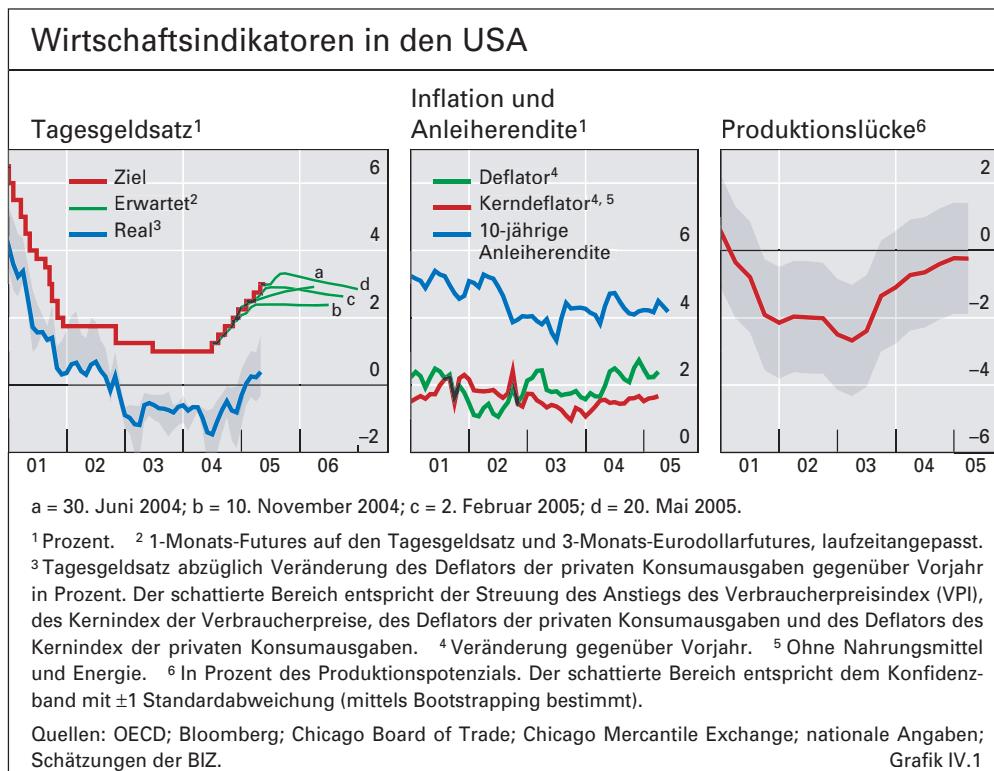
Ein wichtiger Aspekt der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve war ihre Transparenz. Die Zentralbank bereitete die Märkte umfassend auf ihre Zinserhöhungen vor, nicht zuletzt, um potenzielle Belastungen für das Finanzsystem möglichst gering zu halten. Sie signalisierte ihre Absichten auf verschiedene Weise, u.a. über Pressemitteilungen und Sitzungsprotokolle ihres Offenmarktausschusses (Federal Open Market Committee, FOMC) sowie durch Erklärungen von Ausschussmitgliedern. Die Äußerungen des FOMC wurden von den Finanzmärkten im Großen und Ganzen gut aufgenommen, und es gab kaum Überraschungen hinsichtlich der Richtung und des Umfangs der Zinsschritte.

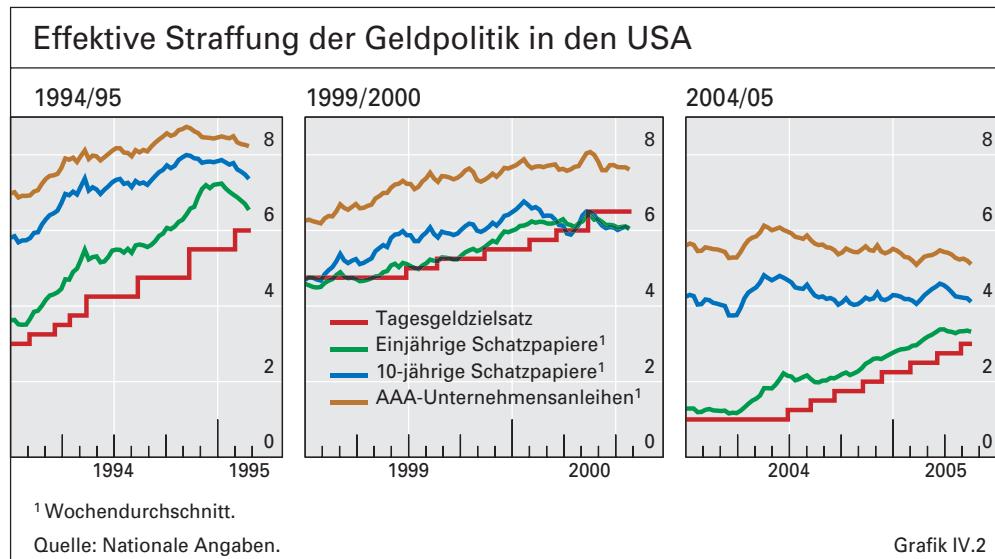
Dieser maßvolle Ansatz sollte einen Ausgleich schaffen zwischen den Risiken für ein nachhaltiges Wachstum und dem Ziel, die Preisstabilität zu wahren, da das inzwischen vier Jahre anhaltende Wirtschaftswachstum zu einem weiteren Rückgang der Kapazitätsreserven führte (Grafik IV.1). Dennoch kam die Frage auf, ob die Erhöhungen des Tagesgeldsatzes ausreichend waren, um die vom FOMC angestrebte weniger akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik herbeizuführen. Besorgnis erregte u.a. die Tatsache, dass die steigende Verbraucherpreisindexation im Berichtszeitraum einen sehr niedrigen realen Ex-post-Tagesgeldsatz zur Folge hatte (2004 war er negativ, Anfang 2005 überschritt er knapp die Nullgrenze).

Auch die ungewöhnliche Reaktion der längerfristigen Marktzinsen auf die maßvolle Straffung der Geldpolitik warf eine Reihe von Fragen auf. In der

... und transparente Weise

Reale Leitzinsen jedoch weiterhin nahe null ...





... und Entwicklung
der Langfristzinsen
untypisch für
Straffungsphase

Vergangenheit waren bedeutende Phasen monetärer Straffung in der Regel mit deutlich steigenden Marktzinsen einhergegangen, und zwar sowohl im Kurz- als auch im Langfristbereich (Grafik IV.2). Diesmal bewegten sich die kurzfristigen Marktzinsen zwar im Gleichschritt mit dem Leitzins, aber die längerfristigen Zinsen für festverzinsliche Wertpapiere zeigten keinerlei Anzeichen eines anhaltenden Aufwärtstrends; eher noch war eine leichte Abwärtstendenz festzustellen (Kapitel VI). Dieses Muster schürte bei einigen Beobachtern Zweifel, ob die geldpolitischen Maßnahmen die gewünschte restriktive Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hatten. Die Federal Reserve wies jedoch darauf hin, dass die verhaltene Reaktion der Langfristzinsen nicht zuletzt darauf zurückzuführen sei, dass die längerfristigen Inflationserwartungen anscheinend niedriger und fester verankert seien als in früheren Fällen. Dies bedeute, dass die Nachfrage weniger stark eingeschränkt werden müsse.

Dadurch Bedenken
wegen Überschuss-
liquidität

Die untypische Entwicklung der längerfristigen Zinssätze verstärkte außerdem andere aufkeimende Bedenken mit weiteren, widersprüchlichen geldpolitischen Implikationen. Die relativ flache Zinsstrukturkurve könnte darauf hinweisen, dass die Märkte von einem Rückgang der langfristigen Wachstumsaussichten ausgingen, was möglicherweise einen lockeren geldpolitischen Kurs erfordern würde. Allerdings könnten die niedrigen Langfristzinsen im Zusammenspiel mit rückläufigen Renditenabständen und steigenden Preisen von Vermögenswerten auch als Zeichen dafür interpretiert werden, dass die Anleger während der langanhaltenden akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik weiterhin übermäßige Risiken eingingen. Der rasche Preisanstieg beim Wohneigentum war ebenfalls ein Indiz für das Wirken solcher Kräfte. Eine derartige Interpretation legte nahe, dass die Leitzinsen möglicherweise stärker angehoben werden müssten als vom Finanzmarkt angenommen, um Überschussliquidität zu absorbieren.

Bedenken auch
wegen hoch-
schnellender
Energiepreise ...

Die geldpolitischen Entscheidungen in den USA wurden im Berichtszeitraum zusätzlich dadurch erschwert, dass die Geldpolitik auch auf andere unvorhergesehene und potenziell inflationäre Entwicklungen eingehen musste.

Der kräftige Anstieg der Energie- und insbesondere der Ölpreise ließ Befürchtungen hinsichtlich der Preisstabilität und der Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum aufkommen. Da die Kerninflation deutlich unter der 2%-Marke blieb, wurde das Inflationsrisiko jedoch als relativ begrenzt, wengleich verstärkt überwachungsbedürftig eingeschätzt. Eine weitere potenzielle geldpolitische Herausforderung war die starke Abwertung des Dollars. Die anhaltend niedrigen Importpreise und die offenbar schwächere Überwälzung von Wechselkursbewegungen in den vergangenen Jahren dagegen schienen die Notwendigkeit eines energischeren geldpolitischen Handelns zu verringern. Gegen Ende des Berichtszeitraums gab es jedoch einzelne Hinweise auf eine größere Preissetzungsautonomie der Unternehmen. Sollte dies einen neuen Trend signalisieren, könnte eine etwas raschere Abkehr vom akkommadierenden geldpolitischen Kurs erforderlich sein.

... der Abwertung
des Dollars ...

Der FOMC sah sich außerdem einer möglichen Verlangsamung des strukturellen Produktivitätswachstums gegenüber, da sich die Produktion je Arbeitsstunde im letzten Jahr abschwächte, während sich der Anstieg der Lohnstückkosten beschleunigte. Obwohl ein Trendbruch nicht mit Sicherheit ausgemacht werden konnte, mussten die eventuellen Implikationen in der Geldpolitik Berücksichtigung finden. Auf kurze Sicht waren die Gewinnmargen groß genug, um die Inflationsauswirkungen zu dämpfen und Leitzinserhöhungen weniger dringlich erscheinen zu lassen, solange keine eindeutigeren Hinweise vorliegen. Auf mittlere Sicht könnte eine rückläufige Trendproduktivität ein Indiz für einen niedrigeren natürlichen Zinssatz und damit für ein niedrigeres Niveau des Tagesgeldsatzes am Ende der Phase geldpolitischer Straffung darstellen.

... und der
Entwicklung der
Produktivität

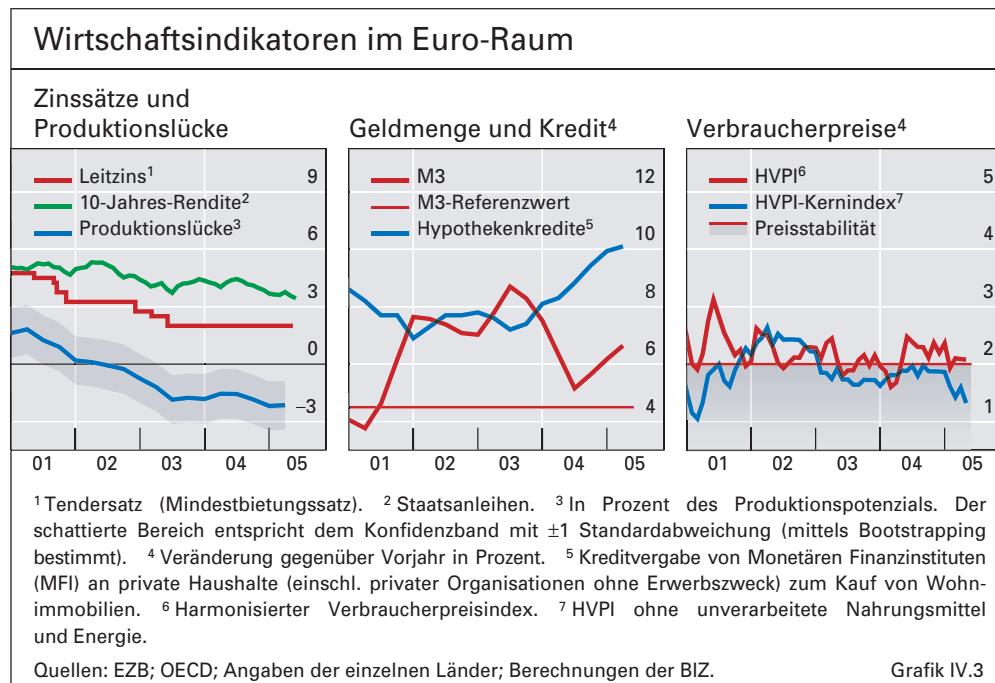
Anfang 2005 beschäftigte sich die Federal Reserve eingehend mit der Frage, ob ein explizites Inflationsziel die Wirtschaftsleistung in den USA noch weiter verbessern könnte. Die Diskussion des FOMC über die Vor- und Nachteile eines expliziten Ziels für die Preisstabilität ist als Teil der – viel umfassenderen – laufenden Überarbeitung seines institutionellen Rahmens zur Verbesserung der Transparenz zu sehen. Dazu gehört auch der kürzlich gefasste Beschluss des Ausschusses, seine Sitzungsprotokolle rascher zu veröffentlichen und seinen Prognosezeitraum zu verlängern. Der FOMC wies darauf hin, dass ein explizites Inflationsziel zwar einerseits die Inflationserwartungen der Volkswirtschaft fester verankern und die Transparenz interner Überlegungen sowie die Kommunikation mit der Öffentlichkeit verbessern könne. Andererseits könnte ein explizites Ziel jedoch die traditionelle Ausrichtung der Federal Reserve nicht nur auf die Inflation, sondern auch auf das Wirtschaftswachstum gefährden und außerdem ihre Flexibilität bei Veränderungen der Wirtschafts- und Finanzlage einschränken.

Explizites Inflations-
ziel erwogen

Euro-Raum

Da die Inflation im Euro-Raum allgemein verhalten blieb und die Konjunktur stockte, behielt die EZB ihre expansive Geldpolitik bei. Gegen Ende des Frühjahrs lag der Leitzins bereits seit zwei Jahren bei 2%; dabei wurden das Unbehagen, dass die Inflationsrate über die Obergrenze der Preisstabilitäts-

EZB-Zinsen
unverändert ...

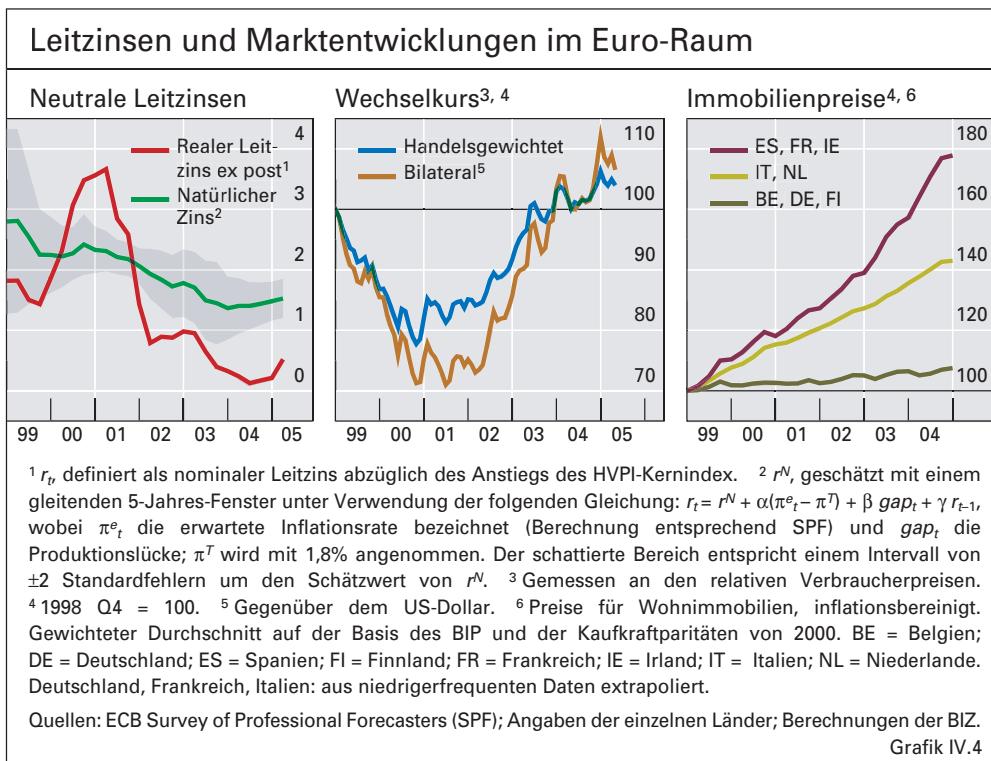


... aufgrund der verhaltenen Konjunktur und der über der Preisstabilitätsdefinition liegenden Inflationsrate

definition der EZB zu liegen kommt, und die Befürchtungen im Zusammenhang mit der unterdurchschnittlichen Wirtschaftsentwicklung gegeneinander abgewogen. Der Höhenflug der Ölpreise weckte Bedenken hinsichtlich einer möglichen Verschlechterung der kurzfristigen Inflationsaussichten oder sogar einer wiederkehrenden Stagflation. Es gab jedoch kaum Anzeichen dafür, dass die höheren Energie- und anderen Rohstoffpreise auf die Kerninflation, die Lohnentwicklung oder die mittelfristigen Inflationserwartungen durchschlugen. Deshalb kam die EZB zu dem Ergebnis, dass die Risiken eines allgemeinen Preisauftriebs nicht groß genug waren, um eine Zinserhöhung zu rechtfertigen. Dies lag zum Teil daran, dass aufgrund des schleppenden Wirtschaftswachstums offenbar weiterhin Kapazitätsreserven vorhanden waren (Grafik IV.3). Da sich die Inflation in der Nähe der Obergrenze der von der EZB formulierten Definition von Preisstabilität von knapp unter 2% bewegte, blieb der reale Leitzins nahe null. Wie in den USA lag er damit deutlich unter den Schätzungen des natürlichen Zinssatzes. Dies deutete darauf hin, dass die EZB bei wirtschaftlicher Erholung ihre Geldpolitik anziehen müsste, um den Inflationsdruck zu begrenzen (Grafik IV.4).

Bedenken auf mittlere Sicht verstärkt durch kräftiges M3-Wachstum ...

Ebenfalls wie in den USA stellte sich somit eine entscheidende Frage in Bezug auf die Auswirkungen einer langen Phase akkommodierender Geldpolitik. Einerseits wiesen die obenerwähnten realwirtschaftlichen Messgrößen auf eine geringe imminente Inflationsgefahr hin. Andererseits lag das Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge M3 immer noch über dem Referenzwert der EZB von 4½%. Ein kräftiges M3-Wachstum ist häufig ein Anzeichen für eine lockere Geldpolitik, die zu einer höheren Inflation führen könnte. Während das starke Wachstum von M3 in den letzten Jahren der gestiegenen vorsorglichen Haltung liquider Mittel zugeschrieben worden war, waren die Gründe für die weitere Zunahme im vergangenen Jahr schwerer auszumachen. Entsprechend betonte die EZB die traditionellen



mittelfristigen Inflationsrisiken, die mit einer solchen monetären Expansion einhergehen.

Der 2-Säulen-Ansatz der EZB bei ihrer mittelfristigen Beurteilung ließ außerdem eine weniger konventionelle Auslegung der geldpolitischen Risiken zu. Die Beschleunigung des M3-Wachstums ab der zweiten Jahreshälfte 2004 ging mit einem rascheren Kreditwachstum im Euro-Raum einher, insbesondere bei den Hypothekenkrediten. So gesehen bestand die Möglichkeit, dass eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik – samt ihren Konsequenzen für die Langfristrenditen – zum einen zu einem stärkeren Preisauftrieb nicht nur bei Waren und Dienstleistungen, sondern auch bei den Preisen für Wohneigentum und zum anderen zu einem Anstieg der Schuldenstände auf bislang unerreichte Niveaus führen würde. Im Normalfall wären dann höhere Leitzinsen erforderlich, um eine konjunkturelle Überhitzung und Inflationssteigerungen zu verhindern. In einem weniger konventionellen Fall wären Zinserhöhungen notwendig, um die finanziellen Ungleichgewichte im Rahmen zu halten, bevor starke Preisanstiege bei Vermögenswerten und deren anschließende Umkehr die Preisstabilität gefährden.

Die Trends der Preise für Wohneigentum verdeutlichten auch die potentiellen geldpolitischen Komplikationen infolge der regionalen Vielfalt im Euro-Raum, wenn z.B. die schleppende Marktentwicklung in Deutschland und Österreich den zweistelligen Preissteigerungsraten in Frankreich und Spanien gegenübergestellt wird (Kapitel II). Die EZB äußerte ihre Bedenken hinsichtlich der Preisanstiege in mehreren Ländern, betonte jedoch gleichzeitig, dass ihr direktes Mandat sie nur zum Handeln verpflichtete, wenn solche Entwicklungen die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen im Euro-Raum beeinträchtigten. Außerdem hielt sie fest, dass Fragen der Finanzstabilität in den einzelnen

... sowie hohes Kreditwachstum und steigende Preise für Wohneigentum

Geldpolitik erschwert durch regionale Unterschiede bei Entwicklung der Preise für Wohneigentum

Herausforderungen durch kräftige Aufwertung des Euro

Nullzins in Japan bei anhaltender Deflation beibehalten

Zielbandbreiten für quantitative Lockerung unverändert

Ansatz allerdings grundsätzlich in Frage gestellt ...

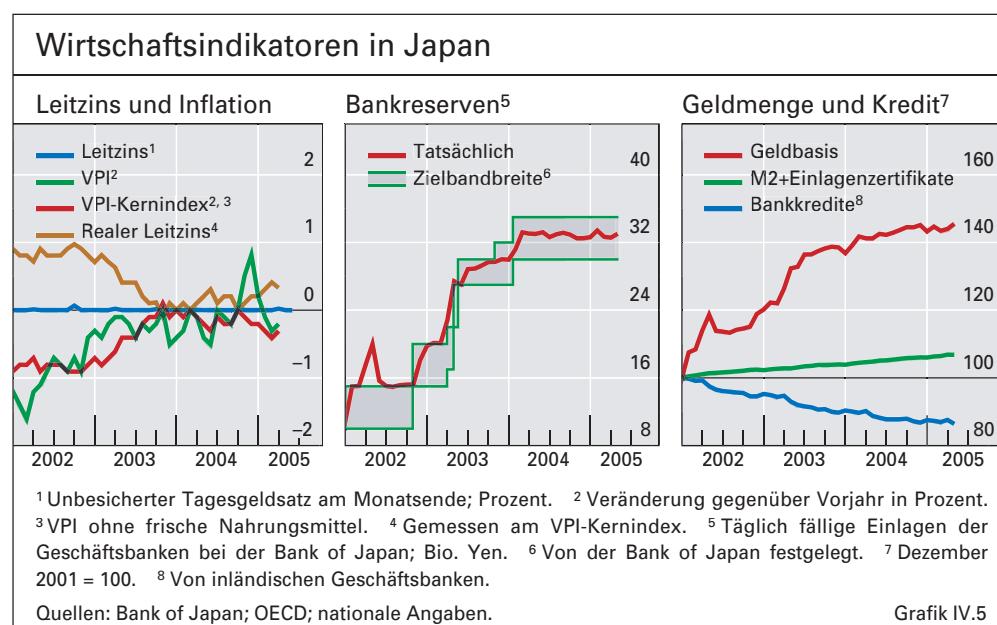
Ländern natürlich in den Zuständigkeitsbereich der nationalen Finanzaufsicht und der nationalen Zentralbanken des Euro-Raums fielen.

Die starke Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2004 stellte die EZB vor eine Herausforderung. Die Aufwertung trug zwar dazu bei, den kurzfristigen Inflationsdruck einzudämmen, die Anpassung ging jedoch in erster Linie zulasten des exportorientierten Sektors. Zudem konnte eine weitere Dollarabwertung nicht ausgeschlossen werden, denn das US-Leistungsbilanzdefizit stieg weiter auf neue Rekordstände (Kapitel V).

Japan

Die Bank of Japan behielt ihre quantitative Lockerung bei, und die kurzfristigen Leitzinsen blieben praktisch bei null (Grafik IV.5). Die unkonventionelle, sehr akkommodierende Geldpolitik wurde u.a. deshalb fortgesetzt, weil sich die deflationären Kräfte nur schwer überwinden ließen, da die Wirtschaft stagnierte und weiterhin eine hohe, wenn auch rückläufige Kapazitätsunterauslastung aufwies. Erhebliche Fortschritte im Finanzsektor, der immer noch mit den Folgen des Platzens der Preisblase bei den Vermögenswerten in den 1990er Jahren zu kämpfen hatte, schmälerten die Befürchtungen, dass die japanische Wirtschaft in eine Deflationsspirale geraten könnte (Kapitel VII). Trotzdem bewirkte die expansiv ausgerichtete Geldpolitik nur einen leichten Anstieg der weiter gefassten Geldmengenaggregate, denn bei der Bankkreditvergabe waren erst schwache Anzeichen einer Kehrtwende erkennbar.

Die Bank of Japan ließ ihre Zielbandbreite für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank mit ¥ 30–35 Bio. unverändert. Allerdings zeigten sich manche Mitglieder ihres Policy Board zunehmend skeptisch über die Vereinbarkeit dieser Vorgabe mit dem geldpolitischen Ziel der Bank, eine niedrige und stabile Inflation zu gewährleisten. Tatsächlich wurde erstmals seit Einführung der Politik der quantitativen Lockerung im Jahr 2001 erwogen, die Zielbandbreite für die täglich fälligen Einlagen herabzusetzen. Zugleich äußerten einige Mitglieder des Policy Board



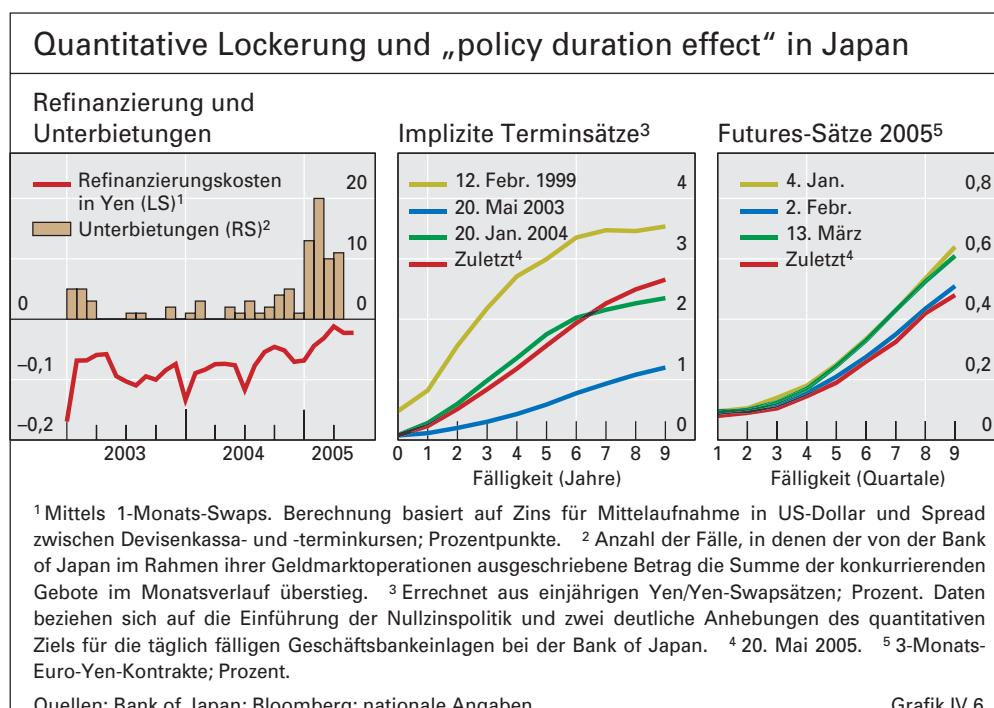
wachsende Bedenken wegen der potenziellen negativen Begleiterscheinungen der quantitativen Lockerung. Hierzu gehören das Moral-Hazard-Risiko bei den Kreditnehmern, ein schlechtes Funktionieren der Geldmärkte, eine nachlassende Flexibilität der Geldpolitik und eine verschlechterte Haushaltsdisziplin.

Die Unsicherheit hinsichtlich der angemessenen Zielbandbreiten für die täglich fälligen Einlagen wurde durch technische Probleme bei der Durchführung der Liquiditätszuführenden Marktgeschäfte der Zentralbank noch verschärft. Die Häufigkeit der Unterbietungen bei den Schatzwechselankäufen der Bank (wenn also das Ausschreibungsvolumen das Bietungsvolumen übertraf) stieg im März 2005 deutlich an (Grafik IV.6). Dies wurde überwiegend als Anzeichen dafür interpretiert, dass die Liquiditätsnachfrage am Markt aufgrund der fortschreitenden Genesung des Bankensektors rückläufig war. Da die Banken ihre Bilanzen stärkten, hatten sie insbesondere nicht mehr so hohe Kosten für den Erwerb von US-Dollar-Mitteln über Yen-Swaps. Über Jahre hinweg hatten – vor allem ausländische – Banken, die Dollareinlagen besaßen, zu negativen Yen-Refinanzierungskosten Währungsswaps gegen Yen getätigt. So war es für die Banken rentabel, Yen-Guthaben in verschiedenen niedrig rentierenden liquiden Vermögenswerten zu halten, sogar auf Nullzinskonten bei der Bank of Japan. Mit dem Wegfall des Swapspreads Anfang 2005 gab es auch diese Nachfrage nach täglich fälligen Guthaben, die durch die Auslandsbanken zustande gekommen war, nicht mehr.

Obwohl es sich um ein technisches Problem handelte, das nicht mit der geldpolitischen Ausrichtung zusammenhing, führte die Tatsache, dass die Bank of Japan nicht genügend Nachfrage für ihre immer noch überwiegend auf den kurzen Laufzeitenbereich beschränkten Marktgeschäfte generieren konnte, anfänglich zu Marktspekulationen über einen möglichen Wendepunkt ihrer Geldpolitik. Die Terminzinsstrukturkurve wurde steiler und volatiler. Mit

... außerdem
technische
Schwierigkeiten

Marktreaktionen
unterstreichen
Bedeutung der
Kommunikations-
strategie der
Zentralbank ...



Blick auf diese Marktreaktionen bekräftigte die Bank of Japan ihre Einschätzung, dass das Problem der Unterbietungen rein technischer Natur sei und keine geldpolitische Neuausrichtung signalisiere. Vielmehr bestätigte sie, dass sie ihre Nullzinspolitik beibehalten werde. Dies zeigte, dass der erklärte Wille zur Nullzinspolitik und nicht die Aufstellung von Zielvorgaben für die täglich fälligen Einlagen als solche entscheidend war für einen geldpolitischen Transmissionsprozess, der auf ein niedriges Marktzinsniveau abzielte. Auf jeden Fall wird die Kommunikationsstrategie der Bank of Japan eine wichtige Rolle bei der Gestaltung des geldpolitischen Umfelds spielen, wenn die Bank ihren unkonventionellen Kurs schließlich verlässt.

... und potenzielle Vorteile eines expliziten Inflationsziels

Im laufenden Jahr wurde u.a. diskutiert, ob die Zentralbank ein explizites Inflationsziel formulieren und bekannt geben sollte, das dazu beitragen könnte, die Inflationserwartungen in Richtung einer niedrigen und stabilen Teuerung zu verschieben. Diese Frage war zwar bereits häufig aufgeworfen worden, schien aber im Berichtszeitraum auf vermehrtes Interesse zu stoßen, weil ein Inflationsszenario wahrscheinlicher wurde und die Verpflichtung auf ein solches Ziel an Glaubwürdigkeit gewann. Anderen Ländern ist es nicht zuletzt dank eines expliziten Inflationsziels gelungen, die Inflationserwartungen nach unten zu lenken und auf einem niedrigen Niveau zu halten. Der Bank of Japan würde sich allerdings eine etwas anders geartete Aufgabe stellen. Sie müsste in einer expandierenden Wirtschaft nach einem Jahrzehnt der Deflation und unterdurchschnittlichen Wirtschaftsleistung für niedrige Inflationserwartungen sorgen und diese auch nachhaltig sichern. Wichtiger wäre vielleicht, dass sich bei einem expliziten Inflationsziel die Wahrscheinlichkeit verringern würde, dass die Inflationserwartungen aufgrund der beträchtlichen vorhandenen Liquiditätsreserven geradezu in die Höhe schießen, sobald das Wirtschafts- und Finanzsystem wieder eine solidere Basis aufweist. Ein übermäßiger Anstieg der Inflationserwartungen könnte zu einer Verteuerung der Kreditaufnahme führen und verbleibende Schwachstellen in der Wirtschaft verschärfen, darunter nicht zuletzt die Probleme im Zusammenhang mit angeschlagenen, noch immer ums Überleben kämpfenden Unternehmen.

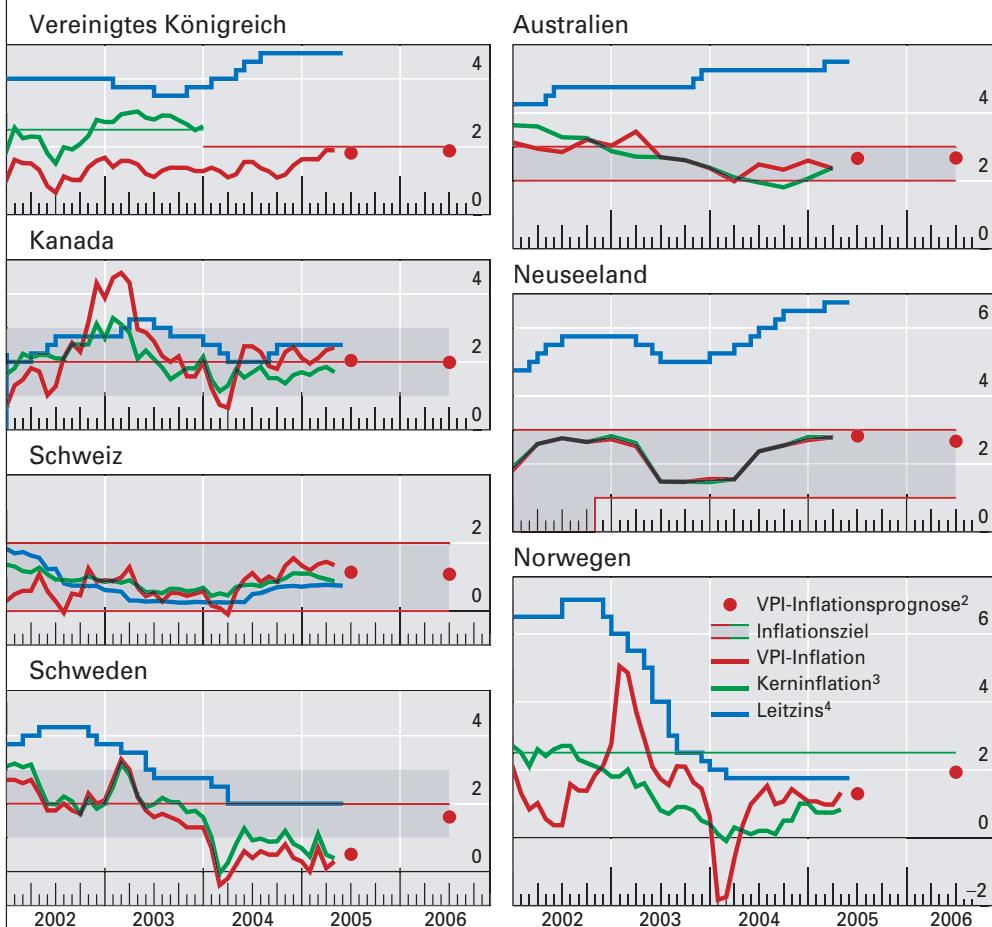
Länder mit Inflationsziel

In Ländern mit Inflationsziel vielfach geldpolitische Straffung

Die Zentralbanken vieler Länder mit explizitem numerischem Inflationsziel haben ihre Leitzinsen im Berichtszeitraum leicht an. Insgesamt trug die robustere Weltwirtschaft zu einer Belebung der inländischen Wirtschaft bei. Außerdem schürte der damit zusammenhängende Anstieg der Rohstoff- und insbesondere der Ölpreise unmittelbar Bedenken wegen eines möglichen Inflationsdrucks. Einige Zentralbanken äußerten die Ansicht, dass höhere Zinsen auch hilfreich sein könnten, um einem weiteren Schuldenaufbau und einem Preisanstieg von Vermögenswerten entgegenzuwirken, die unter Umständen die potenziellen Kosten einer späteren Anpassung erhöhen könnten.

Die Reserve Bank of Australia und die Reserve Bank of New Zealand setzten mit den Zinserhöhungen im letzten Jahr ihre vorangegangenen Straffungen fort (Grafik IV.7). Die Bank of Canada und die Schweizerische Nationalbank hoben ihre Zinsen erstmals wieder an, nachdem die betreffenden Länder zyklische Tiefs in ihrer Zinspolitik erreicht hatten. In der Schweiz waren

Inflation und Leitzins in Ländern mit Inflationsziel¹



¹ Inflationsraten gemessen als Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Australien, Kanada, Neuseeland, Schweiz und das Vereinigte Königreich steuern die Veränderung des VPI an (Vereinigtes Königreich vor dem 10. Dezember 2003: Kerninflation); Norwegen verwendet die Kerninflation als Ziel; die Schweiz verwendet kein Inflationsziel, sondern eine breit angelegte Inflationsprognosestrategie. ² Aus im Mai 2005 veröffentlichten Markterhebungen. ³ Australien: VPI ohne volatile Komponenten (Obst, Gemüse, Treibstoff); Kanada: VPI ohne acht volatile Komponenten und die Auswirkungen von Änderungen indirekter Steuern auf die übrigen Komponenten; Neuseeland: VPI ohne Kreditdienstleistungen; Norwegen: VPI bereinigt um Steueränderungen, ohne Energieprodukte; Schweden: VPI ohne Hypothekenzinszahlungen der privaten Haushalte und die Auswirkungen von Änderungen indirekter Steuern und Subventionen; Schweiz: Kernindex der Verbraucherpreise (VPI um Extremwerte bereinigt); Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinszahlungen. ⁴ Australien, Neuseeland: Cash Rate; Kanada: Mittelwert des operativen Bandes für Tagesgeld; Norwegen: Zinsen auf Sichteinlagen; Schweden, Vereinigtes Königreich: Repo-Satz; Schweiz: 3-Monats-LIBOR.

Quellen: © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.7

die Zinsen zuvor fast auf null zurückgegangen. Im Gegensatz dazu hielten die Zentralbanken Schwedens und Norwegens ihre Sätze unverändert auf dem Niveau, auf dem sie bereits zum Zeitpunkt ihrer jeweiligen Tiefstände Anfang 2004 gelegen hatten. Die Bank of England beließ ihren Leitzinssatz trotz einer zunächst ausgesprochen niedrigen Inflation auf dem Niveau von August 2004.

Die Leitzinsen in Australien, Neuseeland und dem Vereinigten Königreich befinden sich nun nahe den Niveaus, die mit einem auf lange Sicht nicht inflationären nachhaltigen Wachstum im Einklang gesehen werden. Die Reserve Bank of Australia hatte Bedenken geäußert, dass die Kapazitätsauslastung nach 13 Jahren des Wirtschaftswachstums nun allmählich an ihre Grenzen stoße und sich ein Inflationsdruck aufbaue. Ohne eine Leitzinsanpassung

Fast neutraler
geldpolitischer Kurs
in Australien,
Neuseeland und
dem Vereinigten
Königreich

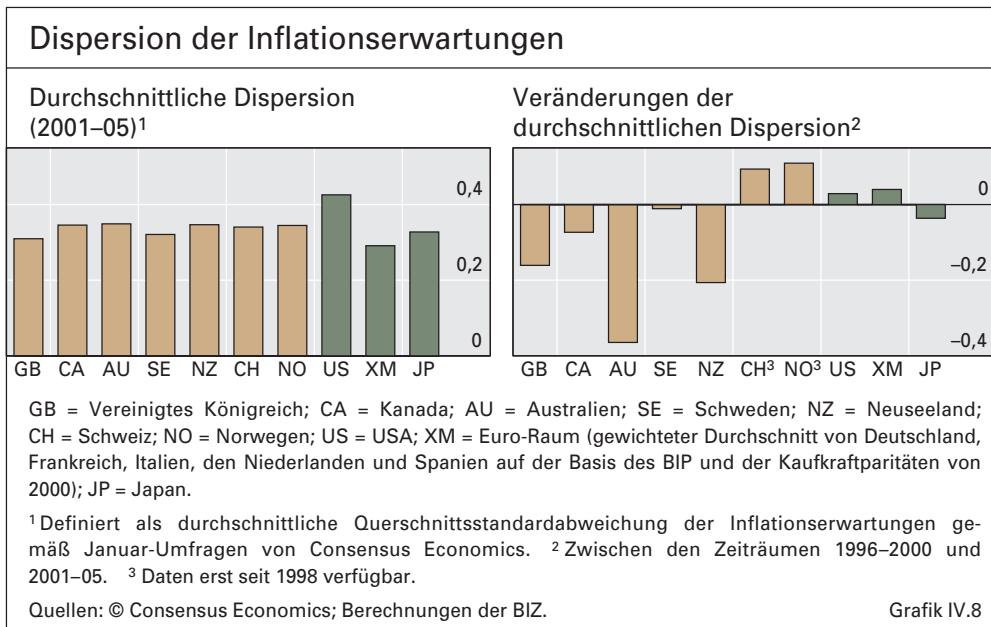
nach oben sei davon auszugehen, dass sich die Inflation der Obergrenze ihrer Zielbandbreite nähern werde. In Neuseeland war das obere Ende des Inflationsbands fast erreicht, und die Wirtschaft wies Anzeichen einer Überhitzung auf; hier war der Leitzins mit 6,75% von allen Industrieländern am höchsten. Die Zentralbank ließ die Möglichkeit weiterer Anhebungen jedoch explizit offen. Die Bank of England erhöhte ihre Leitzinsen in der gesamten ersten Jahreshälfte 2004, bis sie im August bei 4,75% lagen. Zu diesem Zeitpunkt erklärte ihr geldpolitischer Ausschuss (Monetary Policy Committee, MPC), dass er die rasant zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte und die hohen Preise für Wohneigentum mit Blick auf die potenziellen Gefahren für die privaten Haushalte sorgfältig beobachte. Die Bank of England betonte sogar, dass die Zinserhöhungen zum Teil durch das Bestreben motiviert waren, solche möglichen Übersteigerungen einzudämmen. Dies galt auch für die Zentralbanken Australiens und Neuseelands.

Andere Zentralbanken mit deutlich akkommodierendem Kurs

Der geldpolitische Kurs der Bank of Canada und der Schweizerischen Nationalbank wurde zum Ende des Berichtszeitraums weiterhin als akkommodierend beurteilt. In Kanada wurde die Geldpolitik Mitte 2004 deutlich gestrafft, um das Wirtschaftswachstum zu dämpfen, bevor die Konjunktur überhitzte. Im Spätherbst beschloss die Bank of Canada jedoch, vorerst auf weitere Zinserhöhungen zu verzichten, da die kurzfristigen Inflationsaussichten im Zusammenhang mit den rückläufigen Ölpreisen und der Aufwertung des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar etwas gemäßiger waren. Die Schweizerische Nationalbank sah nach der Anhebung ihres Leitzinses vom historischen Tiefstand von 0,25% auf 0,75% zunächst ebenfalls von weiteren Zinsschritten ab, da die unerwartet schwachen Wachstumsperspektiven in Europa den Aufschwung in der Schweiz bremsten. Auch die schwedische und die norwegische Zentralbank hielten ihre jeweiligen Leitzinsen weiter auf sehr niedrigem Niveau. Die nordischen Länder profitierten von einer überraschend günstigen Entwicklung auf der Angebotsseite, die das Wirtschaftswachstum ankurbelte und gleichzeitig den Inflationsdruck sowie die Beschäftigungsquote in Grenzen hielt. In Schweden ergab sich aufgrund der niedrigeren Importpreise und der steigenden Inlandsproduktivität sogar das Risiko eines Preisrückgangs. In Norwegen herrschten trotz der bestehenden Kapazitätsunterauslastung weiterhin gewisse Aufwärtsrisiken für die Inflation, was zum Teil mit den günstigeren Investitionsaussichten im Energiesektor zusammenhing.

Beträchtliches Risiko durch hohe Vermögenspreise und Verschuldung

Für eine Reihe von Zentralbanken blieben Schwachstellen infolge des Zusammenspiels aus hohen Preisen von Vermögenswerten und hohem Verschuldungsgrad im Berichtszeitraum ein bedeutendes Risiko. So kühlten sich die Märkte für Wohneigentum in Australien, Neuseeland und dem Vereinigten Königreich deutlich ab; in dieser Entwicklung kamen teilweise auch die geldpolitischen Straffungen der vergangenen Jahre zum Tragen. Bisher hat sich die Abschwächung des Preisanstiegs beim Wohneigentum eher günstig ausgewirkt. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass diese Preise in Zukunft stärker einbrechen. (Auf die Preisentwicklung beim Wohneigentum und ihre Implikationen wird in Kapitel II und VII näher eingegangen.) Für die Sveriges Riksbank stellte sich die Lage anders dar. Obwohl die Prognosen der Teuerungsrate in Schweden für den größten Teil der nächsten zwei Jahre



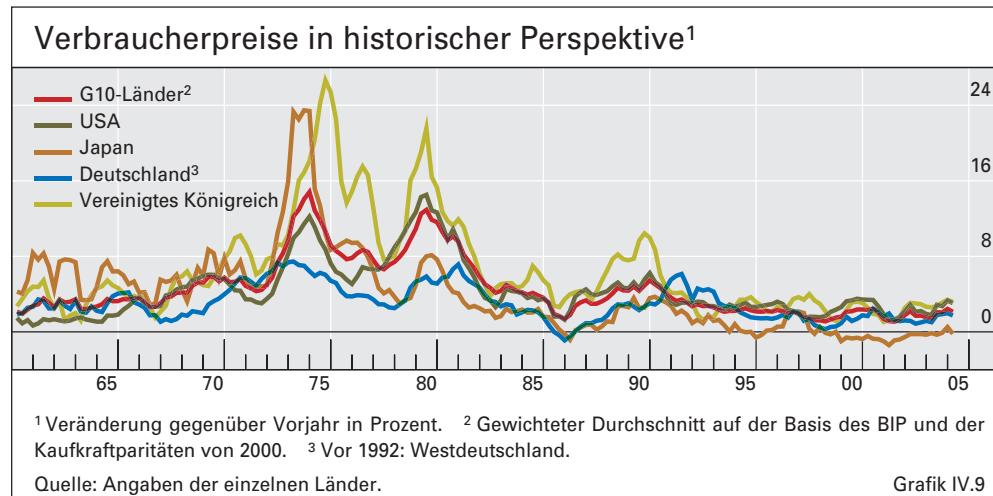
unter dem Inflationsziel lagen, sprachen der rasche Schuldenanstieg bei den privaten Haushalten und der Preisanstieg beim Wohneigentum gegen eine geldpolitische Lockerung. Die schwedische Zentralbank erklärte, dass Zinsenkungen, die in der Folge plötzlich zurückgenommen werden müssten, aufgrund der hohen Verschuldung das Konsumwachstum beeinträchtigen könnten. Sie betonte, dass sich aus ihrer Sicht eine von der Angebotsseite ausgelöste Deflation qualitativ von Deflationen unterscheide, die durch eine Nachfrageschwäche oder einen Preisverfall bei den Vermögenswerten verursacht werden (*73. Jahresbericht*, Kapitel IV).

Ungeachtet der verschiedenen unvorhergesehenen Entwicklungen, denen sich diese Zentralbanken gegenüber sahen, war die Inflationssituation der letzten Jahre in den betreffenden Ländern beeindruckend (Grafik IV.8). Die Inflationserwartungen des Privatsektors standen weitgehend mit den Zielen der Zentralbanken im Einklang. Außerdem ist die durchschnittliche Dispersion der Inflationserwartungen in den Ländern mit Inflationsziel niedrig und entspricht nun, trotz der eher negativen Erfolgsbilanz in den vergangenen Jahrzehnten, im Großen und Ganzen jener in den größeren Volkswirtschaften. Dies kann als Beleg für die Transparenz und Glaubwürdigkeit geldpolitischer Systeme mit expliziten Inflationszielvorgaben gewertet werden. Dennoch sind weitere Verbesserungen des Handlungsrahmens für die Inflationssteuerung möglich. So überdenkt derzeit die Bank of Canada ihren Zeithorizont von 18–24 Monaten, innerhalb dessen sie versucht, die Inflation auf ihren Zielwert hinzuführen. Obwohl ein solcher Horizont die Transparenz deutlich erhöht, können gewisse Arten von Wirtschaftsschocks möglicherweise besser mithilfe eines flexibleren und eventuell auch längeren Zeithorizonts angegangen werden.

Inflationsunsicherheit nun
ähnlich wie in
den G3

Déjà-vu?

Einige der Entwicklungen, die im Berichtszeitraum herausragen, legen den Vergleich zwischen dem aktuellen geldpolitischen Umfeld und der Situation Ende



Parallelen zwischen
heute und vor
dreißig Jahren

der 1960er und Anfang der 1970er Jahre nahe. Auf den ersten Blick scheint es u.a. in folgenden Punkten Übereinstimmungen zu geben: Damals wie heute war die Lage geprägt von einer anhaltenden Phase akkommodierender Geldpolitik seitens der G3, Unsicherheit über das Ausmaß der Kapazitätsauslastung der Wirtschaft, Bedenken wegen der außenwirtschaftlichen Position der USA und ihrer Implikationen für die Wechselkursentwicklung, einem kräftigen Anstieg der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise und einer nachlassenden Haushaltsdisziplin. Diese Parallelen haben verständlicherweise die Befürchtung geweckt, dass es – wie damals – bald zu einem Inflationsschub kommen und die Geldpolitik wieder zu langsam reagieren könnte.

Hintergrund für diese Befürchtungen sind die damaligen leidvollen Inflationserfahrungen (Grafik IV.9). Die Inflationsspirale setzte Ende der 1960er Jahre ein, gewann Anfang der 1970er Jahre an Schwung und beschleunigte sich mit Eintreten der ersten Ölkrise abrupt. Bezeichnend war, dass die Inflationsraten auch dann noch hoch blieben, als der Ölpreisanstieg nachließ und sich die Konjunktur abschwächte. Angesichts dieser Parallelen bietet es sich an, die damaligen Erfahrungen genauer zu beleuchten und dabei sowohl auf die Ähnlichkeiten als auch auf die Unterschiede einzugehen, um Implikationen für die Geldpolitik im derzeitigen Umfeld herauszuarbeiten.

Wiederholt sich die Geschichte?

Ähnlichkeiten mit
den 1960er und
1970er Jahren:

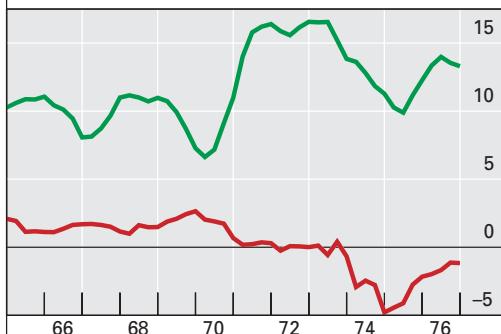
– lange Phase
akkommodierender
Geldpolitik

Betrachtet man das geldpolitische Umfeld Ende der 1960er und zu Beginn der 1970er Jahre, dann lassen sich sechs Faktoren ausmachen, die damals zum Entstehen des Inflationsdrucks beitrugen und zu denen die heutige Situation Parallelen aufweist.

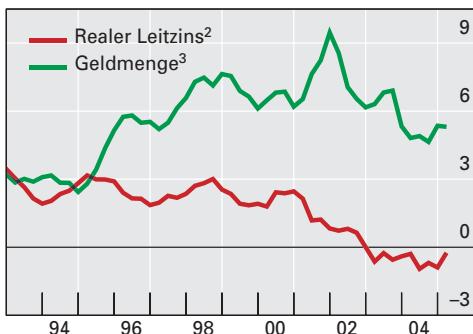
Erstens waren die realen Leitzinsen niedrig und das Wachstum der Geldmengenaggregate hoch (Grafik IV.10). Diese akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik war nicht auf einige wenige Länder begrenzt, sondern in den großen Industrienationen allgemein anzutreffen. Die tiefen langfristigen Realzinsen waren ebenfalls ein prägender Faktor, zumal die Nominalzinsen relativ niedrig blieben und sich im Allgemeinen nur langsam an die steigende Inflation anpassten. Zunächst gelang es, mithilfe dieser akkommodierenden Geldpolitik der Wirtschaftsschwäche 1970/71 entgegenzuwirken. Dann aber

Realer Leitzins und Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge in den G10¹

1965–76



1993–2005



¹ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten; Prozent. ² Nominaler Leitzins bereinigt mit dem Anstieg des Verbraucherpreisindex über vier Quartale. ³ Veränderung der breit abgegrenzten Geldmenge (M2 bzw. M3) über vier Quartale. Einschl. der Nicht-G10-Länder des Euro-Raums.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.10

führte sie dazu, dass die Nachfrage während des Wirtschaftsbooms 1972/73 übermäßig angeregt wurde.

In den vergangenen Jahren ist die Geldpolitik in den G3, wie bereits erwähnt, ebenfalls recht akkommodierend gewesen. Die nominalen und realen Leitzinsen waren niedrig, und die Geldmengen- und Kreditaggregate haben sich rasch ausgeweitet. In der Tat ist es in den letzten 40 Jahren nur zweimal vorgekommen, dass die realen Leitzinsen hartnäckig nahe oder unter null verweilten, und zwar in der derzeitigen Periode und in den 1970er Jahren. In beiden Fällen nahm die weltweite Liquidität deutlich zu. Auch die langfristigen Realzinsen sind recht niedrig geblieben.

Zweitens begünstigten die „Spielregeln“ des internationalen Währungssystems die Transmission der akkommodierenden Geldpolitik der großen Volkswirtschaften, insbesondere der USA, auf die übrige Welt. Anfangs erfolgte die Inflationsübertragung über das feste Wechselkursregime von Bretton Woods. Während die USA im Inland eine expansive Geld- und Fiskalpolitik verfolgten, um die Probleme der heimischen Wirtschaft in den Griff zu bekommen, exportierten sie aufgrund ihrer Wirtschaftsmacht und der Bedeutung des Dollars als internationale Währung ihre Inflation in die übrige Welt. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems mussten andere Länder die US-Inflation nicht mehr akzeptieren; sie hatten nunmehr die Möglichkeit, die Aufwertung ihrer eigenen Währung zuzulassen. In der Praxis stellten sie sich jedoch häufig gegen eine Aufwertung, besonders wenn diese mit spekulativen Kapitalzuflüssen zusammenhingen schien. Dadurch war die Geldpolitik weltweit expansiver ausgerichtet, als dies sonst der Fall gewesen wäre.

– Wechselkursregime begünstigen Inflation

Das derzeitige internationale Währungsgefüge weist einige Ähnlichkeiten mit den früheren Regimen auf. Es handelt sich weder um ein festes noch um ein vollkommen flexibles Wechselkurssystem, sondern um eine Hybridform. Auch heute ist ein zentrales Merkmal des Systems der in verschiedenen Ländern unterschiedlich stark ausgeprägte Unwille, eine Aufwertung gegen-

über dem Dollar zuzulassen. Ein noch nie da gewesenes Ausmaß an Devisenmarktinterventionen hat eine sehr hohe Akkumulation von US-Dollar-Reserven zur Folge gehabt und in einigen Fällen zu niedrigeren Leitzinsen geführt, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Der Widerstand gegen eine Dollarabwertung hat wohl zu einer raschen Ausweitung der weltweiten Liquidität beigetragen. (Nähere Einzelheiten hierzu finden sich im 74. Jahresbericht.)

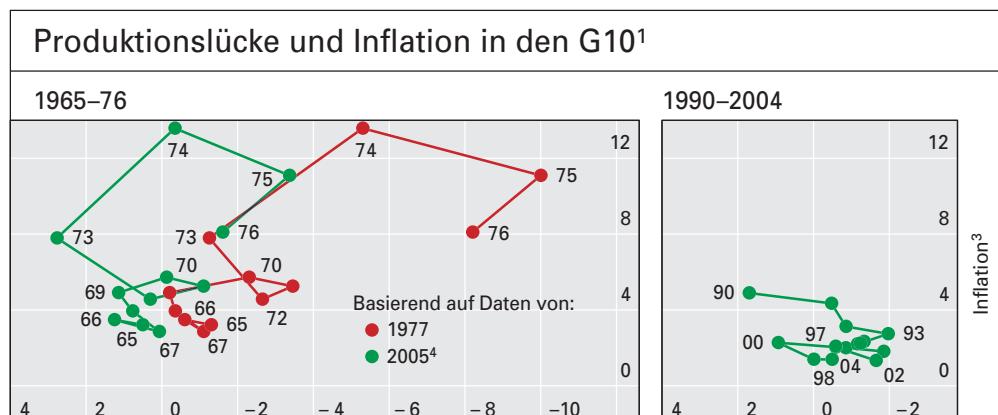
– scheinbar flache kurzfristige Phillips-Kurve

Drittens wiegten sich die Währungsbehörden aufgrund der scheinbaren Abflachung der Phillips-Kurve in den 1960er Jahren in der falschen Sicherheit, dass eine Ankurbelung der Wirtschaft nicht zu einem Inflationsanstieg führen würde (Grafik IV.11). Zur damaligen Zeit hatte die Phillips-Kurve einen wesentlichen Einfluss auf die Auffassung der Geldpolitiker und generell der Ökonomen über die Beziehung zwischen Geldpolitik und Realwirtschaft.

Heute ist der kurzfristige Trade-off zwischen Konjunkturdevelopment und Inflation ebenfalls auffallend flach, sogar etwas flacher und niedriger als in den 1960er Jahren. Grafik IV.11 zeigt, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung in jüngerer Zeit anscheinend kaum auf die fest verankerten Inflationserwartungen ausgewirkt hat. Hinzu kommt, dass der Phillips-Kurve seit Kurzem wieder große Aufmerksamkeit geschenkt wird, nachdem sie in den 1980er Jahren in Ungnade gefallen war. Die neokeynesianische Phillips-Kurve bietet einen neuen Ansatz zur Betrachtung des kurzfristigen geldpolitischen Trade-offs zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation; langfristig wird jedoch kein solcher Trade-off angenommen.

– möglicherweise falsche Signale zur Kapazitätsunterauslastung

Viertens gingen von den konventionellen Messgrößen des Inflationsdrucks Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre unterschiedliche und teilweise sogar falsche Signale aus. Eine wichtige Fehlerquelle ergab sich daraus, dass zur damaligen Zeit von einer großen negativen Produktionslücke ausgegangen wurde. Hinzu kamen steigende Arbeitslosenzahlen. Der scheinbar fehlende Zusammenhang zwischen der Schätzungen zufolge zunehmenden

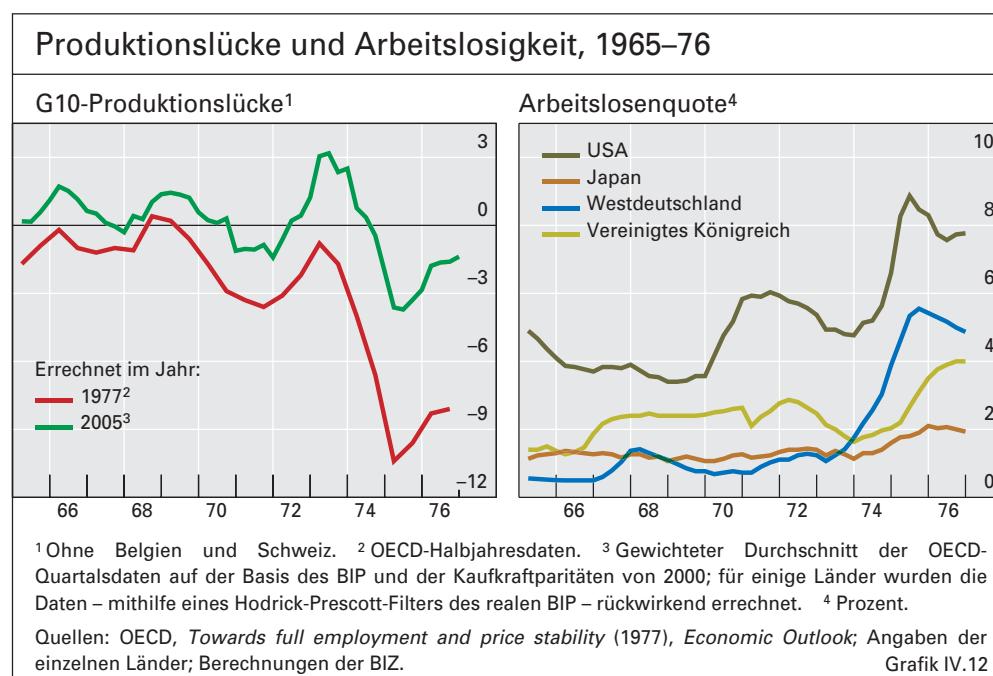


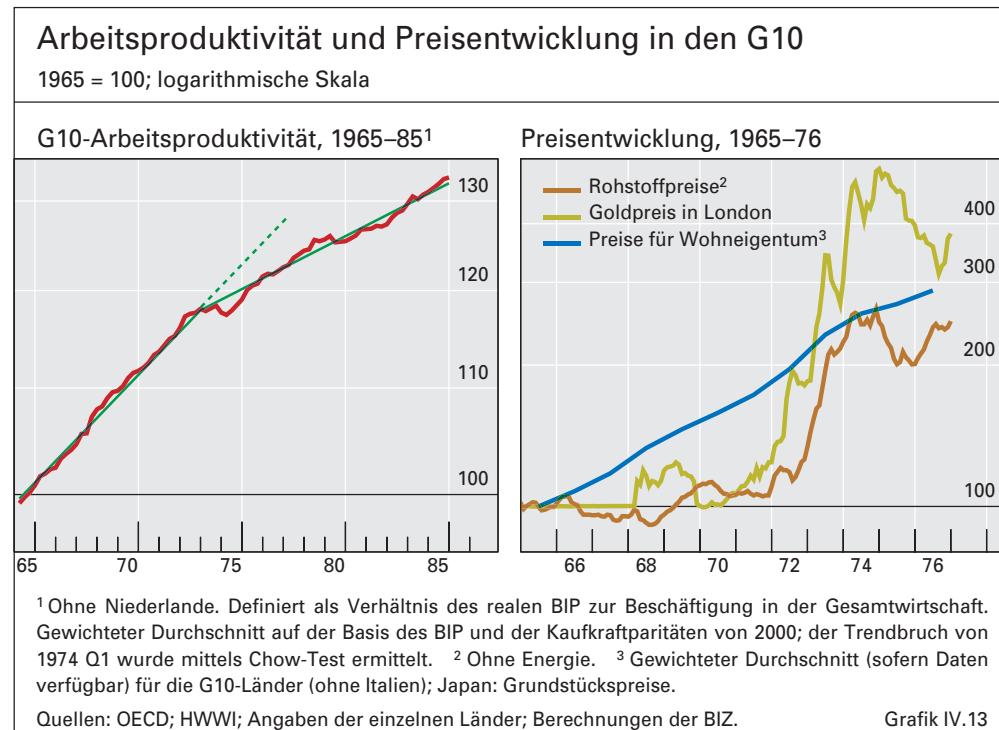
¹ Ohne Belgien und Schweiz. ² Jahresschnitt; invertierte Skala. ³ Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr in Prozent. ⁴ Gewichteter Durchschnitt der OECD-Daten auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000; für einige Länder wurde die Produktionslücke – mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters des realen BIP – rückwirkend errechnet.

Quellen: OECD, *Towards full employment and price stability* (1977), *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik IV.11

Kapazitätsunerauslastung und der steigenden Inflation führte zu Spekulationen über einen grundlegenden Wandel im Inflationsprozess. Einige Analysten hielten eine Straffung der Geldpolitik unter solchen Umständen nicht für dringlich, da sie davon ausgingen, dass sich die steigende Inflation angesichts der Höhe der Kapazitätsunerauslastung von selbst umkehren würde. Andere wandten sich vom Ansatz der konventionellen Phillips-Kurve ab und hin zu einem Konzept, bei dem der Wirtschaft „Geschwindigkeitsbegrenzungen“ auferlegt sind. Danach wurde der Inflationsanstieg Anfang der 1970er Jahre als Reaktion auf die Veränderung der Kapazitätsauslastung statt auf ihr Niveau gewertet. Erst im Nachhinein wurde deutlich, dass die Situation zumindest teilweise auf eine falsche Einschätzung der Lage zurückzuführen gewesen war (Grafik IV.12): In Wirklichkeit hatte zu dieser Zeit ein Nachfrageüberhang bestanden. Ein grundlegendes Problem lag darin, dass sich das Produktivitätswachstum allmählich verlangsamte und dies zu dem Zeitpunkt nicht erkannt wurde (Grafik IV.13). Außerdem wurde angenommen, dass die höhere Arbeitslosigkeit konjunkturbedingt war, während sie tatsächlich in erster Linie mit demografischen Entwicklungen und der zunehmenden Großzügigkeit der Sozialsysteme zusammenhing. Zugleich waren die erheblichen angebotsseitigen Entwicklungen zu berücksichtigen, vor allem die Ölpreise Mitte der 1970er Jahre, die die Situation noch undurchschaubarer machten.

Auch heute könnte die Unsicherheit in Bezug auf Echtzeitschätzungen der Produktionslücke, die zeitvariable inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) und andere Messgrößen der Kapazitätsunerauslastung so groß sein, dass sich der Inflationsdruck nicht genau beziffern lässt. Das geldpolitische Umfeld wird weiterhin von der Ungewissheit hinsichtlich der nationalen Produktivitäts- und Arbeitsmarkttrends und der Unklarheit über die Implikationen der jüngsten Rohstoffpreisentwicklung für die Angebotsseite eingetrübt. Einige Ökonomen führen den gerade einsetzenden Inflationsanstieg trotz ihrer Einschätzung





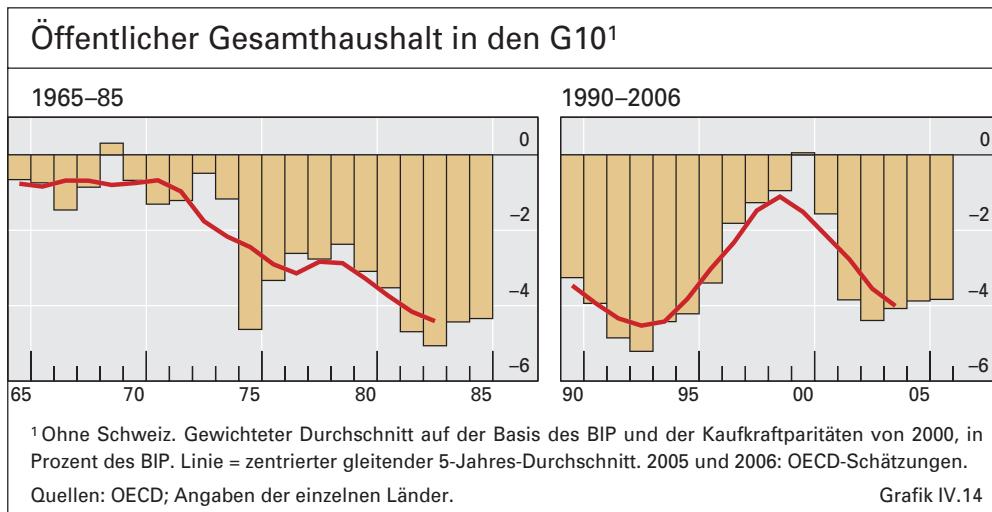
vorhandener globaler Kapazitätsreserven auf die Existenz neuer „Geschwindigkeitsbegrenzungen“ in einigen, insbesondere den rohstoffabhängigen, Sektoren zurück.

– hohe Öl- und andere Rohstoffpreise

Fünftens schnellten die Öl- und sonstigen Rohstoffpreise Anfang der 1970er Jahre auf Werte hoch, die deutlich über ihren historischen Preisbändern lagen. Die realen Ölpreise stiegen ebenfalls auf bisher unerreichte Höchststände an, bevor sie während der zweiten Ölkrise Ende der 1970er Jahre nochmals übertroffen wurden (Kapitel III). Hinzu kommt, dass gleichzeitig auch viele Inflationshedges wie die Rohstoffpreise (ohne Öl) und die Immobilienpreise auf neue Spitzenwerte kletterten (Grafik IV.13). Allerdings traten die Kehrtwenden bei diesen Indikatoren nicht ganz gleichzeitig ein. Natürlich drängt sich angesichts der jüngsten Entwicklung der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise ein Vergleich mit dieser früheren Episode auf. Weniger gut scheint der Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre beobachtete Anstieg der Immobilienpreise im Gedächtnis geblieben zu sein, der eine weitere interessante Parallele zur gegenwärtigen Preisentwicklung beim Wohneigentum bietet (Kapitel II).

– expansive Fiskalpolitik

Sechstens schlug die Fiskalpolitik Anfang der 1970er Jahre einen recht expansiven Kurs ein, und die Haushaltsdefizite weiteten sich deutlich aus (Grafik IV.14). Wie die Geldpolitik wurde auch die Fiskalpolitik in der Regel mit Blick auf die damals vorherrschenden keynesianischen Stabilitätsziele betrachtet: Sie sollte dazu beitragen, den Konjunkturzyklus zu glätten, obwohl fiskalpolitische Maßnahmen Konjunkturschwankungen aufgrund ihrer verzögerten Wirkung manchmal eher verstärken als abschwächen. Mitte der 1970er Jahre taten sich dann gravierende strukturelle Defizite auf, die groß blieben, obwohl Wirtschaftsrezessionen weniger häufig und volatile waren als in der Vergangenheit. Nachdem Ende der 1990er Jahre erhebliche Fortschritte



bei der Haushaltskonsolidierung erzielt werden konnten, zeichnen sich heute wieder größere strukturelle Defizite ab (Kapitel II).

Diese Parallelen sind zwar beachtlich, bedeuten aber nicht automatisch, dass nun unmittelbar eine Wiederkehr des inflationären Umfelds der 1970er Jahre bevorsteht. Zum besseren Verständnis der geldpolitischen Fragestellungen werden nachfolgend die Lehren aus der Vergangenheit näher beleuchtet und einige bedeutende Unterschiede zwischen damals und heute aufgezeigt.

Lehren aus der Vergangenheit

Die Lehren aus den Erfahrungen Ende der 1960er und zu Beginn der 1970er Jahre sind vielfältig. Tatsächlich kann die damalige Lage, die durch eine der schlechtesten Wirtschaftsleistungen der vergangenen 50 Jahre gekennzeichnet war, nicht auf eine einzelne negative Entwicklung zurückgeführt werden. Ursächlich war vielmehr das Zusammentreffen verschiedener ungünstiger und unvorhergesehener wirtschaftlicher Entwicklungen und wirtschaftspolitischer Fehler in einem ökonomischen und finanziellen Umfeld, dessen Wandel nicht in vollem Ausmaß erkannt wurde. Für die geldpolitische Praxis verdienen drei wichtige Lehren besondere Aufmerksamkeit.

Wichtige geldpolitische Lektionen gelernt:

Die erste Lehre betrifft die Bedeutung der Preisstabilität und die Notwendigkeit, den institutionellen Rahmen zu ihrer Erreichung bereitzustellen. Die beträchtlichen Kosten einer hohen Inflation wurden in den 1970er Jahren nur allzu deutlich. Zu nennen sind hier besonders die Zeit und Mühe, die verschwendet wurden, um die Auswirkungen der Inflation auf das nominale Vermögen zu verhindern, sowie die Verzerrungen der Investitionsaktivität infolge der Tatsache, dass die Steuersätze nicht vollkommen indexgebunden waren. Zusätzliche Kosten entstanden dadurch, dass die starke Teuerung mit einer hohen Inflationsvariabilität einherging; so kam es beispielsweise aufgrund der widersprüchlichen Wirtschaftssignale, die von den Veränderungen der relativen Preise ausgingen, zu einer größeren Produktionsvariabilität und hohen Inflationsrisikoprämien bei Finanzaktiva. In den 1970er Jahren wurde außerdem deutlich, dass das Akzeptieren einer hohen Inflation auch auf lange

- Bedeutung der Preisstabilität

Sicht keine Vorteile bietet. Die damalige Auffassung, dass es einen positiven langfristigen Trade-off zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum gebe, war schlichtweg falsch. Wenn überhaupt, kam es aufgrund der schädlichen Auswirkungen der hohen Inflation auf das Wirtschaftswachstum zu einem negativen Trade-off. Angesichts dieser Erfahrungen ist es nicht verwunderlich, dass sich im Laufe der Zeit ein akademischer, politischer und gesellschaftlicher Konsens zur Inflationsbekämpfung herausgebildet hat. Die gelernten Lektionen trugen auch zur Verstärkung des globalen Trends bei, dass den Zentralbanken größere Unabhängigkeit bei der Ausführung ihrer vermehrt auf die Preisstabilität ausgerichteten Mandate zugestanden wird.

– geldpolitischer Vorlauf vor der Inflationskurve

Die zweite Lehre aus der vergangenen Entwicklung ist, dass schnell und entschieden gegen Inflationsdruck vorgegangen werden muss. Die Geldpolitik der 1970er Jahre war in der Regel akkommodierend ausgerichtet, um die Wirtschaft anzukurbeln, und zwar auch dann noch, als die Inflation bereits stieg. Dies spiegelte zum Teil die Fehleinschätzungen hinsichtlich der Kosten der Inflation sowie des Verlaufs und der Wahrscheinlichkeit von Verschiebungen der Phillips-Kurve wider. Außerdem wurde deutlich, dass die Kosten der Wiederherstellung der Preisstabilität letztlich umso höher ausfallen, je länger die zunehmenden Inflationserwartungen ignoriert werden. Es ist nicht verwunderlich, dass die Geldpolitik in den vergangenen zehn Jahren viel stärker darauf bedacht war, Straffungen vorzunehmen, sobald klare Anzeichen einer Inflation erkennbar wurden. Dies war ein Schlüssel zum Erfolg der Zentralbanken bei der Erlangung und nachhaltigen Gewährleistung von Preisstabilität.

Diese allgemeine Lektion kommt auch in der Erkenntnis zum Ausdruck, dass entschlossen auf die Zweitrundeneffekte von Ölpreiserhöhungen reagiert werden muss. Die unmittelbare Auswirkung eines Ölpreisanstiegs, d.h. der Erstrundeneffekt, ist ein Inflationsanstieg entsprechend der Gewichtung der Energiekomponente im Preisindex. Ein einmaliger Anstieg des Preisniveaus wirkt sich nicht zwangsläufig dauerhaft inflationär aus und würde daher keine deutlichen geldpolitischen Kursänderungen rechtfertigen. Wenn ein Preisanstieg jedoch zu steigenden Inflationserwartungen führt, d.h. ein Zweitrundeneffekt eintritt, kann dies eine Lohn- und Preisspirale auslösen. Die Erfahrungen der 1970er Jahre lehrten die Währungsbehörden, dass sich solche Zweitrundeneffekte durch entschiedene geldpolitische Reaktionen verhindern lassen. In der Tat entwickelte sich die Inflation während der zweiten Ölkrisen, als diese Lektion von Zentralbanken wie der Deutschen Bundesbank, der Bank of Japan und der Schweizerischen Nationalbank beherzigt wurde, wesentlich günstiger als im vorangegangenen Fall.

– sorgfältige Beurteilung der Kapazitätsunterauslastung

Die dritte Lehre, die aus den Erfahrungen der 1970er Jahre gezogen werden kann, ist, dass bei der Beurteilung der Kapazitätsunterauslastung Vorsicht geboten ist. Die Kapazitätsauslastung ist eine theoretische Größe, die sich nur schwer mit Genauigkeit messen lässt, da auch unbeobachtete Variablen wie das Produktionspotenzial oder die NAIRU herangezogen werden müssen. Diese können sich unvorhergesehen ändern, wobei es nicht ausgeschlossen ist, dass ihre Veränderungen lange weitgehend unentdeckt bleiben. An der Verlangsamung der strukturellen Produktivität in den 1970er Jahren, deren Ursachen immer noch nicht völlig geklärt sind, wird deutlich, wie die

Wirtschaftsentwicklung eine Fehleinschätzung der Kapazitätsreserven zur Folge haben kann, die ihrerseits dazu führt, dass ein stärker akkommodierender geldpolitischer Kurs verfolgt wird, als es sonst der Fall gewesen wäre. Dies unterstreicht die Wichtigkeit verlässlicher Echtzeitdaten und einer Gegenprüfung anhand anderer verfügbarer Daten. Vor allem sollte die inhärente Unsicherheit darüber, wie gut die Geldpolitik tatsächlich über das Umfeld informiert ist, bei den geldpolitischen Überlegungen Berücksichtigung finden.

Jahrzehnte danach: ein anderes Szenario

Diese Lehren lassen vermuten, dass die Zentralbanken nicht nochmals dieselben Fehler begehen würden und dass sich die Geschichte nicht wiederholt. Dies schließt natürlich nicht die Möglichkeit eines unerwarteten Aufflammens von Inflationsdruck oder sogar Inflation aus. Es legt jedoch nahe, dass solchen Entwicklungen entschlossener entgegengewirkt und die Situation rascher entschärft würde als in der Vergangenheit.

Die Schlussfolgerung, dass sich die Geschichte nicht wiederholt, wird durch einige recht deutliche Unterschiede zu den Wirtschaftsbedingungen Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre untermauert. Dies sind insbesondere die Lohnentwicklung, die Auswirkungen der anhaltenden Globalisierung und die geringere Bedeutung des Öls.

Die Lohnentwicklung Ende der 1960er und in den 1970er Jahren war insgesamt stärker mit der Inflation korreliert als heute (Tabelle IV.1), was vor allem mit zwei Faktoren zusammenhing. Erstens zeichnete sich die damalige Lage durch mächtige Gewerkschaften und harte Tarifverhandlungen aus. Die große Unruhe im Arbeitsumfeld, insbesondere in Kontinentaleuropa, zeigte sich auch in Streiks. Aus geldpolitischer Sicht mag ein Rückgang der Streikaktivitäten zum Preis einer etwas höheren Inflation durchaus eine attraktive Option gewesen sein, zumal die Währungsbehörden seinerzeit weniger unabhängig waren als heute. Zweitens waren einkommenspolitische Regelungen damals viel eher die Regel, wodurch es zu einer engeren Verknüpfung der Lohn- und Preisentwicklung kam. Dies spielte insbesondere in den 1970er Jahren eine Rolle, als die Öl- und anderen Rohstoffpreise anstiegen. Bestimmungen über die automatische Lohnanpassung führten zu nominalen Einkommenssteigerungen, die nicht mit dem höheren Transfer der Realeinkommen hin zu den öl- und rohstoffproduzierenden Ländern im Einklang standen. De jure und de facto trug die automatische Lohnanpassung daher

Drei bedeutende Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds:

– gemäßigtere Lohnentwicklung

Inflation und Lohnwachstum, damals und heute ¹						
	USA	Japan	Deutschland	Frankreich	Italien	Vereinigtes Königreich
1965–79	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991–2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

¹ Korrelationen der prozentualen Veränderungen von Verbraucherpreisen und Lohnstückkosten gegenüber Vorjahr.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Tabelle IV.1

auch erheblich zur Hartnäckigkeit der Inflation bei den Preisen für Güter und Dienstleistungen bei.

Heute sind die Arbeitsmärkte viel stärker wettbewerbs- und markt-orientiert. Die Macht der Gewerkschaften ist zurückgegangen, und Tarifverhandlungen verlaufen deutlich weniger aggressiv. Dies hängt teilweise damit zusammen, dass die Elastizität des Arbeitsangebots durch die Migration direkt und über den stärkeren Wettbewerb im Handel und den leichteren Zugang zu den Märkten indirekt zugenommen hat. Welche Gründe auch für die Beruhigung an den Arbeitsmärkten verantwortlich sein mögen, sie hat dazu geführt, dass sowohl die Korrelation zwischen Lohnentwicklung und Inflation als auch der Anteil der Arbeitseinkünfte am Gesamteinkommen gegenüber den 1970er Jahren zurückgegangen sind. Diese Arbeitsmarktentwicklungen haben geholfen, die Transmission verschiedener Arten von Inflationsschocks zu verringern, was wiederum dazu beigetragen hat, dass die Inflationserwartungen fest verankert geblieben sind (Kapitel II).

– stärkere Globalisierung

Ein weiterer Unterschied, der allerdings mit dem ersten zusammenhängt, besteht in Veränderungen der weltweiten Angebotslage, die die Eindämmung des Inflationsdrucks unterstützt haben. Hier kommen mehrere günstigere Entwicklungen zum Tragen. Zum einen haben hohe arbeitseinsparende Produktivitätszuwächse das Wirtschaftswachstum vorangetrieben und dabei den Kostendruck gedämpft, zum anderen spielte insbesondere die Globalisierung eine entscheidende Rolle. Die Penetration der Exportmärkte durch Japan und Korea in den 1960er und 1970er Jahren war zwar beträchtlich, doch die hohen gegenwärtigen Marktanteile Asiens, insbesondere Chinas, tragen in den meisten Industrieländern derzeit noch stärker zur Eindämmung sowohl der Importpreise als auch der Löhne bei (Kapitel II). Auch die voranschreitende Deregulierung hat – insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften – über einen stärkeren Preiswettbewerb für mehr disinflationären Druck gesorgt.

– günstigerer Zusammenhang zwischen Ölpreisen und Makroökonomie

Der dritte Unterschied zwischen dem gegenwärtigen geldpolitischen Umfeld und dem der 1970er Jahre betrifft die Makroökonomie des Öls. Es gibt mehrere Gründe für die Annahme, dass sich höhere Ölpreise im heutigen Umfeld weniger gravierend auf die Inflation auswirken (Kapitel II). Insbesondere die wichtigsten Industrieländer haben ihre Ölabhängigkeit (gemessen in Barrel Öl je Dollar des BIP) aufgrund der vermehrten Nutzung energieeffizienterer Technologien und einer nachhaltigen Verschiebung von der verarbeitenden Industrie hin zu Dienstleistungen verringert. Die aktuellen Schätzungen der Inflations- und Produktionselastizität in Bezug auf den Ölpreis sind derzeit niedriger als die entsprechenden Schätzungen für die industrialisierten Volkswirtschaften in den 1970er Jahren.

Verlagerung der Risiken?

Exakte Wiederholung der Geschichte unwahrscheinlich, aber erhebliche Risiken durch ...

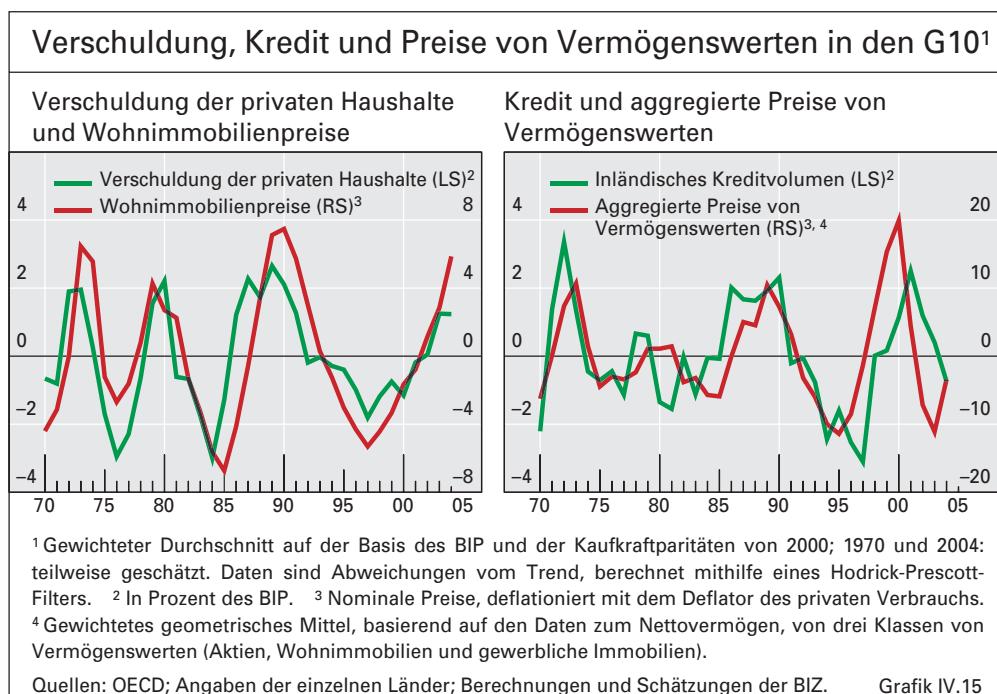
Die Lehren aus der Vergangenheit mögen zwar beruhigend sein, sie schließen aber nicht die Möglichkeit aus, dass andere Fehler begangen werden. Die Hauptsrisiken für die Geldpolitik entstehen selten durch die Wiederkehr früherer Umstände, sondern betreffen meist unvorhergesehene Entwicklungen des wirtschaftlichen und des allgemeineren Umfelds. Wie an den Erfahrungen zu

Beginn der 1970er Jahre deutlich wurde, ist es in der Regel das Zusammenspiel von Politik und Umfeld, das zu neuen und unerwarteten Herausforderungen führen kann.

Vor diesem Hintergrund sollten die unvorhergesehenen Entwicklungen, die immer wieder auftreten, als nützliche Erinnerung an unser eingeschränktes Verständnis der Dynamik einer modernen Volkswirtschaft betrachtet werden. Eines von zahlreichen Beispielen für solche Entwicklungen ist, dass die Inflationsprognosen über weite Strecken der Disinflationsphase und in jüngerer Zeit erneut systematisch zu hoch ausfielen. Außerdem scheint die Inflation heute weniger stark auf länderspezifische Indikatoren für übermäßigen Nachfragedruck zu reagieren (Kapitel II). Diese Entwicklung ist das genaue Spiegelbild der systematisch unterzeichneten Inflationsprognosen Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre. Ein zweites Beispiel für unvorhergesehene Ereignisse ist eine Konstellation von Leit- und Marktzinsen, die deutlich unter den Niveaus zu liegen scheinen, die mit einem langfristigen nicht inflationären Wachstum im Einklang stünden, wobei die tatsächliche Inflation recht gedämpft bleibt. Als drittes Beispiel sind die zahlreichen Höhenflüge und Einbrüche bei den Kredit- und Vermögenspreisen zu nennen, die die Wirtschaft trotz der Erlangung nachhaltiger Preisstabilität schädigten (Grafik IV.15). Damit wurden die Erwartungen zunichte gemacht, dass solche Zyklen zusammen mit der Inflation verschwinden würden.

... Wandel im Inflationsprozess, sehr niedrige Leitzinsen, steigende Vermögenspreise und Kreditwachstum

Es lassen sich durchaus Paradigmen aufstellen, die diese rätselhaften Entwicklungen erklären könnten. So könnte beispielsweise – etwas paradox – argumentiert werden, dass sich die neuen Herausforderungen, denen sich die Zentralbanken heutzutage gegenübersehen, nicht zuletzt aus dem Zusammenspiel dreier eindeutig positiver Entwicklungen ergeben, nämlich der realwirtschaftlichen Globalisierung, der Liberalisierung der Finanzmärkte und der gestiegenen Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung.



Aus dieser Sicht liefert die Globalisierung die zugrundeliegende disinflationäre Strömung, während die Finanzmarktliberalisierung die finanziellen Beschränkungen für sich selbst verstärkende Prozesse bei der Kredit- und Vermögenspreisentwicklung aufweicht und das Vertrauen in die Inflationsbekämpfung der Zentralbanken die Inflationserwartungen verankert, was dazu beitragen kann, die Überwälzung von übermäßigem Nachfragedruck auf die Inflation zu verzögern (Schlussbemerkungen dieses Jahresberichts).

Dennoch ist es nicht leicht, die Konsequenzen jeder größeren strukturellen Veränderung in vollem Umfang zu begreifen, und dies gilt umso mehr für die Wechselwirkungen. Die Wirkungsmechanismen sind eindeutig mit großer Unsicherheit behaftet, und das erschwert natürlich die geldpolitischen Entscheidungen. Strukturelle Veränderungen führen nicht nur zu potenziellen Verschiebungen im Transmissionsmechanismus sowohl exogener Schocks als auch der Geldpolitik, sondern potenziell auch zu Verlagerungen der künftigen Risiken.

Einige der praktischen Herausforderungen, die sich den Zentralbanken in letzter Zeit stellen, sind für diese Situation symptomatisch. In einigen Ländern, etwa in Schweden, sinkt die Teuerung deutlich unter das Inflationsziel, während gleichzeitig ein robustes Wirtschaftswachstum verzeichnet wird, was die Frage aufwirft, ob die Zentralbank die Geldpolitik weiter lockern sollte. Dies könnte jedoch die sich vereinzelt andeutenden finanziellen Ungleichgewichte am Markt für Wohneigentum verschärfen und dadurch das Risiko erhöhen, dass es in der Zukunft zu einer unerwünschten Umkehr kommt. Die begrenzte Reagibilität der Inflation auf den einheimischen Nachfragedruck kann die Problematik zusätzlich vergrößern, da sie eine stärkere geldpolitische Lockerung nahe legt, um die Inflation wieder etwas anzuheben. Allgemeiner betrachtet sind auch die relativ hohe Verschuldung der privaten Haushalte und die hohen Preise für Wohneigentum in vielen Ländern ein Grund, weshalb sich eine Abkehr vom gegenwärtigen akkommodierenden Kurs der Geldpolitik nicht so einfach gestalten dürfte. Sie erschweren die Kalibrierung des Tempos und des Zeitpunkts geldpolitischer Straffungen, da sie die Unsicherheit darüber erhöhen, wie sich die Preise von Vermögenswerten und somit das Ausgabeverhalten daraufhin entwickeln würden. In Australien beispielsweise ist ein Leitzinsanstieg um nur 25 Basispunkte mit einer erheblichen Abkühlung des Marktes für Wohneigentum einhergegangen. Noch schwierigere Entscheidungen würden nötig, wenn die Inflation entweder wegen verzögter Effekte eines Nachfragedrucks oder wegen höherer Energiepreise plötzlich wieder aufflammen würde. Dann ist es nicht unvorstellbar, dass Zinserhöhungen, die grundsätzlich als angemessen erachtet werden, mit der Zeit unversehens eine unerwünschte Disinflation auslösen.

Diese Beispiele verdeutlichen, dass sich die Zentralbanken auch heute ihres begrenzten Wissens bewusst und darauf bedacht sein müssen, dass Konsens nicht mit tatsächlichem Verständnis verwechselt wird. Sie müssen außerdem wachsam bleiben im Hinblick auf die mögliche Entstehung neuer, unerwarteter Risiken. Die sorgfältige Beurteilung der sich entwickelnden Wirtschaftslage und -prozesse ist dabei unerlässlich. Es ist wichtig, aus der Vergangenheit zu lernen. Aber – wie in den Schlussbemerkungen dieses Berichts hervorgehoben – das Lernen hört nie auf.

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Das auffallendste Merkmal an den Devisenmärkten während des Berichtszeitraums war die allgemeine Talfahrt des US-Dollars über weite Teile des Jahres 2004. Wie in den beiden Vorjahren wertete der Dollar gegenüber dem Euro, dem Yen und einigen anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen deutlich ab. Diesmal verlor er jedoch auch gegenüber mehreren Währungen aufstrebender Volkswirtschaften Asiens an Boden. Von Januar bis Mitte April 2005 kehrte sich der Abwärtstrend des US-Dollars teilweise um.

Die Bewegungen der Wechselkurse schienen vor allem von drei Kräften bestimmt, die den Dollar in unterschiedliche Richtungen zogen. Zunächst schien das Augenmerk der Marktteilnehmer auf das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit und der Eindruck, dass in den Portfolios der asiatischen Zentralbanken ein Dollarüberhang bestand, den Dollar negativ zu beeinflussen. In den ersten Monaten 2005 dagegen wurde der Dollar tendenziell dadurch gestützt, dass sich die Erwartungen bezüglich des relativen Wirtschaftswachstums und der Zinsentwicklung verschoben. Dies kam z.B. in der Beliebtheit von Carry-Trade-Strategien zum Ausdruck. Die Akkumulierung von Währungsreserven in Asien schließlich bremste die Abwertung des Dollars gegenüber mehreren Währungen aufstrebender Volkswirtschaften in der Region. Im Vergleich mit früheren Jahren werteten jedoch mehr Währungen deutlich gegen den Dollar auf.

Die Bedingungen an den Devisenmärkten waren von niedriger kurzfristiger Volatilität und hohen Umsätzen geprägt. Grund für Letztere war offenbar der sehr lebhafte Handel der institutionellen Anleger wie auch der mit Fremdmitteln operierenden Akteure.

Weiter unten wird die Frage erörtert, ob die Entwicklung der Leistungsbilanzungleichgewichte oder die der Währungsanteile in den weltweiten Portfolios – zwei Phänomene, die zwar miteinander verbunden, aber dennoch unterschiedlich sind – ein Problem für das internationale Währungssystem darstellt. Die Leistungsbilanzungleichgewichte sind auf Dauer ganz sicher nicht tragfähig, doch ihr Aufbau könnte sich noch in einem früheren Stadium befinden, als oft angenommen wird, und politische Zwänge gebieten möglicherweise schneller Einhalt als wirtschaftliche. Die potenziellen Portfolioungleichgewichte sind weniger offensichtlich, als vielfach behauptet wird. Eine weitere erhebliche Verkleinerung der Dollarzone in der Weltwirtschaft könnte allerdings letztlich ein Währungsungleichgewicht in den globalen Portfolios zur Folge haben.

Wechselkursbewegungen: die Fakten

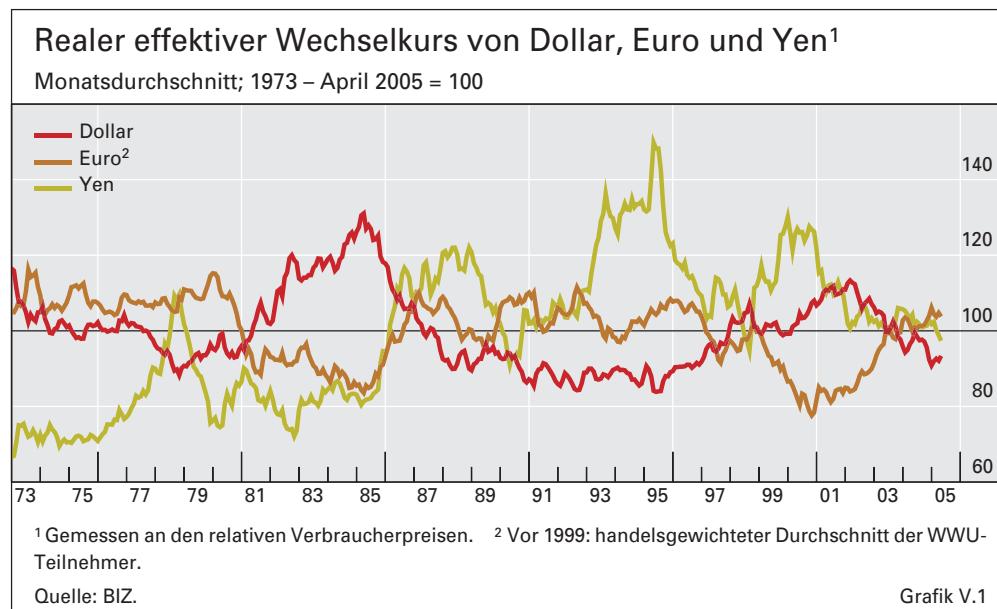
Allgemeiner Abwertungstrend des Dollars im Jahr 2004 ...

Der Berichtszeitraum lässt sich in zwei Phasen unterteilen. In der ersten, von Mitte Mai bis Ende Dezember 2004, wertete der Dollar, wie bereits seit Anfang 2002, auf breiter Front ab. Besonders ausgeprägt war der Rückgang im letzten Quartal 2004, sodass der Dollar zum Jahresende auf realer effektiver Basis rund 22% unterhalb seines Höchstwerts vom Januar 2002 notierte (Grafik V.1). Der Euro hingegen lag Ende 2004 um 23% über seinem Tiefstwert vom Januar 2002, während sich der Yen etwa auf dem gleichen Stand wie drei Jahre zuvor befand.

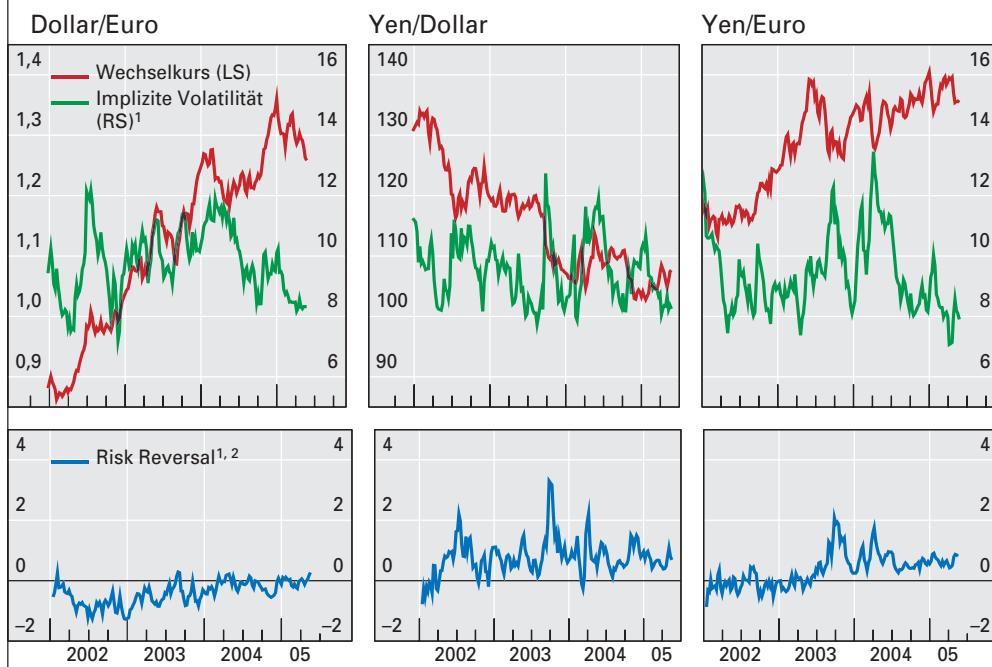
Die Aufwertung gegenüber dem Dollar im Jahr 2004 verlief nicht überall einheitlich. Von Mai bis Dezember fiel der Dollar um 13% gegenüber dem Euro, der am 30. Dezember mit \$ 1,36 den höchsten Wert seit seiner Einführung erreichte (Grafik V.2). Auch im Verhältnis zum Yen verlor der Dollar an Wert, wenn auch in geringerem Maße (7%). Anders als in früheren Jahren hat das japanische Finanzministerium seit Mitte März 2004 nicht interveniert, um die Aufwertung des Yen zu bremsen. Auch der Neuseeland-Dollar (14%), der kanadische Dollar (13%), das Pfund Sterling (8%) und der australische Dollar (7%) werteten gegenüber dem US-Dollar deutlich auf (Grafik V.3). Im Verhältnis zu den meisten europäischen Währungen außerhalb des Euro-Raums verlor der US-Dollar ebenfalls an Boden.

Im gleichen Zeitraum wertete der Euro gegenüber dem Yen um 6% auf, sodass der Yen nach wie vor zwischen Euro und Dollar gehandelt wurde. Auch im Verhältnis zum australischen Dollar und zum Pfund Sterling legte der Euro zu (5% bzw. 4%), während er gegenüber dem Schweizer Franken, der schwedischen Krone, der norwegischen Krone, dem kanadischen Dollar und dem Neuseeland-Dollar in etwa stabil blieb.

Wie in den vergangenen Jahren werteten auch einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften erheblich gegenüber dem Dollar auf (Grafik V.4). Neu war, dass darunter mehrere asiatische Währungen waren – allen voran



Wechselkurse, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Euro und Yen



¹ 1-Monats-Optionen; Prozent. ² Ein positiver Wert bezeichnet im linken Feld die Neigung zu einer Aufwertung des Dollars und im mittleren und rechten Feld die Neigung zu einer Aufwertung des Yen.

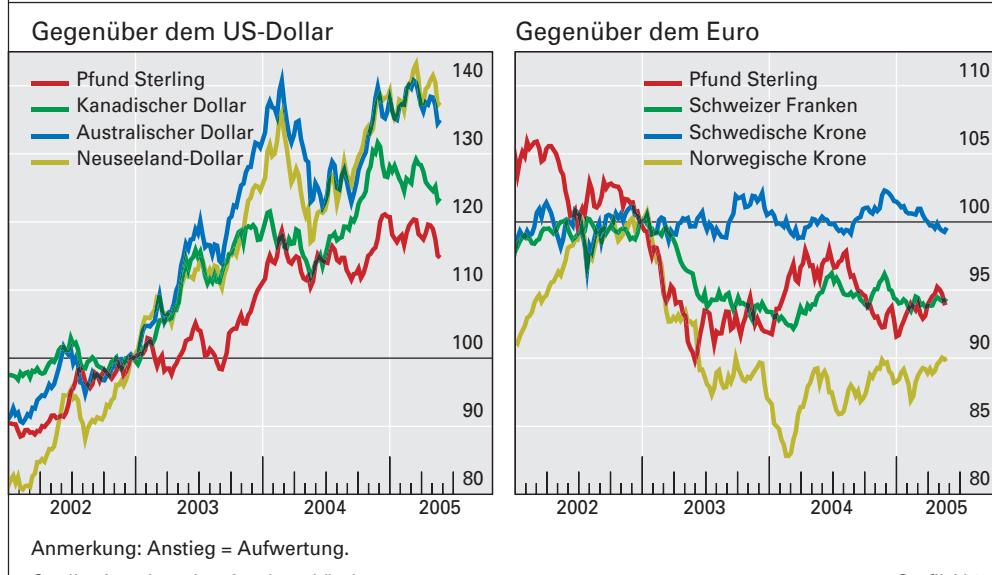
Quellen: Dresdner Kleinwort Wasserstein Research; Reuters; Berechnungen der BIZ.

Grafik V.2

der Won, in geringerem Maße jedoch auch der Baht, die Rupie und der Neue Taiwan-Dollar. Mit Ausnahme des Won werteten die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien generell gegenüber dem Yen ab. In Lateinamerika war von Mitte Mai 2004 bis Anfang 2005 eine beachtliche Aufwertung des Real und des chilenischen Peso gegenüber dem Dollar zu

Wechselkurse anderer Industrieländer

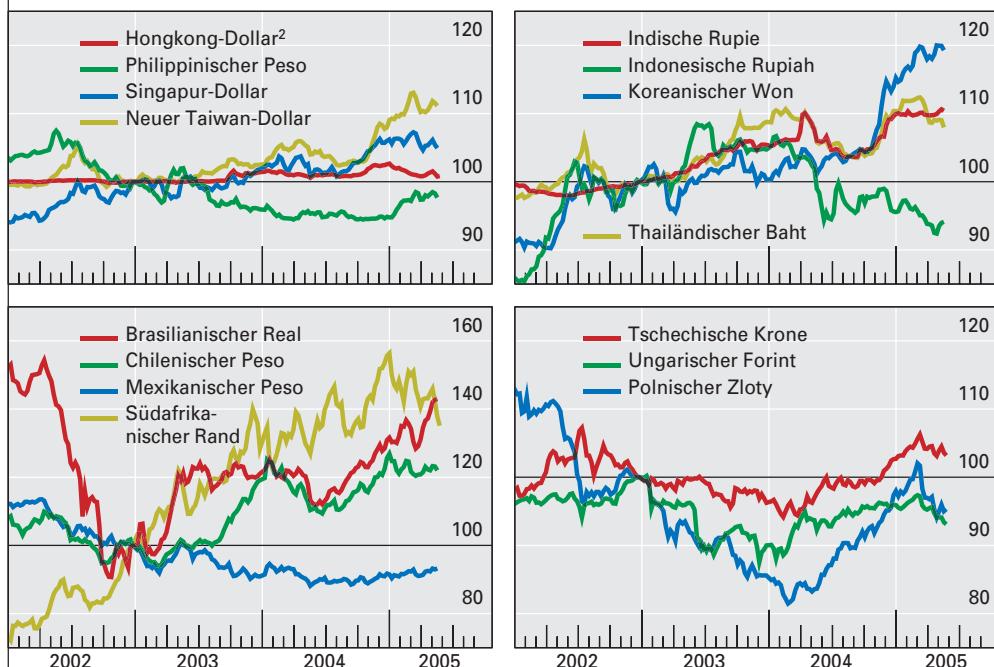
Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100



Grafik V.3

Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften¹

Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100



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

Quellen: EZB; Bloomberg; Datastream.

Grafik V.4

verzeichnen. Der Rand setzte seinen starken Aufwertungstrend gegenüber dem Dollar fort. Hingegen konnten die Währungen mehrerer osteuropäischer Länder – namentlich die tschechische Krone, der Zloty und der Forint – ihre Stellung gegenüber dem Dollar wie auch dem aufwertenden Euro sichtbar stärken.

In der zweiten Phase – von Anfang Januar bis Mitte April 2005 – legte der Dollar gegenüber den meisten Währungen wieder etwas zu. Zur gleichen Zeit wurden in den USA günstigere Wirtschaftsdaten veröffentlicht. Der Dollar gewann rund 6% gegenüber dem Euro und dem Yen sowie 3–4% gegenüber dem Pfund Sterling, dem kanadischen Dollar, dem australischen Dollar und dem Neuseeland-Dollar. Die wichtigsten Ausnahmen von diesem Trend waren die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, die weiterhin gegenüber Dollar und Yen aufwerteten.

In dieser zweiten Phase fand auch ein Stimmungsumschwung an den Märkten statt, der sich in den Optionspreisen widerspiegelte. 2004 war die Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich der Risikoverteilung zwischen einem viel stärkeren und einem viel schwächeren Dollar, dargestellt anhand von Risk Reversals, fast das ganze Jahr über deutlich zugunsten des schwächeren Dollars ausgefallen (Grafik V.2). Besonders ausgeprägt war dieser Trend am Yen/Dollar-Markt gewesen. Anfang 2005 setzte hier jedoch ein Umschwung ein, als die Optionspreise einen größeren Optimismus hinsichtlich der US-Währung anzeigen. Die zuvor beobachtete Schieflage verschwand weitgehend, und der Markt stufte eine erhebliche Auf- bzw. Abwertung des Dollars als etwa gleich wahrscheinlich ein.

... Anfang 2005 teilweise umgekehrt

Stimmungs- umschwung an den Märkten ...

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent¹

Durchschnittlicher Tagesumsatz im April; Mrd. US-Dollar

	1992	1995	1998	2001	2004
Mit berichtenden Händlern	540	729	908	689	936
Mit anderen Finanzinstituten	97	230	279	329	585
Mit Nichtfinanzkunden	137	178	242	156	252
Geschätzte Meldelücken	44	53	60	26	107
„Traditioneller“ Umsatz insgesamt	818	1 190	1 490	1 200	1 880

¹ Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland.

Quelle: BIZ, *Triennial Central Bank Survey*, März 2005.

Tabelle V.1

Die allgemeinen Bewegungen der Wechselkurse wurden von zwei bemerkenswerten Entwicklungen an den Devisenmärkten geprägt. Die erste war, wie die letztjährigen Ergebnisse der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung (*Triennial Central Bank Survey*) sowie Marktkommentare zeigen, ein genereller Umsatzzuwachs im Zeitraum 2001–04 (Tabelle V.1). Der durchschnittliche Tagesumsatz lag im April 2004 bei \$ 1,9 Bio. und war damit zu konstanten Wechselkursen um 36% höher als im April 2001; der Rückgang der globalen Umsatzvolumina von 1998 bis 2001 wurde dadurch mehr als ausgeglichen. Besonders deutlich war die Zunahme von Geschäften zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor, deren Anteil am Gesamtumsatz von 28% auf 33% stieg. Berichten zufolge war dies weitgehend auf die größere Aktivität der institutionellen Anleger, der mit geliehenen Mitteln operierenden Anleger und der Finanzabteilungen von Unternehmen zurückzuführen. Die zweite Entwicklung spiegelte die Bedingungen an anderen Finanzmärkten wider (Kapitel VI): Sowohl die historische als auch die implizite Volatilität waren tendenziell rückläufig oder auf relativ niedrigem Niveau stabil. Insgesamt waren die Devisenmärkte somit weiterhin durch geordnete Bedingungen und hohe Marktliquidität gekennzeichnet.

Um das Ausmaß der Veränderungen der wichtigsten Wechselkurse zu beurteilen, ist es hilfreich, zwei Aspekte zu berücksichtigen. Erstens waren die

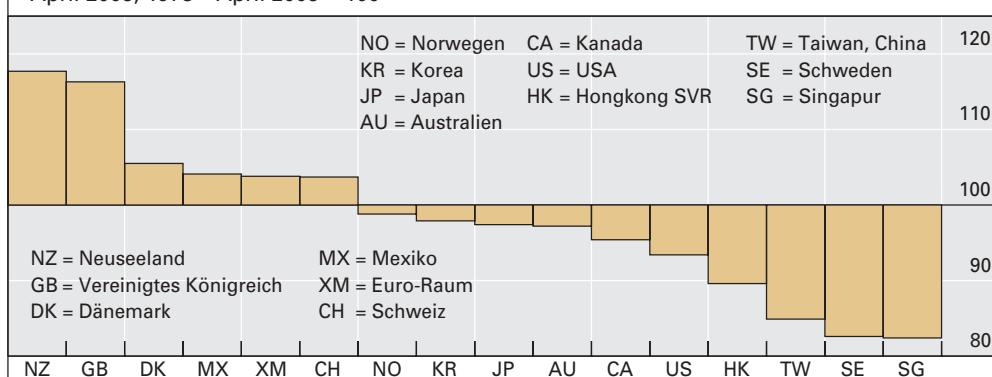
... bei hohen
Umsätzen ...

... und niedriger
Volatilität

Dollarrückgang
schwächer als Mitte
der 1980er Jahre

Aktuelle reale effektive Wechselkurse in langfristiger Perspektive¹

April 2005; 1973 – April 2005 = 100



¹ Weitere Angaben s. Grafik V.1.

Quelle: BIZ.

Grafik V.5

Schwankungen der G3-Währungen von Januar 2002 bis Dezember 2004 geringer als die große Korrektur Mitte der 1980er Jahre, als der Dollar nach dem Überschießen in der ersten Hälfte des Jahrzehnts rund 50% seines Wertes gegenüber den anderen wichtigen Währungen einbüßte (Grafik V.1). Zweitens stehen die wichtigsten Währungen derzeit auf realer effektiver Basis nicht weit entfernt von ihrem Durchschnitt seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems (Grafik V.5). Im April 2005 notierte der Dollar nur um 6% unterhalb seines realen effektiven Durchschnitts seit 1973, während der Euro und der Yen in der Nähe ihres jeweiligen Langzeitdurchschnitts standen. Lediglich der Neuseeland-Dollar, das Pfund Sterling, der Neue Taiwan-Dollar, die schwedische Krone und der Singapur-Dollar wichen um mehr als 15% von ihrem entsprechenden Durchschnitt ab.

Wechselkursbewegungen: Bestimmungsfaktoren

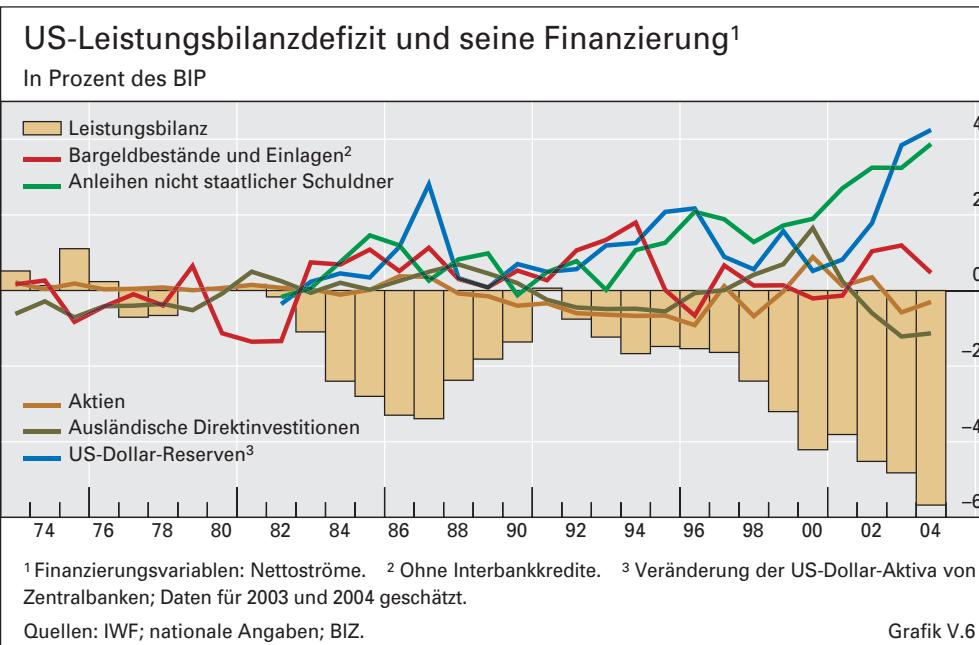
Bestimmend für die allgemeinen Wechselkurstendenzen während des Berichtszeitraums waren offenbar drei Hauptfaktoren. Erstens schien der Dollar erheblich davon beeinflusst zu werden, dass sich die Aufmerksamkeit der Märkte auf das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA und die Rolle der US-Währung in internationalen Portfolios richtete. Zu den Wechselkursbewegungen der wichtigsten Währungen Anfang 2004 und erneut in den ersten Monaten des Jahres 2005 trugen zweitens auch die inländischen Wachstumsaussichten und die Zinsdifferenzen bei. Diese wirkten sich zum Teil auch auf die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften aus. Drittens schließlich prägten die Wechselkurspolitik und die Interventionspraxis der aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, die Entwicklung der jeweiligen Währungen.

Das US-Leistungsbilanzdefizit und der Eindruck eines potenziellen Dollarüberhangs

US-Leistungsbilanzdefizit und potenzieller Dollarüberhang im Blickpunkt der Märkte

Wie bereits in den beiden Vorjahren wurde die allgemeine Talfahrt des Dollars im Laufe des Jahres 2004 vor allem dadurch bestimmt, dass die Marktteilnehmer ihre Aufmerksamkeit auf das wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA und auf den teilweise vermuteten potenziellen Dollarüberhang in den Portfolios richteten. Die Tatsache, dass das US-Leistungsbilanzdefizit 5,7% des BIP erreichte (Grafik V.6) und die US-Nettoauslandsverbindlichkeiten auf über 25% des BIP stiegen, fand große Beachtung. Dass die USA trotz ihrer Nettoauslandsverbindlichkeiten weiterhin Nettoempfänger von Kapitalerträgen aus dem Ausland waren, schienen die Marktteilnehmer weniger zu berücksichtigen.

Während des größten Teils des Jahres 2004 schlügen sich die Erwartungen der Marktteilnehmer, dass der Dollar weiter abwerten würde, anscheinend in einer sinkenden Bereitschaft des privaten Sektors zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits nieder, denn die Zusammensetzung der Finanzierungsströme in die USA verschob sich weiter zulasten der privaten Kapitalströme – vor allem Aktienkäufe und Direktinvestitionen – und zugunsten der staatlichen Kapitalströme (Grafik V.6). Die Einstellung der Zentralbanken,



die Währungsreserven in beispiellosem Umfang angehäuft hatten, gegenüber Dollaraktiva geriet daher im Laufe des letzten Jahres immer stärker ins Rampenlicht. In mehreren Ländern zogen Verluste aus Dollarreserven den Blick der Öffentlichkeit auf sich, und die Märkte wurden sehr empfindlich gegenüber Anzeichen, dass Zentralbanken erwägen könnten, in andere Währungen zu diversifizieren.

Regressionsanalysen liefern mehrere Indizien dafür, dass sowohl das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA als auch der Eindruck eines potenziellen Dollarüberhangs in den Währungsreserven den Dollar beeinflusst haben könnten. Erstens schwächte sich der Dollar gegenüber dem Euro jeweils nach der Bekanntgabe eines unerwartet großen Defizits in der US-Handels-

Wirtschaftsdaten und Dollar/Euro-Wechselkurs ¹			
	Koeffizient	t-Statistik	p-Wert
Beschäftigungsentwicklung ohne Landwirtschaft ²	-0,0011	-2,95	0,00
Handelsbilanzsaldo ²	-0,0005	-2,62	0,00
TIC-Daten: ³ Insgesamt Staatlich	-0,0000 0,0000	-2,84 8,30	0,00 0,00
Positive Meldungen zu den Reserven ⁴	-0,0009	-0,50	0,61
Negative Meldungen zu den Reserven ⁵	0,0038	2,50	0,01

¹ Ergebnis einer Regression, geschätzt für den Zeitraum Januar 2002–April 2005, zur Erklärung der täglichen prozentualen Veränderungen des Dollar/Euro-Wechselkurses nach Bekanntgabe von Daten über die Gesamtwirtschaft oder die Kapitalzuflüsse in die USA sowie aufgrund von Meldungen, wonach Zentralbanken die Änderung der Währungsstruktur ihrer Reserven erwägen. ² Unterschied zwischen dem tatsächlichen Wert und dem Wert der Markterhebungen, geteilt durch die jeweilige Standardabweichung. ³ Veränderung der Nettokäufe von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde gegenüber Vormonat in Prozent. ⁴ Bestätigte oder unbestätigte Meldungen, die nicht auf eine Währungsdiversifizierung zulasten des Dollars hindeuteten. ⁵ Bestätigte oder unbestätigte Meldungen, die auf eine gewisse Währungsdiversifizierung zulasten des Dollars hindeuteten.

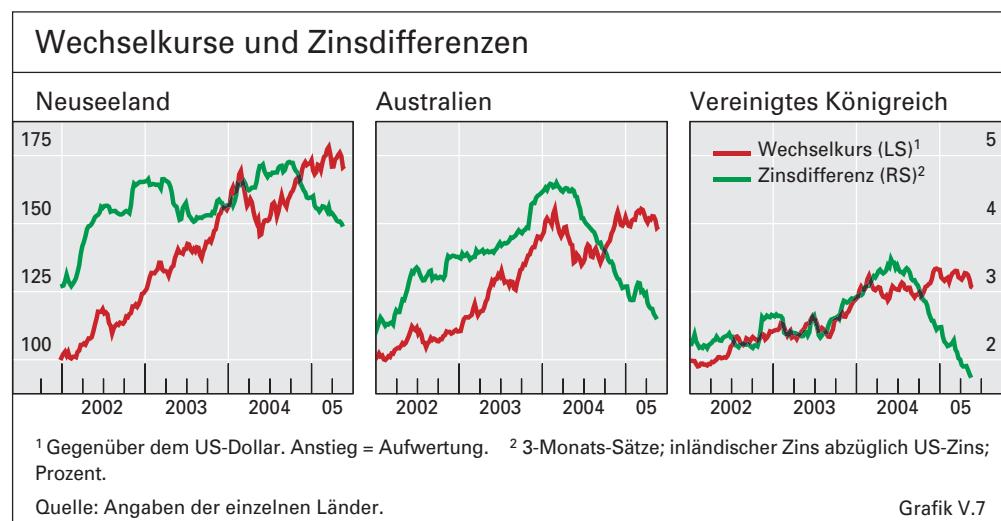
Quellen: Bloomberg; Treasury International Capital System (TIC); Schätzungen der BIZ. Tabelle V.2

bilanz im Durchschnitt ab; dies deutet darauf hin, dass das US-Leistungsbilanzdefizit eine Rolle spielte (Tabelle V.2). Zweitens reagierte der Dollar zumeist auch auf die Bekanntgabe von Daten über Käufe von US-Schatztiteln durch Gebietsfremde. In der Regel folgte nach einem Anstieg der gesamten Käufe gegenüber dem Vormonat eine Aufwertung und nach einem Anstieg der staatlichen Käufe eine Abwertung. Dies entspricht der Einschätzung, dass die Märkte Verschiebungen in der Finanzierung des US-Defizits vom privaten zum öffentlichen Sektor als Anzeichen dafür interpretierten, dass das Defizit auf Dauer nicht tragbar ist. Drittens fiel der Dollarkurs tendenziell im Zuge bestätigter und unbestätigter Meldungen, wonach Zentralbanken eine Diversifizierung ihrer Währungsreserven ins Auge fassten. Die Wirkung solcher Meldungen war asymmetrisch: Der Effekt war größer, wenn sie eine Schwächung des Dollars vermuten ließen. Der Effekt von Meldungen zur US-Handelsbilanz oder zu den offiziellen Währungsreserven wurde etwa ab August 2004 statistisch signifikant, als der Rückgang des Dollars besonders ausgeprägt war.

Zinsdifferenzen

Zinsdifferenzen
zeitweise von
Bedeutung

Der zweite wesentliche Bestimmungsfaktor der Wechselkursbewegungen war die Veränderung der Erwartungen hinsichtlich der Zins- und Wachstumsdifferenziale. Eine robuste Korrelation zwischen Wechselkursbewegungen und bestehenden oder erwarteten Zinsdifferenzen ist bekanntlich schwer nachzuweisen. In den letzten Jahren gibt es jedoch für einige Wirtschaftsräume Hinweise auf eine positive Korrelation in bestimmten Teilperioden (Grafik V.7). Insbesondere von Januar 2002 bis Februar 2004, als renditeorientierte Anleger höhere Verzinsungen suchten, als sie in den USA zu finden waren, legten einige Währungen gegenüber dem US-Dollar zu – vor allem das Pfund Sterling, der kanadische und der australische Dollar sowie der Neuseeland-Dollar. Dieser Faktor verstärkte den Einfluss der Rohstoffpreise und günstiger Terms of Trade. In ähnlicher Weise spiegelten die Dollaraufwertungen gegenüber diesen Währungen von Februar bis Mai 2004 sowie von Januar bis Mitte April 2005 einen Rückgang und in manchen Fällen sogar eine Umkehr der Zinsdifferenzen zu den USA wider.

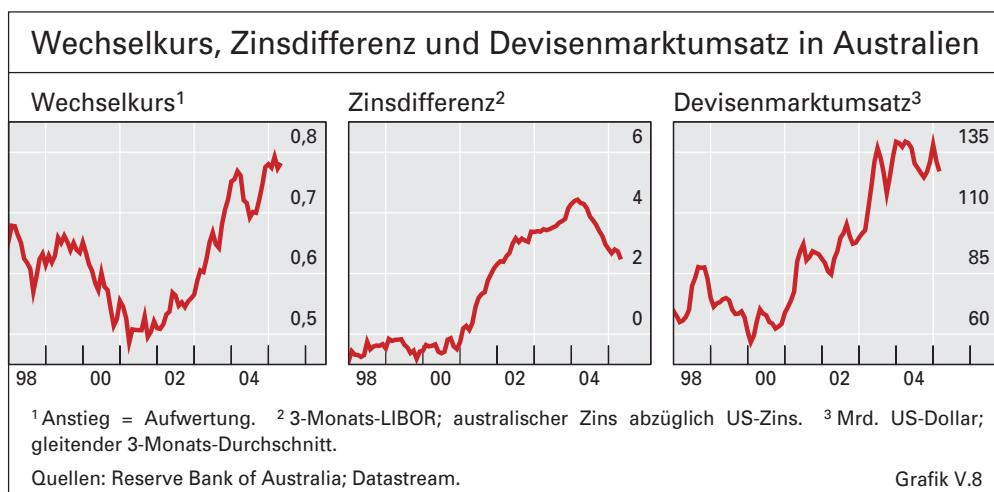


Aufgrund des weltweit anhaltenden Renditestrebens blieben Zinsdifferenzen auch für einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften wichtig. In einem Umfeld preisgünstiger Finanzierungen (wie es die niedrigen Zinssätze anzeigen) und hoher Risikotoleranz (die zu geringen Kreditrisiko-prämien beitrug) neigten die Währungen aufstrebender Länder mit höheren Zinsen – insbesondere der chilenische Peso, der Rand und der Real – bis 2004 zur Aufwertung gegenüber dem Dollar. Umgekehrt neigten die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften mit positiver, aber rückläufiger Zinsdifferenz zur Abwertung gegenüber dem Dollar, als die Finanzierungskosten und die Risikoaversion der Anleger stiegen. Auch hierfür sind der chilenische Peso und der Rand als Beispiele zu nennen; sie fielen in den ersten Monaten des Jahres 2005 um rund 5% bzw. 10%.

Ein Mechanismus, durch den die bestehenden bzw. erwarteten Zinsdifferenzen die Wechselkurse beeinflussten, waren die Carry Trades, die internationale Anleger mit Blick auf höhere Renditen einsetzen. Hierbei werden Mittel in einer niedrig rentierenden Währung aufgenommen und in einer hochrentierenden Währung angelegt – in der Annahme, dass die höherrentierende Währung nicht so stark abwertet, dass die Zinsdifferenz ausgeglichen wird. Solche Strategien wurden über weite Teile des Jahres 2004 von ganz unterschiedlichen Anlegern verfolgt. Hedge-Fonds und Commodity Trading Adviser sollen dabei besonders aktiv gewesen sein. Seit 2002 gehen auch institutionelle Anleger zunehmend Carry-Trade-Positionen ein, oft als Teil sogenannter Currency-Overlay-Strategien. Dabei werden Positionen in Fremdwährungen aktiv und von der zugrundeliegenden Anlage getrennt gesteuert, um zusätzliche Erträge zu erzielen.

Carry Trades
als beliebte
Anlagestrategie

Die Bedeutung der Carry Trades lässt sich anhand von Markt-kommentaren, aber auch durch zwei weitere Indizien belegen. Erstens zeigt die alle drei Jahre stattfindende Zentralbankerhebung, dass der Devisenhandel zwischen Banken und ihren Kunden aus dem Finanzsektor am stärksten zunahm (Tabelle V.1). Darüber hinaus offenbart sie ein ungewöhnlich hohes Umsatzwachstum in zwei wichtigen Zielwährungen – dem australischen Dollar (98%) und dem Neuseeland-Dollar (152%) – von April 2001 bis April 2004. Höherfrequente Daten für Australien bestätigen, dass bei wachsender Zins-



differenz der australische Dollar aufwertete und der Umsatz steil anstieg (Grafik V.8). Zweitens zeigen Regressionsanalysen einer Gruppe von Hedge-Fonds aus den USA, dass deren Erträge 2003 und 2004 statistisch signifikant mit einer Variablen korrelierten, die Zinsdifferenzen und Wechselkurschwankungen des kanadischen Dollars und des Neuseeland-Dollars umfasst.

Diese Indizien lassen darauf schließen, dass Carry Trades im Laufe des Jahres 2004 die Aufwertung einiger Währungen gegenüber dem US-Dollar und dem Yen unterstützten. Dementsprechend könnte die Auflösung von Carry Trades angesichts von Veränderungen der tatsächlichen oder erwarteten US-Leitzinsen Anfang 2005 zur allgemeinen Erholung des Dollars beigetragen haben.

Wechselkurspolitik in Asien

Interventionen in Asien weiterhin von Bedeutung ...

Ein dritter Bestimmungsfaktor für die Wechselkurse im Berichtszeitraum waren die anhaltenden Interventionen einer Reihe von Zentralbanken, insbesondere in Asien, als Reaktion auf den Aufwertungsdruck auf ihre Währungen. Dieser Faktor hatte schon in früheren Jahren eine bedeutende Rolle gespielt, doch fielen zwei Unterschiede ins Auge.

Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr							
	Mrd. US-Dollar						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Nachrichtlich: Stand Febr. 2005
	Zu jeweiligen Wechselkursen						
Insgesamt	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3 812,2
Industrieländer	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1 306,4
USA	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Euro-Raum	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Japan	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asien	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1 624,4
China	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Hongkong SVR	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
Indien	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonesien	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Korea	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Malaysia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Philippinen	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Singapur	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Taiwan, China	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
Thailand	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
Lateinamerika ¹	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentinien	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brasilien	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Chile	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
Mexiko	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
Mittel- und Osteuropa ²	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

¹ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Peru und Venezuela. ² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

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

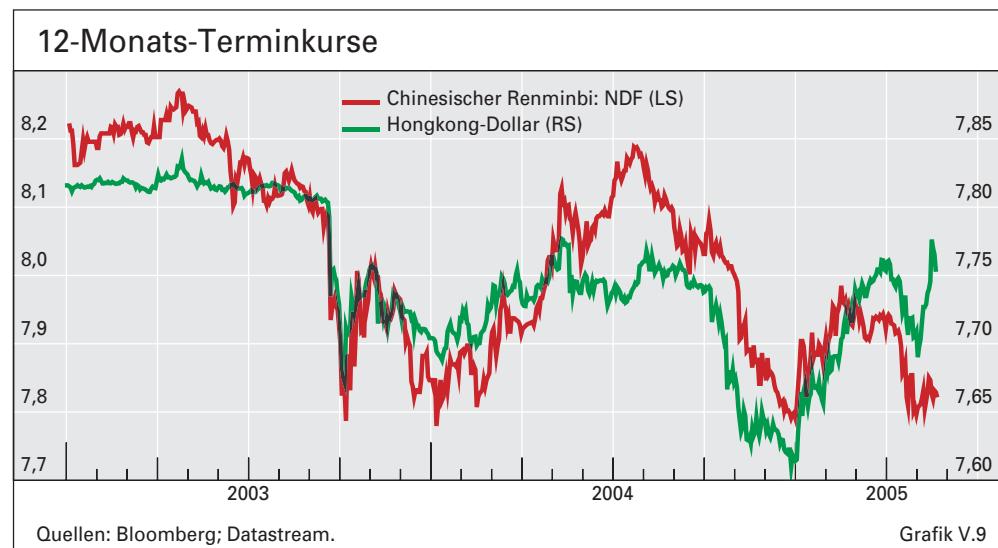
Tabelle V.3

Erstens stellte das japanische Finanzministerium seine Interventionen an den Devisenmärkten im März 2004 ein. So verlagerte sich die Aufmerksamkeit hauptsächlich auf China, dessen Währungsbehörden in ihren Bemühungen, den festen Wechselkurs gegenüber der US-Währung zu halten, die Akkumulation umfangreicher Dollarreserven fortsetzen (Tabelle V.3). Bei festem Kassakurs waren am Markt für Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF) im dritten Quartal 2004 und erneut seit Dezember 2004 Wellen von Spekulationsdruck zu beobachten (Grafik V.9). In den Bewegungen des NDF-Kurses spiegelten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick darauf wider, wie wahrscheinlich eine Änderung der derzeitigen Wechselkursbindung durch die Zentralbank sei. Der Spekulationsdruck auf den Renminbi wirkte sich auch auf den Hongkong-Dollar aus, dessen Terminkurs sich oft praktisch im Gleichschritt mit dem Kurs der NDF auf Renminbi bewegte.

... außer in Japan

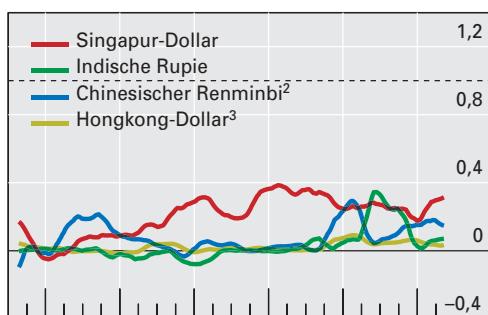
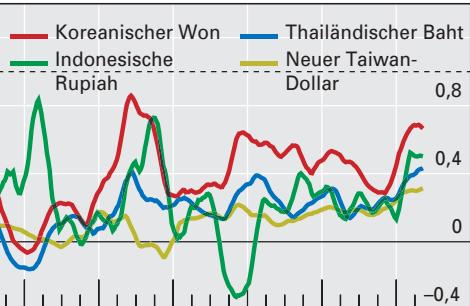
Zweitens akkumulierten zwar mehrere asiatische Länder – allen voran Korea, Taiwan (China) und Thailand – im Jahr 2004 Währungsreserven in größerem Umfang als in früheren Jahren, doch folgten ihre Währungen den Bewegungen des Dollars weniger eng (Grafik V.10). Im zweiten Halbjahr 2004 vollzog der Won über die Hälfte der Schwankungen des Yen gegenüber dem Dollar nach – viel mehr als in der Vergangenheit. Für jeden Prozentpunkt, den der Yen innerhalb einer Woche gegenüber dem Dollar aufwertete, stieg der Won gegenüber der US-Währung um durchschnittlich 0,6%. Ein Faktor war möglicherweise eine noch stärkere Orientierung der asiatischen Wechselkurspolitik an effektiven Wechselkursen, die anscheinend um 2001 eingesetzt hatte. Ein indirektes Indiz hierfür ist, dass die Volatilität der Wechselkurse in Korea, Singapur, Taiwan (China) und Thailand auf nominaler effektiver Basis im Vergleich zum jeweiligen bilateralen Dollar-Wechselkurs tendenziell langsamer steigt bzw. deutlicher zurückgeht (Tabelle V.4). Während also der Dollar in Asien weiterhin eine bedeutende Rolle spielt, könnte sich das Hauptaugenmerk der Wechselkurspolitik von den bilateralen zu den effektiven Wechselkursen verlagert haben. Ein Aspekt dieser veränderten Ausrichtung ist die Wirkung, die die sich wandelnden Erwartungen bezüglich des Renminbi offenbar auf die asiatischen Devisenmärkte haben. Neben dem gewichtigen Einfluss, den

Aber stärkere Aufwertung bei manchen asiatischen Währungen

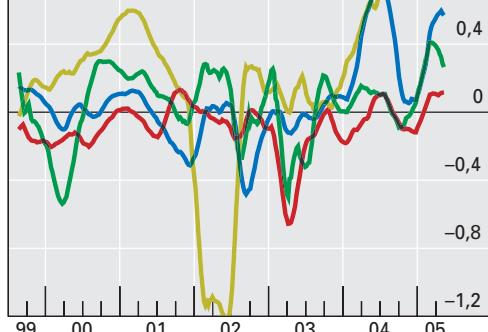
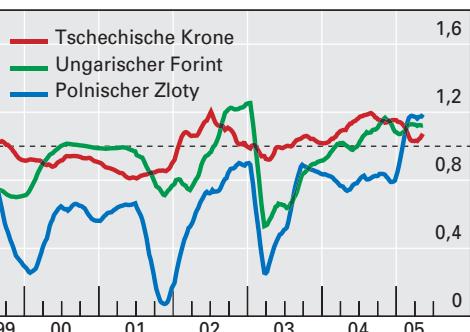
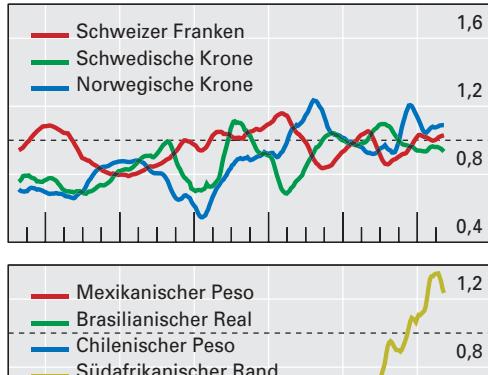
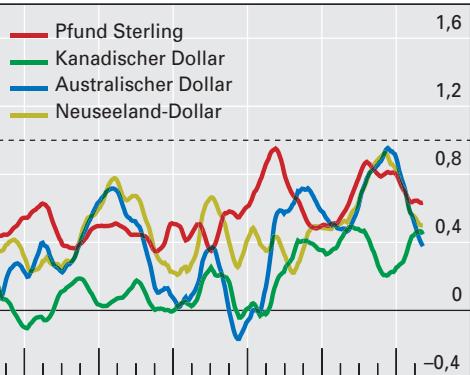


Parallelität der Wechselkursentwicklung¹

Mit dem Yen/Dollar



Mit dem Euro/Dollar



¹ Gleitender 10-Wochen-Durchschnitt, berechnet als Koeffizient einer Regression der wöchentlichen Wechselkursveränderungen der Inlandswährung gegenüber dem US-Dollar auf eine Konstante und den Yen/Dollar- bzw. den Euro/Dollar-Kurs über ein rollierendes Zeitfenster von 26 Wochen. Bei einem Koeffizienten nahe 1 folgt die Währung eng dem Yen bzw. dem Euro, bei einem Koeffizienten nahe 0 dem US-Dollar. ² 12-Monats-NDF. ³ 12-Monats-Terminkurs.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik V.10

Schwankungen des Yen/Dollar-Kurses auf die Währungen Asiens ausüben, scheint die Rolle der auf den Renminbi bezogenen NDF zu wachsen. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass die Marktteilnehmer Währungen aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften, die nicht an den Dollar gebunden sind, als Substitut für den Renminbi handeln. Der Spekulationsdruck auf den Renminbi dürfte daher zu einer Aufwertung dieser Währungen beigetragen haben.

Ein ähnlicher Trend zu sich wandelnden Korrelationen mit den G3-Währungen wurde bei den Währungen beobachtet, die sich in der Vergangenheit eng mit dem Dollar bewegt hatten, selbst ohne Devisenmarktinterventionen. Während der rückläufige Trend des US-Dollars im Jahr 2004 anhielt,

Wechselkursvolatilität und Veränderung der Reserven						
	Januar 1999–Dezember 2001			Januar 2002–April 2005		
	Wechselkursvolatilität ¹		Veränderung der Reserven ²	Wechselkursvolatilität ¹		Veränderung der Reserven ^{2, 3}
	Bilateral	Nominal effektiv		Bilateral	Nominal effektiv	
China	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Hongkong SVR	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
Indien	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonesien	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Korea	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Malaysia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Philippinen	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Singapur	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Taiwan, China	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5
Thailand	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3

¹ Berechnet als Standardabweichung der auf das Jahr hochgerechneten wöchentlichen Veränderungen des Wechselkurses in Prozent im Verlauf des jeweiligen Zeitraums. ² Kumulierte Veränderung über den jeweiligen Zeitraum; Mrd. US-Dollar. ³ Bis März 2005.

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

Tabelle V.4

korrelierten die Wechselkurse des australischen, des kanadischen und des Neuseeland-Dollars gegenüber der US-Währung ungewohnt stark mit dem Kurs des Euro zum US-Dollar.

Ob dies nur kurzlebige Entwicklungen sind oder Anzeichen für eine dauerhafte Veränderung der Ankerfunktion des Dollars an den Devisenmärkten, bleibt eine offene Frage.

Auswirkungen der globalen Leistungsbilanz- und Portfoliongleichgewichte

In den letzten Jahren haben zwei bedeutende Trends, die sich auf das internationale Währungssystem auswirken, kritische Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Der erste ist die Ausweitung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte. Der zweite, damit verbundene, aber nicht identische Trend ist die beträchtliche Zunahme der Dollar-Nettoverbindlichkeiten der USA, die sowohl das Leistungsbilanzdefizit als auch Käufe von Vermögenswerten in Fremdwährungen finanzieren. Dem steht inzwischen eine umfangreiche und weiter wachsende Long-Position in Dollar gegenüber, die von Gebietsfremden gehalten wird. Zu einem Drittel entfällt sie auf offizielle Währungsreserven.

Diese Entwicklungen bergen das Risiko, dass Ungleichgewichte abrupt korrigiert werden oder aber zu Protektionismus führen könnten. Beides könnte das Wirtschaftswachstum und den Welthandel beeinträchtigen oder Anspannungen im Finanzsystem nach sich ziehen. Darüber hinaus könnten ungeordnete Währungsschwankungen die jeweilige Rolle des US-Dollars und des Euro als Reservewährungen verändern – mit weiteren unabsehbaren Folgen.

Hinsichtlich der Ursachen des Problems und möglicher Lösungen haben sich zwei Denkrichtungen herausgebildet. Die eine stellt die Leistungsbilanzdefizite in den Vordergrund. Diese treiben Schulden und Schuldendienst in die

Größeres Problem durch Leistungsbilanzungleichgewichte ...

Höhe, und letztlich drohen sie gegen die langfristige Ausgabenbegrenzung des Staates zu verstößen. Schließlich müssen die zu hohen Ausgaben einer Generation mit Ausgabeneinsparungen einer späteren Generation bezahlt werden, und dies wiederum würde zu einem realen Wertverlust der Währung führen. Dieser Ansatz wirft die Frage auf: Stellt die Entwicklung der Leistungsbilanzungleichgewichte ein Problem für das internationale Währungssystem dar?

... oder Portfolio-
ungleichgewichte?

Eine zweite Denkrichtung basiert auf der Prämisse, dass in Fremdwährungen gehaltene Vermögenswerte unvollkommene Substitute sind. Mit einem steigenden Anteil der in einer bestimmten Währung denominierten Vermögenswerte steigt folglich die entsprechende Risikoprämie, und der Wert der Währung muss fallen, um höhere künftige Erträge zu ermöglichen. Dieser Ansatz führt zur zweiten Frage: Bedeutet die Entwicklung der Währungsanteile in den globalen Portfolios ein Problem für das internationale Währungssystem?

System als
Ursache
chronischer
Ungleichgewichte?

Diejenigen, die diese Fragen mit Ja beantworten, meinen auch, dass das internationale Währungssystem selbst zur jetzigen Situation beigetragen haben könnte. In der Vergangenheit habe es ein bestimmtes Maß an Disziplin gegeben, die eine Korrektur erzwang, ehe ein Defizit oder ein Währungsüberhang gefährlich groß wurde. Im Goldstandard war eine gewisse Selbststabilisierung gegeben, auch wenn die Länder diesen Prozess durch Aufnahme und Vergabe von Auslandskrediten veränderten konnten und dies auch taten. Im Bretton-Woods-System spielte der IWF die Rolle einer „Währungspolizei“, die insbesondere für eine Disziplinierung der Schuldnerländer sorgte. Heute scheint es weder regelgebundene noch diskretionäre Mittel zu geben, Gläubiger oder Schuldner zum Handeln zu zwingen, wenn Ungleichgewichte und Nettopositionen anwachsen. Diejenigen, die in der derzeitigen Situation tatsächlich ein Problem sehen, schlagen folglich Änderungen am System selbst vor, entweder um einer aktuellen Schwierigkeit zu begegnen oder um künftigen Schwierigkeiten vorzubeugen.

Diejenigen, die die oben gestellten Fragen mit Nein beantworten, sehen hingegen keine Notwendigkeit einer Systemreform. Einige meinen sogar, es bestehe bereits ein neues System, das sie als „neues Bretton Woods“ bezeichnen: Ihnen zufolge stabilisieren die Länder Asiens ihre Währungen gegenüber dem Dollar, um Güter an die USA zu verkaufen, und verleihen gleichzeitig die Mittel, mit denen sie bezahlt werden. Diese Analysten meinen, dass dieses für beide Seiten vorteilhafte Arrangement über Jahrzehnte funktionieren könnte.

In den folgenden Abschnitten wird die Frage erörtert, ob ein Problem vorliegt oder nicht, und wenn ja, ob es eher ein Problem der Leistungsbilanzungleichgewichte oder der Portfolioungleichgewichte ist. Die Unterscheidung ist wichtig, denn die vorgeschlagene Lösung hängt von der Diagnose ab. Ein problematisches Portfolioungleichgewicht ließe sich z.B. dadurch verringern, dass US-Gebietsansässige in Euro, Yen oder Gold denominierte Anleihen begeben (wie die auf D-Mark, Schweizer Franken und Yen lautenden „Carter Bonds“ des US-Finanzministeriums in den späten 1970er Jahren). Hierdurch könnte ein Defizit- und Schuldenproblem jedoch

verschärft werden, denn eine Dollarabwertung würde dann die US-Verschuldung vergrößern.

Der Klarheit halber werden die Fragen nach Leistungsbilanzungleichgewichten und Portfolioungleichgewichten getrennt erörtert, wenngleich dabei ihre Wechselbeziehung unterzeichnet werden könnte. In Wirklichkeit sind sie nämlich in mehrfacher Hinsicht miteinander verbunden. Wenn die Entwicklung der Leistungsbilanz und der Nettoauslandsverbindlichkeiten der USA als unhaltbar beurteilt wird, könnte dies zu einer Überprüfung von Anlageentscheidungen führen. Auch hat der – durch die Rolle des Dollars möglicherweise begünstigte – hohe US-Absatz von Dollarverbindlichkeiten zur Finanzierung profitabler Auslandsaktiva die Schuldendienstbelastung drastisch verringert. Aufgrund dessen wird das Defizit derzeit weniger als Problem wahrgenommen. Tatsächlich hat eine Ausweitung der Dollarbestände der übrigen Welt dazu beigetragen, dass die aus Handelsbilanzdefiziten resultierenden US-Nettoauslandsverbindlichkeiten durch den Schuldendienst nicht noch allzu sehr vergrößert wurden.

Ungleichgewichte verknüpft

Problem Leistungsbilanzungleichgewichte?

Die hier erörterten Argumente beziehen sich auf nationale intertemporale Ausgabenbegrenzungen und damit auf den Umfang der Auslandsverschuldung und nicht auf die Währung. Daher könnten sie auch auf ein regionales Leistungsbilanzungleichgewicht in einem einheitlichen Währungsraum wie dem Euro-Raum anwendbar sein. Der einzige Unterschied wäre, dass sich der reale Wechselkurs (das Preisverhältnis handelbarer und nicht handelbarer Güter) dann nur aufgrund divergierender Preistrends ändern würde, nicht durch Bewegungen der nominalen Wechselkurse. Stellt ein derartiges Ungleichgewicht ein weltweites Problem dar? Grundsätzlich wird die wirtschaftliche Unhaltbarkeit der US-Leistungsbilanz anerkannt, es wird jedoch auch argumentiert, dass sich das Schuldenwachstum in einem früheren Stadium befindet, als die meisten Analysten annehmen. Politische Zwänge könnten hier schneller Einhalt gebieten als rein wirtschaftliche.

Der erste strittige Punkt ist die Frage, wie unhaltbar die US-Leistungsbilanzdefizite sind, sei es in wirtschaftlicher oder in politischer Hinsicht. Der zweite betrifft die Gründe, die für diese Entwicklung der US-Leistungsbilanz angegeben werden. Unterschiedliche Meinungen hierüber führen auch zu Differenzen über die Rolle des internationalen Währungssystems.

Ja

Die kritischen Stimmen vertreten gemeinhin die Ansicht, die US-Leistungsbilanz sei insofern unhaltbar, als die Schulden ohne erkennbare Begrenzung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung steigen. Mit rund 6% des eigenen BIP bzw. 1% des weltweiten BIP entspricht das US-Leistungsbilanzdefizit bereits zwei Dritteln der Leistungsbilanzüberschüsse der übrigen Welt und nahezu 8% von deren gesamter Ersparnis. Unter der Annahme, dass die US-Importe weiterhin besonders reagibel gegenüber den Einkommen sind, würde ein im Vergleich mit den Haupthandelspartnern rascheres Wachstum in den USA außerdem

US-Defizit:
wirtschaftlich
unhaltbar ...

bedeuten, dass das US-Defizit entsprechend weiter ansteigt. Mehrere Untersuchungen prognostizieren eine rasante Verschlechterung: Eine Studie erwartet für 2008 ein Defizit von 7,8% des BIP, andere rechnen mit 8,5% oder sogar 13% für 2010.

Diese Ausweitung der Defizite impliziert, dass sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten in wenigen Jahren von einem Viertel auf die Hälfte des US-BIP verdoppeln. Eine Verringerung dieser Defizite durch geringere Absorption bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der Beschäftigung im Sektor der nicht handelbaren Güter in den USA würde eine deutliche Korrektur der realen Wechselkurse erfordern.

... oder politisch unhaltbar?

Die Leistungsbilanzentwicklung könnte auch in politischer Hinsicht unhaltbar sein. Vielleicht stößt als Erstes die politische Bereitschaft in den USA, solche Defizite hinzunehmen, an ihre Grenzen – oder die Bereitschaft in Europa, die binnengewirtschaftlichen Konsequenzen einer Verringerung dieser Defizite zu akzeptieren. Von dieser Warte aus gesehen besteht weniger das Risiko einer Schuldenkrise als das einer Rückkehr zum Protektionismus.

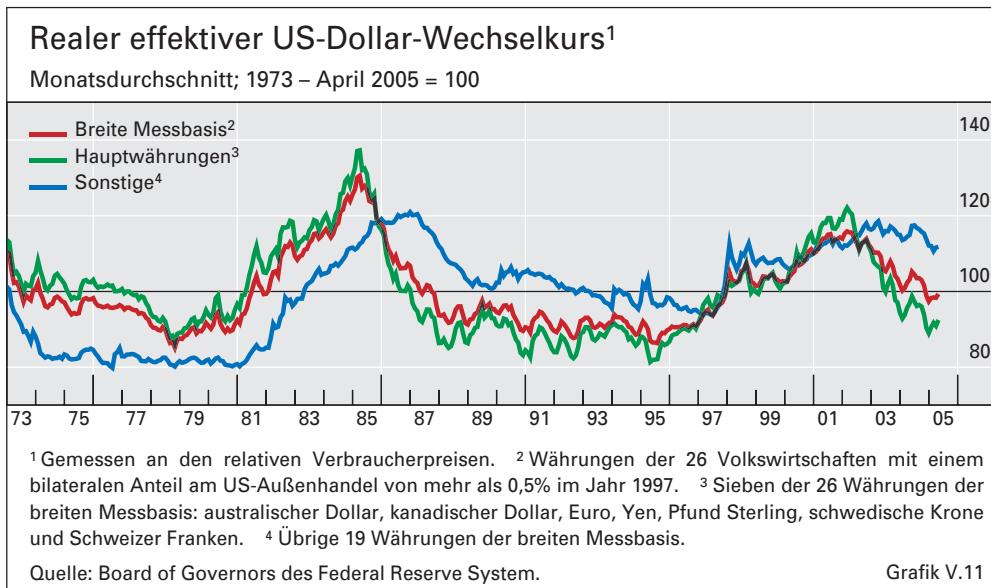
US-Defizite wegen übermäßiger weltweiter Ersparnis ...

Wie kam es zu einem so großen Ungleichgewicht? Einer Ansicht zufolge resultieren die unhalbaren US-Leistungsbilanzdefizite aus dem Vertrauen der übrigen Welt auf ein exportinduziertes Wachstum und den damit verbundenen Leistungsbilanzüberschüssen. So sorge die größte Volkswirtschaft der Welt lediglich passiv für einen Ausgleich, da es nur $n-1$ unabhängige Leistungsbilanzen geben kann. Die US-Leistungsbilanz verschlechterte sich z.B. nach der Finanzkrise von 1997/98 in Asien, als sich die asiatische Leistungsbilanz ins Positive kehrte. Nach dieser Sichtweise ermöglichen die Auslandsverschuldung der USA in Höhe von 25% des BIP und ihr Defizit in Höhe von 6% des BIP die Steigerung des internationalen Wohlstands und den Fortbestand der Überschüsse anderer Länder. Nach der Höhe der Auslandsvermögensposition in Dollar geordnet, seien die folgenden Länder genannt: Japan (mit Nettoaktivita von 38% des BIP und einem Überschuss von 3% des BIP im Jahr 2003), Schweiz (149%, 14%), Hongkong SVR (252%, 11%), Taiwan, China (108%, 11%), Deutschland (7%, 2%), Belgien (42%, 4%), Singapur (83%, 31%) und Norwegen (28%, 13%).

... oder wegen übermäßigen US-Konsums?

Eine andere Gruppe von Beobachtern sieht in der US-Wirtschaft eine Neigung zum Überkonsum. Die Sparquote der privaten Haushalte ist so niedrig wie nie zuvor, und das Land hat ein für Friedenszeiten hohes Haushaltsdefizit. Die privaten Nettoinvestitionen waren auch dann noch rückläufig, als das Leistungsbilanzdefizit wuchs. Darüber hinaus schaffen Investitionen, die in den Sektor der nicht handelbaren Güter fließen, nicht die Mittel für die Bedienung der Auslandsschulden und erschweren die spätere Korrektur.

Manche Beobachter – gerade aus Ländern mit flexiblen Wechselkursen und aufwertender Währung – sehen jenseits dieser unmittelbaren Ursachen der anhaltenden Defizite und Überschüsse Unzulänglichkeiten im internationalen Währungssystem. Insbesondere verweisen sie darauf, dass die heutigen Überschussländer anders als während des Goldstandards keinen Druck verspüren, die sterilisierten Interventionen einzustellen, mit denen sie eine Aufwertung ihrer Währung abwehren. Damals, so wird argumentiert, vergrößerten Reservezuflüsse die inländische Geldmenge und führten zu



höheren Preisen, sodass der reale Wechselkurs stieg. Darüber hinaus lässt die unter Marktteilnehmern verbreitete Ansicht, die Anlage asiatischer Währungsreserven habe die langfristigen US-Zinsen niedrig gehalten, vermuten, dass die jüngste geldpolitische Straffung der Federal Reserve die Absorption in den USA weniger stark gebremst hat, als es sonst vielleicht der Fall gewesen wäre. Dieser Auffassung zufolge ersparen die Volkswirtschaften Asiens sich selbst und den USA den Druck zur Korrektur, indem sie zum einen im Inland intervenieren und sterilisieren und zum anderen im Ausland in US-Anleihen investieren. Jede Anpassungslast verlagert sich so zu den flexibleren Währungen. In diesem Zusammenhang wird darauf hingewiesen, dass – beim Stand des realen Wechselkurses der „sonstigen wichtigen Handelspartner“ der USA von 1995/96 – der Gesamtindex des Dollars bereits Ende 2004 seinen Tiefstand von 1980 bzw. 1995 erreicht hätte (Grafik V.11).

Nein

Die Ansicht, das US-Leistungsbilanzdefizit sei ein weniger imminentes Problem, wird mit zwei Argumentationslinien untermauert. Die erste erklärt, falls es ein Schuldenproblem der USA gebe, sei es in einem sehr frühen Stadium und die Dynamik der US-Zahlungsbilanz sei nach wie vor sehr günstig. Laut dem US-Handelsministerium ging das Nettoauslandsvermögen der US-Wirtschaft in den 1980er Jahren zurück und wurde erst 1989 negativ. Zudem flossen selbst im Jahr 2003 noch Nettokapitalerträge in Höhe von \$ 38 Mrd. in die USA (2004: \$ 30 Mrd.). Diese Diskrepanz entstand dadurch, dass die Renditen der US-Auslandsaktiva (4%) größer waren als die der US-Auslandsverbindlichkeiten (2,6%), sodass die Lücke zwischen Bruttovermögen (71% des BIP) und den höheren Bruttoverbindlichkeiten (96% des BIP) mehr als geschlossen wurde. Der Unterschied der Gesamtrentabilität spiegelt zwei Gesetzmäßigkeiten wider: dass die USA mehr kurzfristige, risikoarme Schuldtitel an die übrige Welt absetzen, als sie kaufen, und dass ihre multinationalen Konzerne im Ausland höhere Renditen erwirtschaften als

US-Leistungsbilanzdefizit möglicherweise noch für einige Zeit ...

ausländische Konzerne in den USA. Wenn die Rendite der Verbindlichkeiten eines Landes niedriger ist als seine nominale Wachstumsrate, kann es seine Auslandsverbindlichkeiten selbst bei einem Handelsbilanzdefizit stabilisieren. Dies wird in vielen Prognosen für die US-Zahlungsbilanz nicht berücksichtigt.

Ein weiterer, wenn auch weniger bedeutender Faktor, der den Anstieg der US-Auslandsverbindlichkeiten begrenzt, ist die Tatsache, dass die übrige Welt das Wechselkursrisiko trägt. Wenn die Landeswährung abwertet, erleiden aufstrebende Volkswirtschaften mit auf Dollar lautenden Verbindlichkeiten Wechselkursverluste. Wertet dagegen der Dollar ab, profitieren die US-Auslandsaktivä von Wechselkursgewinnen (s. weiter unten). Dieser Effekt, den manche als „Schuldenerlass“ durch Dollarabwertung bezeichnet haben, trägt dazu bei, den Anstieg der US-Nettoauslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP in Grenzen zu halten.

Die zweite Argumentationslinie akzeptiert zwar, dass das US-Leistungsbilanzdefizit einer passiven $n-1$ -Position entspricht, hält diese aber für angemessen und – zumindest für eine gewisse Zeit – haltbar. Wird die Kapitalverkehrsbilanz als Antriebskraft gesehen, so wird argumentiert, dass freie Kapitalbewegungen höhere oder sicherere Renditen in den USA suchen. Entsprechend stünde hinter dem Entsparen der weltgrößten Volkswirtschaft lediglich die Absorption einer Überersparnis des Auslands (bzw. vielleicht ein Mangel an Investitionsgelegenheiten). Ist stattdessen die Leistungsbilanz selbst der Motor, ähnelt die Argumentation der Interpretation der Beziehung zwischen den USA und Asien im Sinne eines „neuen Bretton Woods“: Das exportinduzierte Wachstum in Asien sorgt für die dort benötigten Arbeitsplätze, Konsumgüter werden in die USA exportiert und risikoarme Dollarpapiere nach Asien transferiert. Dies sei ein stabiles Geschäft, unabhängig von den daraus entstehenden Ungleichgewichten.

... nach dem
Beispiel Australiens
zu urteilen

Gelegentlich werden Parallelen zu Australien gezogen, das seit sehr langer Zeit Leistungsbilanzdefizite ausweist und dessen Nettoauslandsverschuldung daher mit 70% des BIP fast dreimal so hoch ist wie die der USA. Die Welt suche höhere oder sicherere Renditen in australischen Unternehmenswerten, Aktien und Anleihen; und sie sei weiterhin bereit, das Risiko von in Landeswährung denominierten Schuldtiteln zu tragen. Nach diesem Beispiel ist die US-Leistungsbilanz zwar vielleicht unhaltbar, ein Problem wäre dies jedoch erst für eine spätere Generation.

Die Vertreter der Ansicht, es liege kein bedrohliches Leistungsbilanzungleichgewicht vor, würden vielleicht auch in Abrede stellen, dass das derzeitige internationale Währungssystem Ländern mit Überschüssen weniger Disziplin auferlege als seine Vorgänger. Sie würden davor warnen, das rekonstruierte Ideal eines früheren Systems zu verwenden statt zu berücksichtigen, wie es in der Praxis aussah. Sterilisierung war sowohl in der Zeit des klassischen Goldstandards als auch in den Jahren der Goldkernwährung zwischen den beiden Weltkriegen an der Tagesordnung. Wenn Goldströme und Geldbasis damals oft genug mit umgekehrten Vorzeichen wuchsen, dann ist die Situation, dass die Länder mit Überschüssen nicht unter Anpassungsdruck stehen, nicht neu. Auch die Ungleichgewichte sind gegenwärtig weder größer noch länger anhaltend als in den Zeiten des Goldstandards. Das Investitions- und Sparverhalten der

Länder ist heute sogar eher enger verknüpft, und dies deutet darauf hin, dass die Nettokapitalmobilität nicht größer geworden ist.

Insgesamt besteht kein Zweifel daran, dass die US-Zahlungsbilanz auf einem unhaltbaren Weg ist. Dass kein nennenswerter Schuldendienst geleistet wird, mag Zweifel an der Dringlichkeit dieses Problems aufwerfen; mit dem Ausbleiben wirtschaftspolitischer Maßnahmen wächst jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass es schließlich zu einer abrupten Korrektur an den Märkten kommt. Anlass zur Sorge geben außerdem – unabhängig davon, ob die Entwicklung als haltbar beurteilt wird oder nicht – protektionistische Maßnahmen und das öffentliche Anprangern von Handelspartnern, Letzteres auch deshalb, weil es Unruhe an den Finanzmärkten hervorrufen könnte. Ob das derzeitige internationale Währungssystem (bzw. die Kombination verschiedener Systeme) ein solches Problem wahrscheinlicher macht als seine Vorgänger, bleibt schließlich eine offene Frage.

Problem Portfolioungleichgewichte?

Hier geht es um die Frage, ob die *in Dollar denominierten* Nettoverbindlichkeiten der USA – die mehr als der Hälfte des US-BIP entsprechen und weiter steigen – in gewisser Weise einen Dollarüberhang in den Portfolios der Welt darstellen. Es sollte nicht übersehen werden, dass einem chronischen US-Leistungsbilanzdefizit in der Geschichte jeweils der Aufbau eines Dollarüberhangs vorausging. Schon vor 40 Jahren beobachteten die Europäer mit Sorge, wie US-Unternehmen mit im Ausland aufgenommenen Dollarkrediten europäische Firmen aufkauften, als die US-Leistungsbilanz noch Überschüsse auswies. Damals wie heute finanzierten risikoarme Verbindlichkeiten in Dollar risikoreichere Aktiva in Fremdwährung. Seit der Freigabe der Wechselkurse ist diese Sorge in der Abschwungphase jedes Dollarzyklus wieder aufgekommen. Wie in der Vergangenheit ist die naheliegendste Frage heute, ob die staatlichen Portfolios den Dollar übergewichten. Die grundlegendere Frage dürfte allerdings lauten, ob die privaten Portfolios dies tun. In den Blickpunkt gerückt ist das Thema in jüngster Zeit nicht zuletzt deshalb, weil der aktuelle Dollarabschwung der erste seit Einführung des Euro ist, und dieser stellt angesichts der Tiefe, Breite und Liquidität der Euro-Finanzmärkte eine ernstzunehmendere Alternative zum Dollar dar, als es sie bisher gab.

Dollarüberhang ...

Ja

Um zu belegen, dass die Welt das Problem eines Portfolioungleichgewichts hat, schlüsseln die Vertreter dieser Auffassung zunächst die Auslandsposition der USA nach Währungen auf. Für das Jahr 2003 werden die in Dollar denominierten US-Nettoverbindlichkeiten auf \$ 7,2 Bio. bzw. 66% des BIP geschätzt. Diese sind definiert als auf Dollar lautende Verbindlichkeiten gegenüber der übrigen Welt abzüglich der auf Dollar lautenden Forderungen. Die Dollar-Nettoverbindlichkeiten lagen weit über den gesamten Nettoauslandsverbindlichkeiten (25% des BIP) – das sind alle Auslandsverbindlichkeiten abzüglich aller Auslandsaktiva, wobei unter dem Strich die US-Nettoaktiva in Fremdwährungen verbleiben. Die Short-Position der USA in Dollar entspricht

... in privaten Portfolios ...

einer sehr großen Netto-Long-Position der übrigen Welt in Höhe von mehr als einem Fünftel des weltweiten BIP (ohne USA) zu jeweiligen Wechselkursen.

Da die Gläubiger der USA das mit der Dollarabwertung verbundene Marktrisiko tragen, könnten sie möglicherweise versuchen, in Stresszeiten ihre Positionen abzusichern. Die Erwartung eines gewissen Moral Hazard könnte ebenfalls instabile Portfolioallokationen zwischen den wichtigsten Währungen zur Folge haben. Eine solche Abwertung bringt den USA Wechselkursgewinne und folglich Vermögensgewinne, die den Verbrauch fördern (obwohl ausländische Güter teurer werden). Deshalb könnte die US-Politik weniger Druck verspüren, eine Dollarabwertung abzuwehren, und die übrige Welt könnte dieses Desinteresse fürchten.

Die Verluste aus der Dollarabwertung waren in Europa und Asien jeweils unterschiedlich. Dennoch stellen einige Beobachter in beiden Fällen destabilisierende Einflüsse fest. In Europa schröpfen Wechselkursverluste das Kapital des Unternehmenssektors und verlangsamen den Schuldenabbau; die Folge ist Zurückhaltung bei Investitionen und Personaleinstellungen. Dies erschwert einen Anstieg der europäischen Absorption im Verhältnis zur Produktion. Das wiederum behindert die Leistungsbilanzanpassung, da die Überzeugung gestärkt wird, dass der Dollar noch weiter abwerten müsse. In Asien wird jegliche Reaktion dadurch abgeschwächt, dass der öffentliche Sektor einen großen Teil der Dollar-Long-Position hält. Doch wenn die parlamentarische Opposition die Behörden wegen Wechselkursverlusten bei den Währungsreserven befragte, antworteten diese mitunter mit Absichtserklärungen hinsichtlich der Diversifizierung der Reserven, die zu einer Destabilisierung an den Märkten zu führen drohten.

... und staatlichen Portfolios?

Für viele Beobachter ist die Aufrechterhaltung des Status quo angesichts der Konzentration der Dollar-Long-Position in staatlichen Portfolios (etwa ein Drittel des Gesamtbetrags), und das nur in einigen wenigen asiatischen Volkswirtschaften, besonders problematisch. Da es sich um Währungsreserven handelt, sind relativ wenige Portfoliomanager beteiligt. Entsprechend würden – so die Beobachter – andere Manager von Währungsreserven und private Anleger, einschließlich derer, die mit geliehenen Mitteln operieren, äußerst sensibel auf Anzeichen für Reallokationen vom Dollar zu anderen Währungen reagieren, auch wenn diese manchmal aus der Luft gegriffen sind.

Einige argumentieren, dass es in den staatlichen Portfolios bereits einen Dollarüberhang gibt. Der Anteil der in Dollar angelegten Währungsreserven scheint mit 64% in einem Missverhältnis zur Bedeutung des Dollars in anderen Bereichen zu stehen. Beispielsweise beträgt der Anteil des Dollars an internationalen Schuldtiteln (die nicht auf Landeswährung lauten) 45%. Andere wenden ein, dass jetzt vielleicht noch kein Dollarüberhang besteht, sich dies aber bald ändern könnte, vor allem wenn sich die Währungen stärker an ihren effektiven Wechselkursen ausrichten, wie es die jüngsten Erfahrungen nahe legen (s. weiter oben).

Natürlich müssen sich der Handel einer Währung und die Zusammensetzung der staatlichen Währungsreserven im Prinzip nicht eins zu eins entsprechen. Die Vertreter der Überhang-These würden allerdings darauf hinweisen, dass die (bekannten) Währungsanteile in den staatlichen Reserven

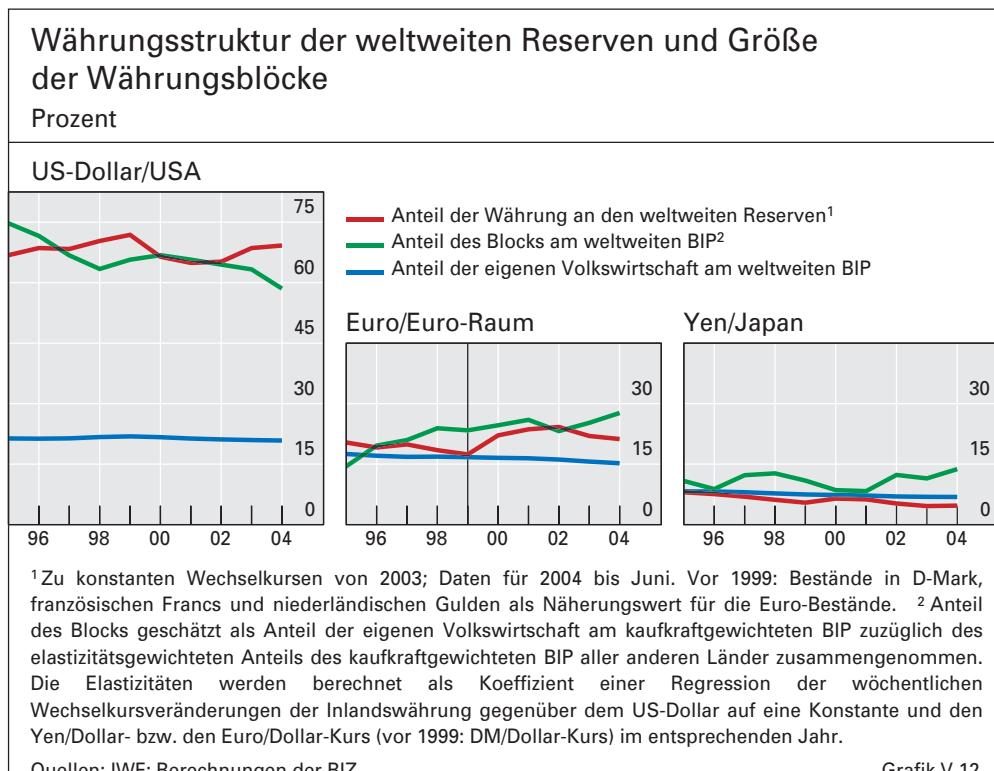
in etwa die Orientierung der jeweiligen Währung widerzuspiegeln scheinen. Europäische Länder mit am Euro orientierten Währungen haben recht geringe bekannte Dollaranteile in ihren Reserven: die Slowakei und Kroatien 29–30%, die Schweiz und das Vereinigte Königreich 36% und Lettland 45%. Australien und Kanada, deren Währungen weniger stark auf den Euro ausgerichtet sind, halten 45% bzw. 53% ihrer Währungsreserven in Dollar. Hongkong SVR mit seiner Dollarkopplung hält 75–80% seiner Reserven in Dollar.

Dieser Sichtweise zufolge könnte eine abrupte Umschichtung der Anlagen vom Dollar zum Euro erfolgen, wenn es zu einer Umorientierung der Währungen käme. Im späten 19. Jahrhundert führte der Wechsel von Silber und Bimetallen zu Gold durch das neue Deutsche Reich, die USA und die Lateinische Münzunion (Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien und die Schweiz) zu einer Goldverknappung und trug zur Deflation bei. Doch anders als damals kann heute das Angebot in Euro vergrößert werden, nämlich sowohl über Wertpapiere (durch Schuldensteuerung und sterilisierte Intervention) als auch über die Geldbasis (niedrigere Zinsen). Im Prinzip besteht dadurch mehr Spielraum, um eine ungeordnete Umschichtung zum Euro auszugleichen.

Nein

Andere bestreiten, dass es einen Dollarüberhang gibt. Ihrer Ansicht nach ist die Long-Position der Welt in Dollar gar nicht so hoch, wie manche behaupten. Der „home bias“ im Portfoliomangement ist rückläufig, während die internationalen Bilanzen der Volkswirtschaften rascher wachsen als die Produktion. Bei einer Portfoliodiversifizierung in Fremdwährungen ist der erste Schritt in vielen Fällen noch immer der Kauf von Aktiva in Dollar.

Private Portfolios werden diversifiziert ...



... und Dollaranteil staatlicher Portfolios ist nicht eindeutig zu hoch

Bestreiten lässt sich insbesondere, dass die staatlichen Währungsreserven ein Übergewicht an Dollar haben. Außer in Japan dürfte der Anteil des Dollars an den Währungsreserven Mitte 2004 nicht höher als 57% gewesen sein. (Nicht gemeldete Terminverkäufe von Dollar für Euro könnten diese Zahl noch verringern.) Eine solche Zahl ist hoch im Verhältnis zum Anteil der US-Wirtschaft an der Weltwirtschaft – jedoch nicht unbedingt im Verhältnis zum Anteil der Dollarzone an der Weltwirtschaft. Werden Volkswirtschaften, gemessen an der Kaufkraftparität, je nach dem Verhalten ihrer Währung der Dollar-, Euro- oder Yen-Zone zugeordnet (Grafik V.10), so entfallen schätzungsweise 59% der weltweiten Produktion auf die Dollarzone (Grafik V.12). Dies entspricht fast genau dem derzeitigen Dollaranteil der Reserven (ohne Japan).

Zudem könnten sich Umschichtungen staatlicher (oder privater) Mittel vom Dollar zum Euro weniger stark auf den Devisenmarkt auswirken, als häufig vorausgesagt wird. Analytisch betrachtet ähnelt die Portfolio-diversifizierung vom Dollar zum Euro in ihren Folgen für private Bilanzen der sterilisierten Intervention. Viele Beobachter sind aber der Auffassung, die Austauschbarkeit von Staatspapieren in diesen beiden Währungen sei so hoch, dass sehr umfangreiche Portfolioumschichtungen erforderlich wären, um den Wechselkurs spürbar zu beeinflussen. Würden solche Umschichtungen von Währungsreserven erwogen, so könnte die Tatsache, dass sich die Dollarreserven in relativ wenigen Händen befinden, sogar von Vorteil sein. Durch Kooperation könnte es möglich sein, ein für alle Beteiligten nachteiliges Ergebnis eines ungeordneten Abbaus von Anlagen zu vermeiden.

Insgesamt scheint somit weniger für ein Portfolioungleichgewicht – auch nicht in staatlichen Portfolios – zu sprechen, als viele Kommentare glauben machen. Ein Problem bleibt jedoch bestehen: Die Dollarzone schrumpft, und wenn sich dieser Prozess beschleunigt, könnte dies in privaten wie in staatlichen Portfolios letztlich doch zu Ungleichgewichten führen.

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

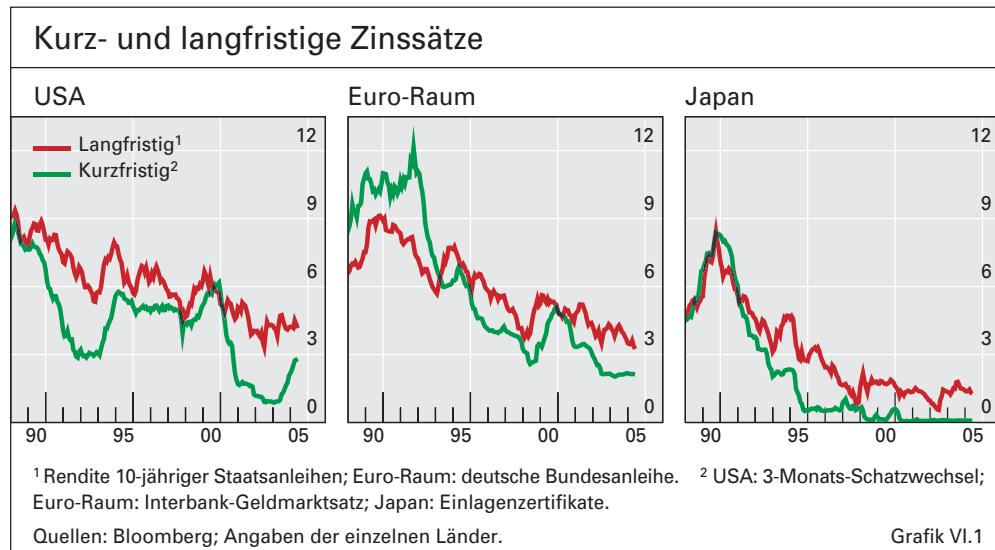
Ungeachtet der Straffung der US-Geldpolitik ab Juni 2004 wurden die Bedingungen an den globalen Finanzmärkten im Berichtszeitraum lockerer. Obwohl die kurzfristigen Zinssätze in den USA allmählich anstiegen, sanken die langfristigen Zinssätze an den wichtigsten Märkten, die Aktienkurse legten zu, und die Kreditrisikoprämien gingen zurück. Die zunehmende Risikoaversion und Befürchtungen über ein Anziehen der Inflation führten dazu, dass viele Märkte im März und April 2005 nachgaben. Mitte Mai waren die Kurse für Anleihen und Aktien jedoch immer noch höher als zu Beginn der Leitzinserhöhungen in den USA.

Die über weite Teile der Berichtsperiode rückläufigen Kreditrisikoprämien und steigenden Aktienkurse deuteten darauf hin, dass die Anleger an den Kredit- und Aktienmärkten die Unternehmensgewinne und die gesamtwirtschaftlichen Aussichten positiv beurteilten. Dies wurde durch eine beträchtliche Verbesserung der Fundamentaldaten in den letzten Jahren untermauert. An den Kreditmärkten dürften die strukturellen Veränderungen, die die Absicherung von Positionen vereinfacht und zu liquideren Märkten geführt haben, ebenfalls zu dem niedrigen Niveau der Prämien beigetragen haben. In erster Linie war es jedoch die größere Risikobereitschaft der Anleger, die sich günstig auf die Aktien- und Kreditbewertungen auswirkte. Diese Bereitschaft wiederum war nicht zuletzt dem immer noch akkommadierenden geldpolitischen Kurs zuzuschreiben. Negative Entwicklungen in der US-Automobilbranche trugen im März und April 2005 zu einer Neubewertung der Risiken an den Kreditmärkten bei.

Das Zusammentreffen von niedrigen langfristigen Renditen, offenbar robustem Wirtschaftswachstum und steigenden US-Leitzinsen gab den Beobachtern Rätsel auf – wenngleich die Renditen in den Monaten vor der ersten Anhebung der Leitzinsen durch die Federal Reserve noch gestiegen waren. Auf den ersten Blick legt der Rückgang der langfristigen Renditen nach der Leitzinserhöhung nahe, dass die Anleger an den Märkten für Staatspapiere die Fundamentaldaten weniger zuversichtlich bewerteten als die Investoren an den Kredit- und Aktienmärkten. Gedämpfte Inflationserwartungen und geringere Unsicherheit über den Kurs der Geldpolitik hielten die Renditen ebenfalls niedrig. Möglicherweise spielten auch eher technische Faktoren hinsichtlich Angebot und Nachfrage eine Rolle. Die relative Bedeutung dieser unterschiedlichen Erklärungen ist allerdings schwer abzuschätzen.

Zinsstrukturkurven und das Rätsel der niedrigen Renditen

Viele Marktteilnehmer waren im Berichtszeitraum überrascht, dass die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten nach der Wende des



Niedrige langfristige Renditen trotz Anhebung der Leitzinsen ...

... vor allem in den USA ein Rätsel

US-Leitzinszyklus niedrig blieben und weiter sanken. Anders als in früheren Phasen der geldpolitischen Straffung, in denen höhere Leitzinsen von höheren langfristigen Zinssätzen begleitet waren, gingen in den zehn Monaten bis Mitte Mai 2005 die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere um insgesamt 50 Basispunkte auf 4,12% zurück (Grafik VI.1). An anderen Märkten, an denen die Geldpolitik gestrafft wurde, z.B. in Australien, Kanada, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich, verringerten sich die langfristigen Renditen ebenfalls. Auch im Euro-Raum und in Japan war in der Zeit von Ende Juni 2004 bis Mitte Mai 2005 ein Rückgang der langfristigen Renditen um 107 bzw. 49 Basispunkte zu verzeichnen. Im Februar und März 2005 erlebten die langfristigen Renditen an den meisten Märkten einen kurzen Anstieg, der allerdings weniger steil war als bei früheren Verkaufswellen und sich schnell wieder umkehrte.

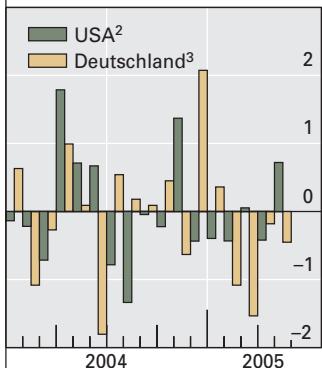
Für das niedrige Niveau der langfristigen Renditen wurden verschiedene Erklärungsansätze vorgeschlagen. So wurde im Euro-Raum und in Japan mit den sich verschlechternden Wachstumsaussichten argumentiert – eine Erklärung, die jedoch nicht für die USA zutraf, wo nach dem Sommer 2004 eine deutliche Konjunkturbelebung eingetreten war. Die längerfristigen Inflationserwartungen waren außergewöhnlich moderat, doch die realen Termsätze waren ebenfalls niedriger. Zudem war die Volatilität gering, und bei den Risikoprämien war ein Rückgang festzustellen, beides allerdings überwiegend im Kurzfristbereich, sodass die längerfristigen Termsätze nach wie vor ungewöhnlich niedrig waren. Andere Erklärungsansätze verwiesen auf die zu erwartenden Reformen bei den Rentensystemen und der Rechnungslegung, die nach Einschätzung einiger Marktteilnehmer zu einer Erhöhung der Nachfrage nach langfristigen Vermögenswerten führten, und auf den Aufbau von US-Dollar-Beständen durch asiatische Währungsbehörden. Die Auswirkungen der beiden letztgenannten Faktoren zu quantifizieren ist indes schwierig.

Wachstumsaussichten

Die sich verschlechternden Wachstumsaussichten trugen zum anfänglichen Rückgang der Renditen bei (Grafik VI.2). Im April und Mai 2004 hatten die Renditen noch stark angezogen, als die Marktteilnehmer angesichts der

Gesamtwirtschaftliche Daten

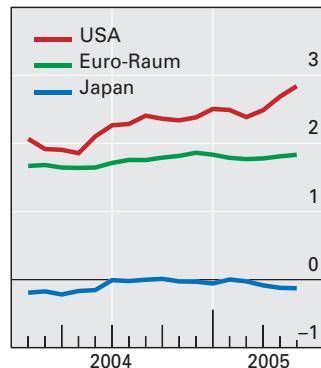
Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2005⁴



Inflationsprognosen für 2005⁴



¹ Normalisierte überraschende Ankündigungen auf der Basis der Abweichung der tatsächlichen Zahlen vom Prognosemittelwert. Die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die tatsächlichen Zahlen publiziert wurden. ² Gewichteter Durchschnitt der normalisierten überraschenden Ankündigungen zu ISM-Erhebung, Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft, Einzelhandelsumsätze, Erzeuger- und Verbraucherpreisen. ³ Geschäftsklimaindex, der vom ifo Institut für Wirtschaftsforschung mithilfe von Umfrageergebnissen erstellt wird. ⁴ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Prognosen gemäß monatlicher Veröffentlichung von Consensus Economics. Die Beobachtungen werden dem Ende des Monats zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte.

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics; Berechnungen der BIZ.

Grafik VI.2

plötzlichen Dynamik der US-Arbeitsmarktdaten sowie aufgrund von Signalen der Federal Reserve damit rechneten, dass die Leitzinsen in den USA wesentlich früher als erwartet angehoben würden. Die Bekanntgabe der US-Beschäftigungszahlen im Juli und August 2004, die hinter den Erwartungen zurückblieben, löste weltweit einen Höhenflug an den Festzinsmärkten aus, da die Anleger eine Neueinschätzung des wahrscheinlichen Tempos bei der Straffung der Geldpolitik vornahmen. Die pessimistische Haltung wurde durch Abwärtskorrekturen der globalen Wachstumsprognosen bestätigt.

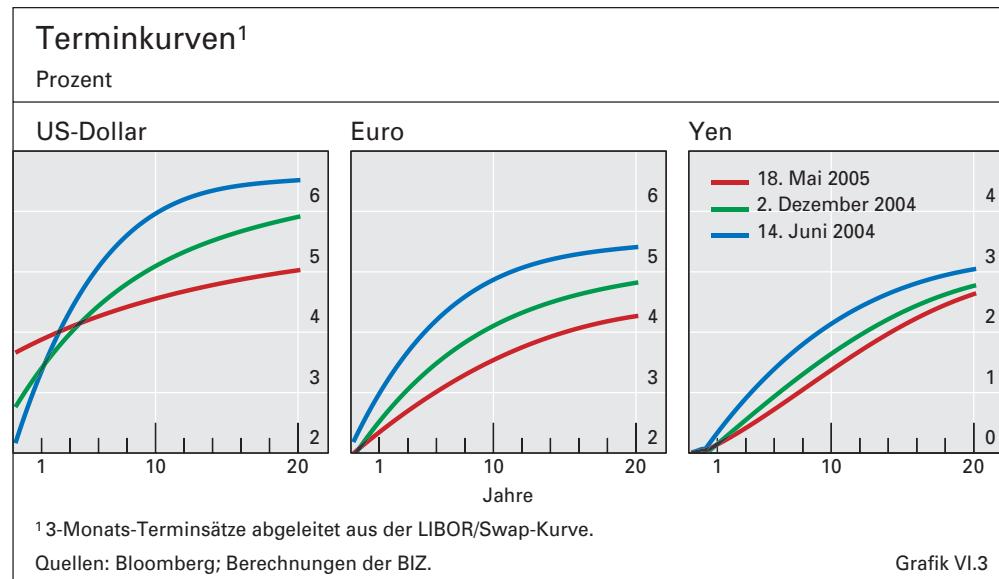
Die im vierten Quartal 2004 bekanntgegebenen Daten übertrafen zwar die Erwartungen und bremsten den Rückgang der Dollarrenditen, sie konnten jedoch den vorangegangenen Abwärtstrend nicht umkehren. Inzwischen gingen die Renditen in Euro und Yen – bei noch immer enttäuschenden Nachrichten über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den betreffenden Ländern – weiter zurück. In der Zeit von August 2004 bis Mai 2005 wurden die allgemeinen Prognosen für das BIP-Wachstum 2005 im Euro-Raum um ein Viertel (auf 1,5%) und in Japan um die Hälfte (auf 1,0%) nach unten korrigiert. Infolgedessen vergrößerte sich der Abstand zwischen den 10-jährigen Dollar- und Euro-Renditen beträchtlich, und im März 2005 wurde mit etwa 102 Basispunkten das stärkste Gefälle seit 1999 verzeichnet.

Die langfristigen Renditen erreichten ihren Tiefpunkt Mitte Februar 2005, als sich unter den Anlegern zunehmend die Ansicht breit machte, eine Korrektur am Markt sei überfällig. Dies galt besonders ab dem Zeitpunkt, als der Vorsitzende der Federal Reserve die niedrigen Renditen als ein „Rätsel“ bezeichnete und sich sowohl Inflationsdruck als auch eine größere Preissetzungssouveränität der Unternehmen immer mehr abzuzeichnen begannen. Nach dem 9. Februar legten die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere in nicht

Schwächere Wachstums- aussichten als mögliche Erklärung ...

... zumindest in Europa und Japan

Verkaufswelle Anfang 2005 von begrenzter Reichweite und Dauer



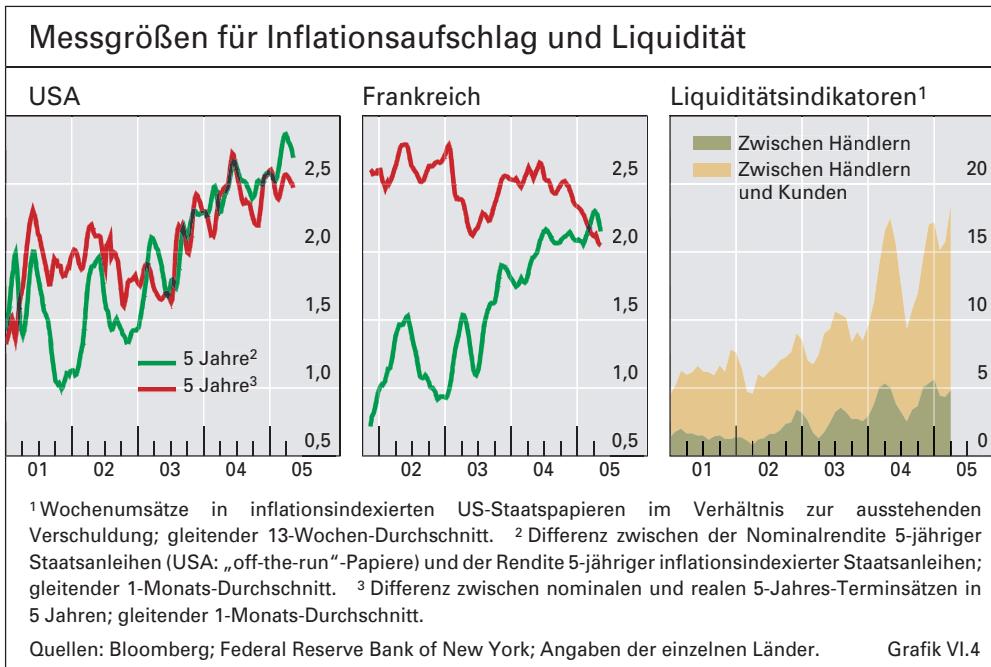
einmal sechs Wochen um beinahe 70 Basispunkte zu, und die Renditen deutscher Bundesanleihen stiegen etwa halb so viel. Allerdings sollte sich diese Verkaufswelle zum Winterende als sehr viel begrenzter erweisen als im Sommer 2003 (mit einem Anstieg der 10-Jahres-Renditen um 130 Basispunkte) und im Frühjahr 2004 (115 Basispunkte). Auch war sie auf weniger Märkte beschränkt; der japanische Markt bewegte sich diesmal nur unwesentlich, als die Renditen der US-Schatzpapiere in die Höhe gingen. Enttäuschende Wirtschaftsdaten im April 2005, einschließlich gedämpfter Beschäftigungs- zahlen und Einzelhandelsumsätze, führten dazu, dass sich die Renditen der US-Schatzpapiere im unteren Bereich der Handelsspannen einpendelten, während die Renditen der deutschen Bundesanleihen im Mai auf neue Tiefstände fielen (Grafik VI.3).

Gemäßigte Inflationserwartungen

Zurückhaltung
bei den Inflations-
erwartungen mit
dämpfender
Wirkung auf
Renditen ...

Fast während des gesamten Berichtszeitraums trugen nicht zuletzt die fest verankerten langfristigen Inflationserwartungen zu der ungewöhnlich moderaten Entwicklung der langfristigen Nominalrenditen bei, und zwar ungeachtet der in die Höhe schnellenden Ölpreise und der Prognosen für ein kräftiges Wirtschaftswachstum in den USA. Ein Beleg hierfür sind die Renditen inflationsindexierter Wertpapiere, deren Abstand zu den Nominalrenditen von Staatspapieren mit gleicher Laufzeit einen Anhaltspunkt für den Ausgleich darstellt, den die Anleger für die erwartete Inflation verlangen. Während dieser Inflationsaufschlag bei 5-jährigen Anleihen von Mitte 2004 bis Ende April 2005 um etwa 20 Basispunkte gestiegen ist, ging er bei den impliziten 5-Jahres-Terminsätzen für inflationsindexierte US-Anleihen in 5 Jahren um 12 Basispunkte zurück. Bei den französischen inflationsindexierten Euro-Anleihen war der Rückgang noch ausgeprägter (Grafik VI.4). Seit den vergangenen Ölpreisschocks haben die Zentralbanken mit ihrer Inflationsbekämpfung bei den Marktteilnehmern an Glaubwürdigkeit gewonnen.

In den Renditen der inflationsindexierten Anleihen sind Liquiditätsprämien enthalten, was ihre Interpretation als Maß für den Inflationsaufschlag



erschweren kann. Dennoch sind die jüngsten Umsatzsteigerungen bei indexierten US-Schatzanleihen ein Hinweis darauf, dass der Markt deutlich tiefer und breiter geworden ist. Deren Umsatz im Verhältnis zu den umlaufenden indexierten Schuldtiteln ist seit 2000 stetig gewachsen, sowohl zwischen Primärhändlern und anderen Anlegern als auch unter den Primärhändlern selbst (Grafik VI.4 rechts). Folglich dürften die Liquiditätsprämien bei inflationsindexierten Anleihen zwar dazu führen, dass die so gemessenen Inflationsaufschläge zu niedrig ausfallen, doch verlieren solche systematischen Fehler im Laufe der Zeit wohl an Bedeutung.

Allerdings deuten die Renditen der inflationsindexierten Anleihen darauf hin, dass ein rückläufiger Inflationsaufschlag als Erklärung für das niedrige Niveau der langfristigen Renditen nicht ausreicht. Denn auch die längerfristigen „realen“ Terminsätze sind bei den indexierten Anleihen der USA und Frankreichs spürbar gesunken (um etwa 80 bzw. 50 Basispunkte seit Mitte 2004).

... aber auch
rückläufige reale
Terminsätze

Niedrige Volatilitäten und Laufzeitprämien

Als weiterer Grund für die niedrigen langfristigen Renditen im Berichtszeitraum wurde häufig die geringere Unsicherheit über die Wirtschaftslage im Allgemeinen und die Entwicklung der Zinssätze im Besonderen angeführt. Eine geringere Unsicherheit würde normalerweise zu niedrigeren Laufzeitprämien führen, die grundsätzlich ein Auseinanderklaffen der kurzfristigen Terminsätze für alle Laufzeiten einerseits und der von den Marktteilnehmern erwarteten Kurzfristzinsen andererseits bewirken. Die tatsächlichen und impliziten Volatilitäten festverzinslicher Kontrakte – im langjährigen Vergleich ohnehin recht niedrig – sanken denn auch weiter, nachdem die Federal Reserve ihre Zinssätze anzuheben begann. Zu diesem Volatilitätsrückgang trug vielen Marktanalysten zufolge der klare Sprachgebrauch der Federal Reserve in Bezug auf ihre geldpolitischen Absichten bei, wozu auch die weiterhin

Abnahme der
Volatilitäten und
Laufzeitprämien ...

signalisierte Botschaft zählte, künftige Straffungen in „maßvollen“ Schritten zu vollziehen.

... vor allem am kurzen Ende der Dollarkurve ...

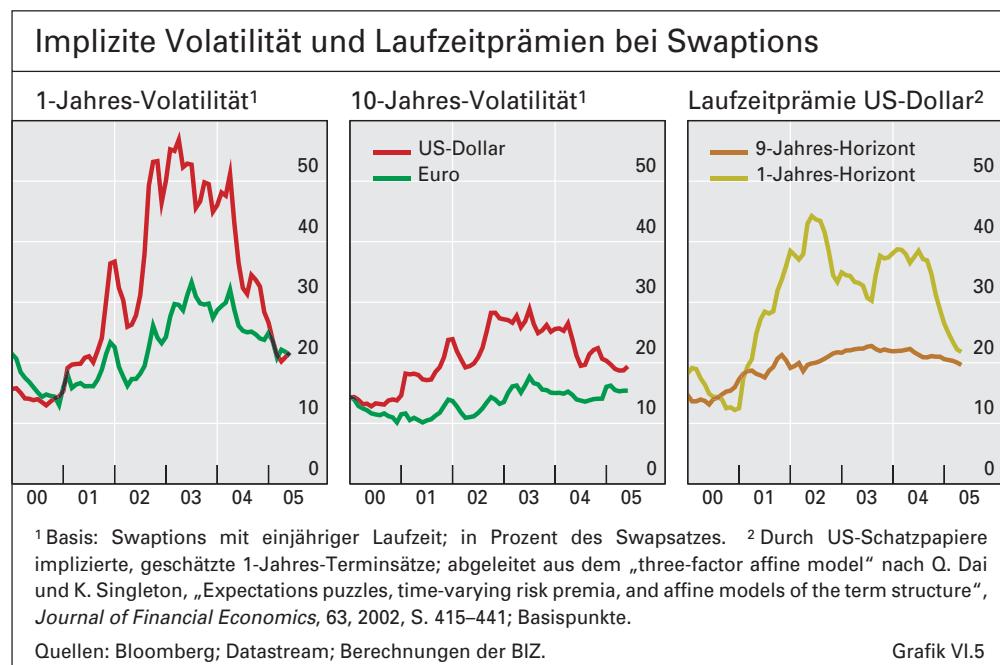
Im Einklang mit dieser Einschätzung war der Rückgang der Volatilitäten an den entwickelten Festzinsmärkten seit 2002 und 2003 in erster Linie am kurzen Ende der Kurve festzustellen. Besonders auffällig ist dies bei den impliziten Volatilitäten, die aus Optionen auf Zinsswaps (Swaptions) ermittelt werden. Letztere werden von den meisten globalen Finanzinstituten als Kostenbenchmark für investierte Mittel betrachtet (Grafik VI.5 links und Mitte). Während die (auf das Jahr hochgerechneten) impliziten Volatilitäten bei einjährigen US-Dollar-Swaps von ihrem 2003 verzeichneten Höchststand von 56,8% auf 21% Ende April 2005 fielen, lagen die Höchst- und Tiefstwerte der impliziten Volatilitäten von 10-jährigen Dollar-Swapsätzen deutlich weniger weit auseinander. (Die Volatilitäten am Markt für Euro-Swaps entwickelten sich ähnlich, waren aber allgemein noch niedriger.) Der Rückgang der Volatilität an den entwickelten Finanzmärkten scheint daher hauptsächlich auf die kurzfristigen US-Dollar-Märkte zurückzuführen zu sein. Die Dollar- und Euro-Märkte im längerfristigen Bereich waren davon verhältnismäßig wenig betroffen.

... im Einklang mit weniger Unsicherheit über Geldpolitik ...

Es gibt direkte Hinweise darauf, dass auch die Risikoprämien vor allem am kurzen Ende der Kurve zurückgingen. Anhand eines 3-Faktoren-Modells für Renditenstrukturkurven geschätzt, sind die Risikoprämien für US-Schatzpapiere am kurzen Ende seit Anfang 2002 um beinahe 25 Basispunkte gesunken (Grafik VI.5 rechts), was in das Bild einer geringeren Unsicherheit in Bezug auf den für die nahe Zukunft zu erwartenden geldpolitischen Kurs passt. Im Gegensatz dazu scheint die Risikoprämie aus dem 1-Jahres-Terminsatzt in 9 Jahren seit Ende 2002 nur ganz leicht zurückgegangen zu sein und liegt bei etwa 20 Basispunkten.

... aber wohl ohne Erklärungsgehalt auf längere Sicht

Die rückläufigen Volatilitäten und Laufzeitprämien mögen daher die niedrigeren Terminsätze für die nahe Zukunft erklären, nicht aber die derzeit niedrigen Terminsätze bei langem Zeithorizont. Beispielsweise lagen die kurzfristigen



Terminsätze in 10 Jahren Ende April 2005 bei 4,8%. Angesichts der langfristigen Inflationserwartungen in den USA von etwa 2,5% und eines mit stabiler Inflation zu vereinbarenden geschätzten kurzfristigen Realzinssatzes von 2,6–3,0% lässt sich das niedrige Niveau der Terminsätze für lange Zeithorizonte kaum erklären, wenn nicht die Risikoprämien deutlich stärker zurückgegangen sind, als es den Schätzungen entspricht.

Rentenreformen und Nachfrage nach langfristigen Anlagemöglichkeiten

In den USA wie auch im Euro-Raum war der Rückgang der Renditen bei Laufzeiten von mehr als 10 Jahren besonders ausgeprägt. Von Mitte 2004 bis April 2005 nahm die Differenz zwischen den Renditen für die US-Schatzpapiere mit der längsten Laufzeit und denen für 10-jährige Anleihen um mehr als 50 Basispunkte ab, während sich der Renditenabstand zwischen 30- und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen um etwa halb so viel verringerte. Angesichts dessen begab die französische Regierung im März 2005 eine 50-jährige Anleihe, und andere europäische Regierungen kündigten ebenfalls Emissionen mit langen Laufzeiten an. Das gestiegene Angebot dämpfte den Enthusiasmus der Anleger für Wertpapiere mit sehr langen Laufzeiten jedoch kaum. Selbst die Ausweitung der Laufzeitprämien für Dollarpapiere nach der überraschenden Meldung im Mai 2005, dass das US-Finanzministerium nach einer Unterbrechung von fünf Jahren die Neuemission einer 30-jährigen Schatzanweisung in Erwägung ziehe, war relativ kurzlebig.

Geringere Renditen vor allem bei sehr langen Laufzeiten ...

Viele Marktteilnehmer führten die Reformvorhaben bei Rentensystemen und Rechnungslegungsverfahren als Gründe für die dynamische Nachfrage nach langfristigen Papieren an. Die Anfang Januar 2005 vom US-Arbeitsministerium bekanntgegebenen Vorschläge zur Rentenreform würden die Zinsvolatilität von Laufzeitinkongruenzen deutlich vergrößern, während die Pläne, wonach die Pension Benefit Guaranty Corporation die Prämien auf risikoadäquater Basis bestimmen soll, zu einer Erhöhung der Kosten führen würde. Zudem wurde im Rahmen unabhängig davon eingeleiteter Reformen zur Rechnungslegung vorgeschlagen, dass Rentensysteme Laufzeitinkongruenzen schon früher ausweisen sollen. Falls diese Maßnahmen in Kraft treten, bestünde ihre gemeinsame Wirkung nach allgemeiner Ansicht in einer beträchtlichen Erhöhung der Nachfrage von US-Pensionsfonds nach langlaufenden Vermögenswerten, um Laufzeitinkongruenzen zu beseitigen. Ähnliche Reformen wurden auch in verschiedenen Ländern Europas diskutiert, so z.B. die Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und sonstige Reformen der Rentensysteme in den Niederlanden und Schweden.

... teilweise
angesichts geplanter
Rentenreformen

Jüngere Erfahrungen in anderen Ländern scheinen die Vermutung zu bestätigen, dass Rentenreformen eine Preiswirkung auf langfristige Anleihen haben, und zwar schon vor ihrer tatsächlichen Umsetzung. Als 1999 im Vereinigten Königreich eine Überarbeitung des Rentengesetzes angekündigt wurde, trug dies noch im selben Jahr zur Inversion der Zinsstrukturkurve bei Laufzeiten von mehr als 10 Jahren bei, obwohl die Rentensysteme erst später ihren Aktienanteil abbauten und ihre Bestände an festverzinslichen Instrumenten mit längeren Laufzeiten erhöhten. In Dänemark, wo die Verbindlichkeiten der Rentensysteme im Jahr 2001 zum ersten Mal dem Marktwert angepasst

wurden, war ebenfalls ein erheblicher Preiseffekt auf langfristige Anleihen zu erkennen.

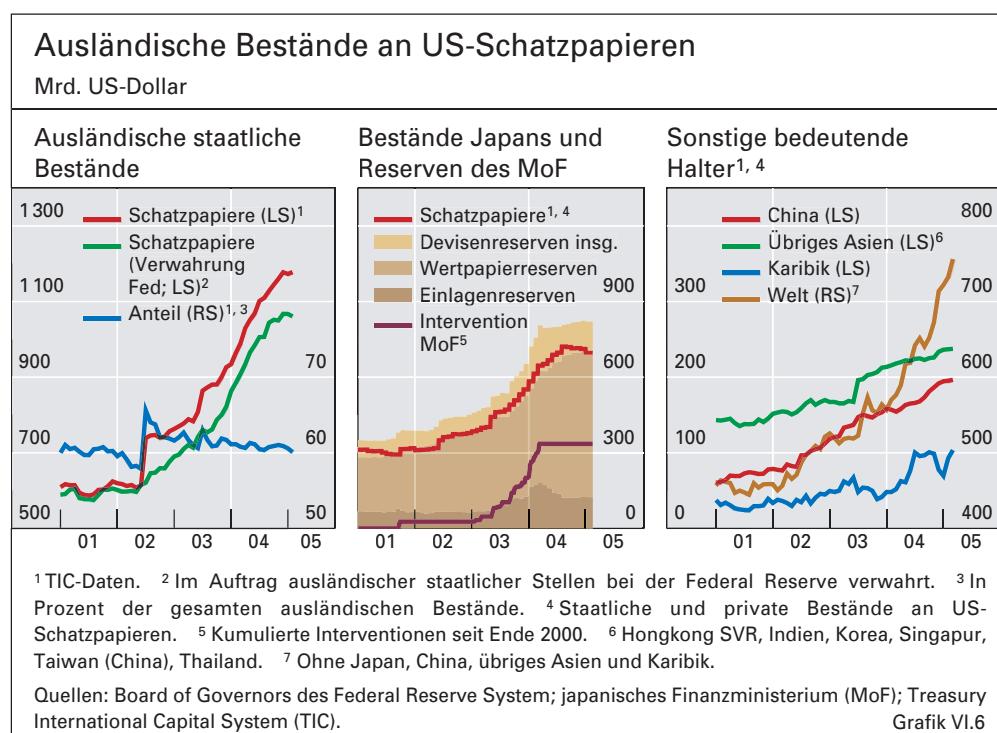
Aufbau von Reserven und der „Asian bid“

Weiterer Reservenaufbau in Asien

Als weiterer potenzieller Einflussfaktor für die niedrigen Renditen in den USA wurde von den Marktteilnehmern die Nachfrage asiatischer Anleger ausgemacht, insbesondere in Bezug auf die Wiederanlage von Währungsreserven in US-Wertpapieren. Die Bemühungen asiatischer Währungsbehörden, einer Aufwertung ihrer Währungen angesichts zunehmender Kapitalzuflüsse entgegenzuwirken, führte 2004 zur Aufstockung der asiatischen (einschl. der japanischen) Reserven um \$ 535 Mrd., sodass deren Gesamtvolumen \$ 2,4 Bio. erreichte. Die Verantwortung für diesen Reservenaufbau verlagerte sich im Jahresverlauf vom japanischen Finanzministerium, das seine Interventionen einstellte, zu den Zentralbanken anderer asiatischer Volkswirtschaften. Die Wiederanlage eines Teils dieser Reserven begünstigte das Wachstum der staatlichen und privaten Bestände an US-Schatzpapieren in Asien, die 2004 schätzungsweise um insgesamt \$ 219 Mrd. zunahmen – mehr als in den übrigen Teilen der Welt zusammengenommen (Grafik VI.6).

Effekt asiatischer Käufe von US-Wertpapieren auf US-Renditen denkbar ...

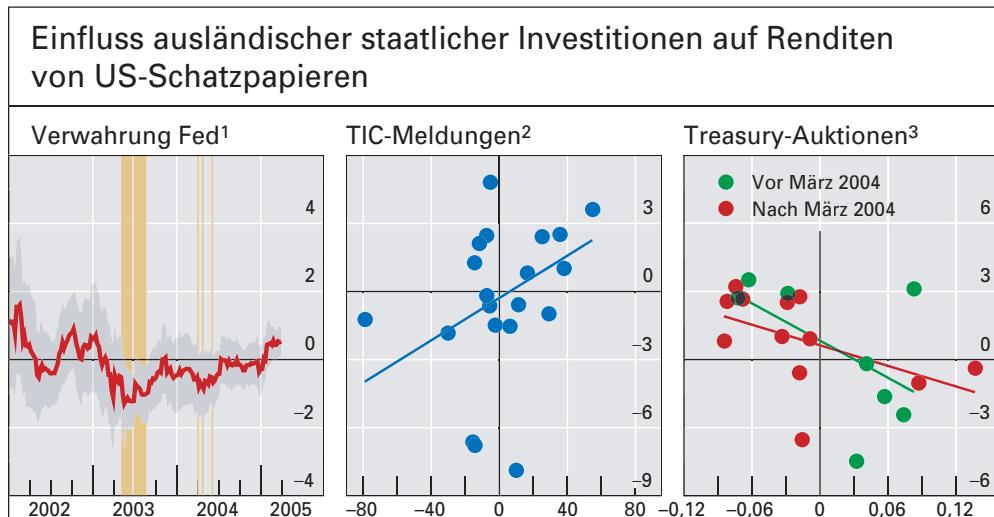
Dennoch bleibt offen, in welchem Maße diese starke asiatische Nachfrage nach US-Wertpapieren zum niedrigen Niveau der langfristigen Renditen in den USA beigetragen hat. Nach Ansicht einiger Marktteilnehmer haben die asiatischen Käufe von US-Wertpapieren, insbesondere während der Zeit der japanischen Interventionen, die Renditen möglicherweise um bis zu 60 Basispunkte gesenkt, wobei die Schätzwerte je nach der Laufzeit des Papiers sowie dem Zeitrahmen der Schätzung und der empirischen Methode beträchtlich voneinander abweichen. Die empirische Schätzung dieses Einflusses wird jedoch dadurch erschwert, dass angenommene Kausalbeziehungen gar nicht



vorhanden sein müssen; die Manager von Währungsreserven können nämlich ihre Käufe von US-Dollar-Vermögenswerten unter Umständen auch *als Reaktion* auf einen Rückgang der Renditen intensivieren. Dies wäre der Fall, wenn Interventionen zur Stützung des Dollars aufgrund von negativen US-Wirtschaftsnachrichten, Kapitalabflüssen nach Asien und einem daraus resultierenden Aufwertungsdruck auf die asiatischen Währungen erforderlich erschienen.

Es gibt Indizien dafür, dass ein etwaiger Einfluss asiatischer Käufe auf die US-Renditen bereits nicht mehr bestand, als die japanischen Interventionen im März 2004 eingestellt wurden. Eine rollierende Regression der wöchentlichen Veränderungen der Renditen von US-Schatzpapieren auf die wöchentlichen Veränderungen der bei der Federal Reserve verwahrten Bestände an US-Wertpapieren zeigt, dass ein Zusammenhang nur sporadisch zu erkennen ist (Grafik VI.7 links). Die negative Beziehung sowohl für die 5- als auch für die 10-jährigen Schatzanweisungen war lediglich in der Zeit von Mai bis August 2003 statistisch signifikant und war im März 2004 bereits wieder verschwunden. Dies mag auf einen schwächeren Zusammenhang zwischen US-Renditen und asiatischen Käufen im Jahr 2004 hindeuten, möglicherweise aber tätigten andere asiatische Zentralbanken Anlagen in US-Wertpapieren einfach auf weniger offensichtliche Art und Weise.

... in den Daten
aber schwer
identifizierbar



¹ Koeffizienten geschätzt anhand einer über 26 Wochen rollierenden Regression der wöchentlichen Veränderung der Renditen 5-jähriger US-Schatzanleihen auf die Veränderung der für ausländische staatliche Stellen verwahrten Bestände; in Basispunkten pro Veränderung dieser Bestände um \$ 1 Mrd. Graue Schattierung: 95%-Konfidenzintervall; vertikale Schattierung: Zeiträume, in denen der Beta-Koeffizient aus der bivariaten Regression negativ und auf dem 95%-Niveau signifikant ist. ² Vertikale Achse: Veränderung in Basispunkten der Rendite des 2-jährigen „on-the-run“-US-Schatzpapiers in den zwei Stunden jeweils vor und nach der Veröffentlichung der TIC-Daten. Horizontale Achse: geschätzte Überraschungskomponente in der monatlichen Veröffentlichung der TIC-Daten, gemessen als Abweichung von einem gleitenden 3-Monats-Durchschnitt der ausländischen Nettokäufe von US-Schatzpapieren; Zeitraum Januar 2003 – Januar 2005. ³ Vertikale Achse: Veränderung in Basispunkten der Rendite des 2-jährigen „on-the-run“-US-Schatzpapiers in den zwei Stunden jeweils vor und nach der Veröffentlichung der Ergebnisse der Auktionen des US-Finanzministeriums. Horizontale Achse: geschätzte Überraschungskomponente im Anteil indirekter Gebote, gemessen als Abweichung von einem gleitenden 3-Monats-Durchschnitt des Verhältnisses der indirekten zu den gesamten Geboten, die in der 2-Jahres-Auktion zum Zuge kommen. Zeiträume vor und nach März 2004: August 2003 – März 2004 bzw. April 2004 – März 2005.

Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System; Bloomberg; GovPx; TIC; Berechnungen der BIZ.
Grafik VI.7

Renditen reagieren
nicht auf
überraschende
TIC-Daten ...

Es gibt kaum Hinweise darauf, dass die Veröffentlichung von Daten über die asiatischen Käufe von US-Wertpapieren tendenziell zu vorhersehbaren Veränderungen der Renditen geführt hätte. Die Marktteilnehmer verfolgen mit großer Aufmerksamkeit den monatlichen Bericht von Treasury International Capital (TIC). Darin werden die ausländischen Nettokäufe von US-Schatzpapieren nach Land zusammengefasst und die gesamten staatlichen Bestände weltweit geschätzt. Doch der US-Schatzpapiermarkt blieb unbeeinflusst sowohl angesichts der ausländischen Nettokäufe laut TIC-Bericht vom November 2004, die die Erwartungen – gemessen an einem Mittelwert von Expertenprognosen – um \$ 22,5 Mrd. übertrafen, als auch angesichts der erneuten Überraschung von \$ 2,8 Mrd. im Dezember-Bericht. Ein Blick weiter zurück zeigt, dass die Veröffentlichung der TIC-Daten allenfalls geringfügigen systematischen Einfluss auf den US-Schatzpapiermarkt hatte: Der geschätzte Überraschungseffekt für die gesamten Nettokäufe (bzw. ausländischen staatlichen Käufe) von US-Wertpapieren löste in den letzten Jahren offenbar keine negative Reaktion bei den Renditen der 2-jährigen (bzw. 5-jährigen) „on-the-run“-US-Schatzpapiere aus (Grafik VI.7 Mitte).

... und kaum auf
überraschende
indirekte Gebote

Reaktionen auf die Bekanntgabe der Ergebnisse der Auktionen des US-Finanzministeriums sind bei genauerer Analyse ebenfalls nicht auszumachen (Grafik VI.7 rechts). Indirekte Gebote, d.h. Gebote, die Händler im Rahmen des Bietungsverfahrens im Auftrag von Dritten platzieren, werden von den Marktteilnehmern häufig als Näherungswert für die Aktivitäten asiatischer Zentralbanken am US-Schatzpapiermarkt gesehen. Zwar scheinen die Renditen der „on-the-run“-Schatzpapiere zu fallen, wenn der Anteil der indirekten Gebote höher ist, doch diese Beziehung ist statistisch für die 2-jährige Note nur knapp signifikant und für die 5-jährige Note gar nicht signifikant. Darüber hinaus scheint dieser Effekt seit dem Ende der japanischen Interventionen deutlich nachgelassen zu haben. In der Zeit vor März 2004 sank die Rendite der 2-jährigen „on-the-run“-Note in den Stunden vor und nach der Veröffentlichung der Auktionsergebnisse jeweils um 1,4 Basispunkte, wenn der Anteil indirekter Gebote – durchschnittlich 40% im Zeitraum Mai 2003 bis März 2005 – um 5 Prozentpunkte höher ausfiel. Der Effekt ist etwas geringer, wenn andere Faktoren berücksichtigt werden, z.B. das Verhältnis zwischen Gebotsvolumen und Zuteilungsbetrag („bid-to-cover ratio“) und das Gesamtauktionsvolumen. Nach März 2004 verringerte sich dieser Effekt auf 0,8 Basispunkte.

Alles in allem ist davon auszugehen, dass etwaige Auswirkungen asiatischer Käufe auf die Renditen der US-Wertpapiere nach dem Ende der japanischen Interventionen deutlich nachließen. Die obigen Ergebnisse sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren. Die Aktivität anderer Marktteilnehmer, die möglicherweise aufgrund ihrer Erwartungen hinsichtlich des Trends asiatischer Marktaktivität Käufe von US-Wertpapieren vorzogen, dürfte den direkten Zusammenhang zwischen den Renditen und den – aus den durch die Federal Reserve verwahrten Beständen abgeleiteten – asiatischen Käufen verschleiert haben. Darüber hinaus ist das Fehlen eines signifikanten Ankündigungseffekts vielleicht auch ein Hinweis auf unzureichende Messgrößen zur Darstellung der Markterwartungen hinsichtlich des TIC-Berichts und der Rolle der asiatischen Zentralbanken bei den indirekten Geboten in

Auktionen des US-Finanzministeriums. Hinzu kommt noch, dass in sämtlichen Schätzungen lediglich der marginale Effekt der Käufe im jeweiligen Wechselkurssystem erfasst wird. Die potenziellen Auswirkungen einer gleichzeitigen Änderung der Wechselkurspolitik und der Portfolioallokation lassen sich dagegen anhand dieser Schätzungen nicht messen.

Aktienmärkte und Ölpreise

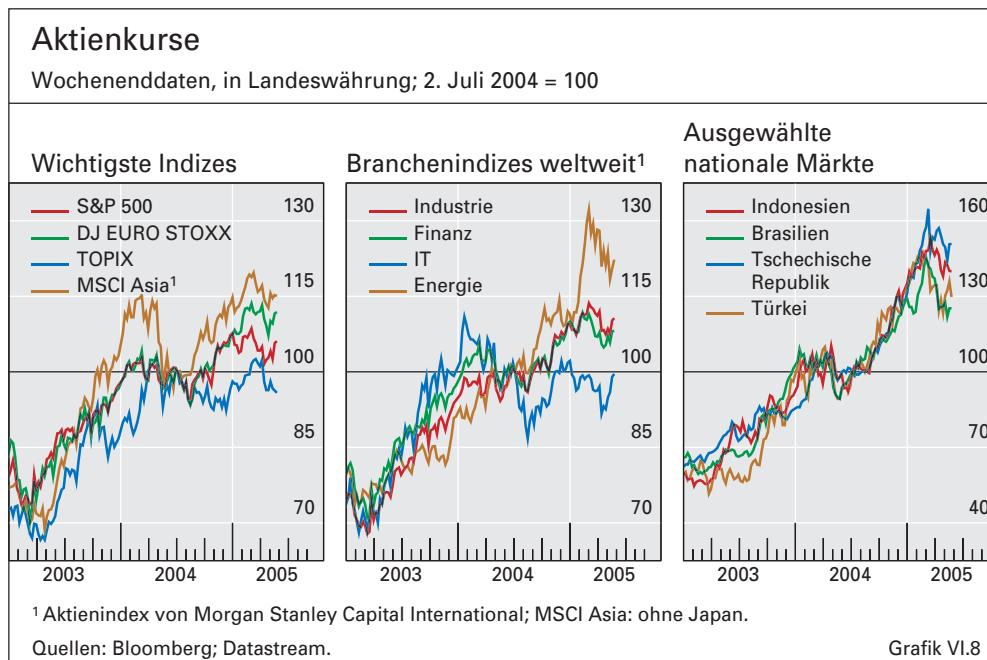
Nach der kräftigen Erholung 2003 verzeichneten die wichtigsten Aktienmärkte im Berichtszeitraum nur ein moderates Wachstum, mit deutlich unterschiedlichen Zuwächsen in den einzelnen Regionen. Am besten schnitten die Märkte im Euro-Raum und in Asien (ohne Japan) ab: In Landeswährung gemessen verzeichneten sie einen Anstieg von 6,2% bzw. 11,3%. Die Märkte in den USA und in Japan hingegen stagnierten in der Zeit von Mitte 2004 bis April 2005 bei einer Rate von 1,4% bzw. -4,9% (Grafik VI.8). Zu den ertragsstärksten nationalen Märkten zählten Kandidaten für den Beitritt zum Euro-Raum wie die Tschechische Republik und Ungarn, aufstrebende Volkswirtschaften Asiens, z.B. Indien und Indonesien, sowie lateinamerikanische Märkte wie Brasilien und Kolumbien. In allen diesen Volkswirtschaften waren – in Landeswährung gerechnet – Kurssteigerungen von über 20% zu beobachten. Bei den wesentlichen Branchen war es erwartungsgemäß der Energiesektor, der mit einer globalen Rendite von 20,9% am besten abschnitt. Die Industrie- und Finanzwerte lagen mit 5,7% bzw. 4,4% ebenfalls über den weltweiten Indizes. Der Technologiesektor dagegen verzeichnete einen negativen Ertrag von -10%.

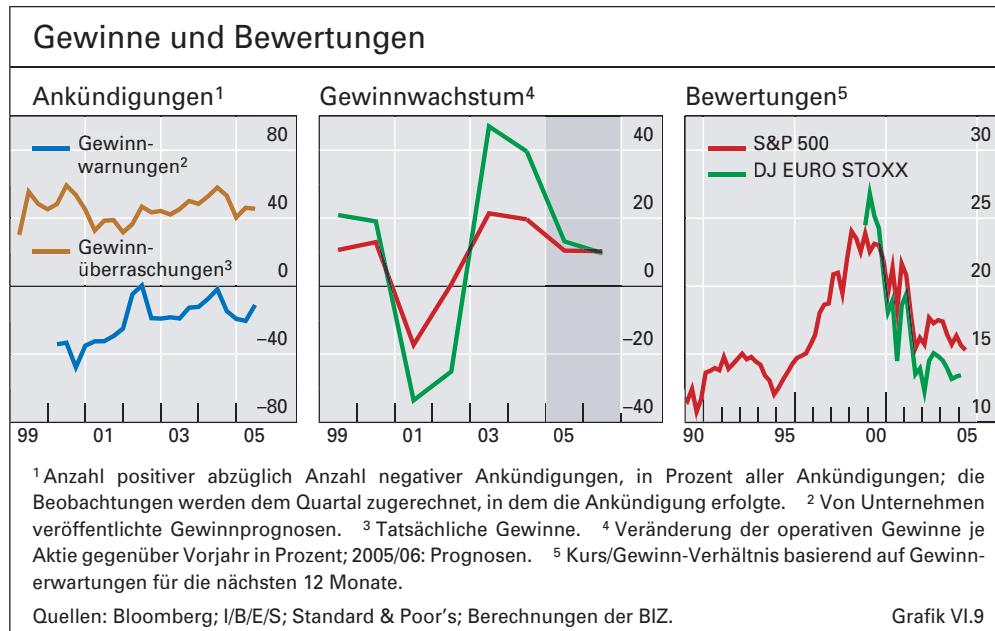
Wichtigste Aktienmärkte nur mit leichtem Kursanstieg ...

Kräftiges Gewinnwachstum trotz enttäuschender IT-Branche

Auch wenn das Gewinnwachstum nicht mehr die außergewöhnliche Dynamik der Jahre 2002 und 2003 hatte, lag es in den USA und im Euro-Raum 2004 und Anfang 2005 immer noch über 10% (Grafik VI.9). Ende 2004 enttäuschten die

... trotz beachtlichen Gewinnwachstums ...





Zahlen, doch Anfang 2005 verbesserte sich das Verhältnis von positiven zu negativen Überraschungen bei den tatsächlichen Gewinnen der S&P-500-Unternehmen leicht. Auch die Situation bei den Gewinnwarnungen verbesserte sich zu Beginn des Jahres 2005, nachdem die Zahl der Abwärtskorrekturen Ende 2004 im Verhältnis zugenommen hatte. Es ist sicher richtig, dass enttäuschende Nachrichten führender Technologieunternehmen häufig die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf sich zogen, so auch im Sommer 2004 und Anfang 2005. Dennoch waren die gemeldeten tatsächlichen Gewinne der Unternehmen in den USA und im Euro-Raum alles in allem beachtlich; insbesondere konnten einige größere Finanzinstitute im ersten Quartal 2005 Gewinne vorweisen, die über den Erwartungen lagen.

Fusionen und Übernahmen sowie die Aussichten auf eine Erhöhung der Fremdfinanzierung von Unternehmen sorgten Anfang 2005 für eine Belebung der Aktienmärkte. Ende Januar wurden in den USA Fusionen im Wert von jeweils mehreren Milliarden Dollar angekündigt. In Europa wirkten sich Übernahmespekulationen im Zusammenhang mit italienischen Banken positiv auf die Marktindizes aus.

Ab März 2005 kam es jedoch zu Kursrückgängen an den globalen Aktienmärkten. Gesamtwirtschaftliche Daten aus den USA, besonders die im April veröffentlichten enttäuschenden Zahlen über Einzelhandelsumsätze, Inflation und Konsumklima, lasteten offensichtlich auf den Aktienkursen weltweit. Die Stimmung der Verbraucher und Unternehmen verschlechterte sich auch in Europa. In Japan führten wachsende politische Spannungen mit China ebenfalls zu einer Verschlechterung des Klimas, was sich u.a. am 18. April 2005 in einem Rückgang des Nikkei 225 um 3,8% äußerte, dem stärksten innerhalb eines einzigen Tages seit dem 10. Mai 2004.

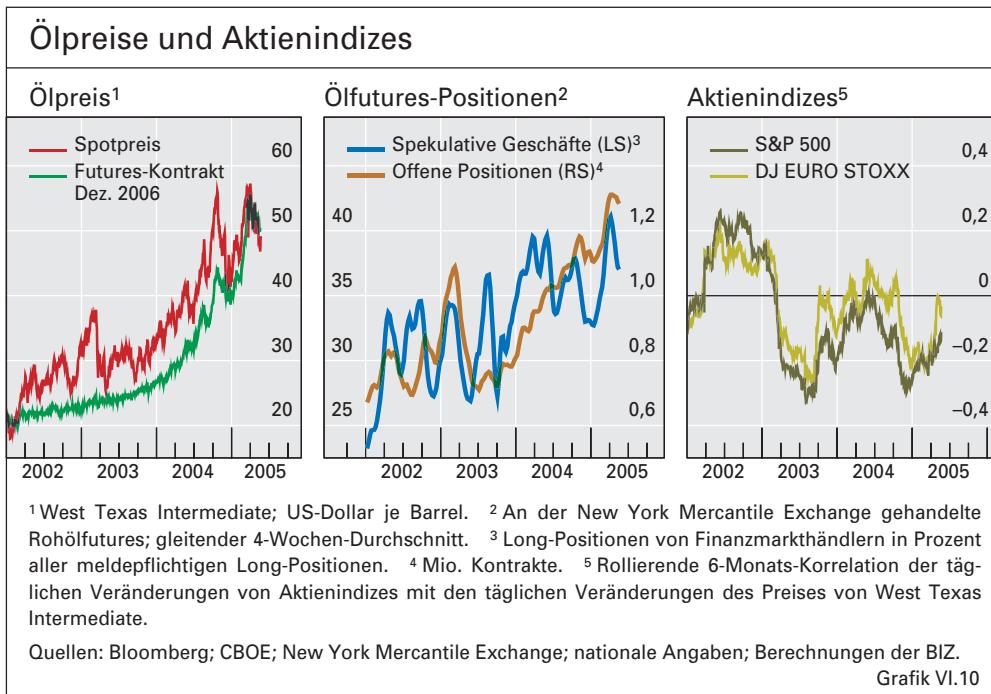
Märkte von steigenden Ölpreisen überschattet

Das Zusammenwirken von wachsender Nachfrage und kurzfristiger Angebotsverknappung trieb die Ölpreise nach oben, was wiederum zur Schwäche der

... und mehr
Fusionen und
Übernahmen

Rückgang im März
und April 2005

Steigende
Ölpreise ...



globalen Aktienmärkte im Berichtszeitraum beitrug. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent lag Ende 2004 um 34% über seinem Vorjahresstand, und bis zum 31. März 2005 erhöhte er sich um weitere 32%. Langfristige Angebots- und Nachfragetrends für Erdöl, vor allem das anhaltend starke Wachstum in Ländern mit einem hohen Verbrauch wie z.B. China und die geringen Kapazitätsreserven in der weltweiten Ölindustrie, blieben ein Grund zur Sorge (Kapitel III).

Spekulative Geschäfte am Markt wurden häufig als ein Faktor genannt, der zum drastischsten Anstieg der Ölpreise seit einem Jahrzehnt beitrug. Gemäß den von der US-Regulierungsbehörde für den Futures-Markt (Commodity Futures Trading Commission) erhobenen Daten hat die Zahl der offenen Positionen, d.h. der bereits abgeschlossenen Kontrakte, für die ein Gegengeschäft oder eine Lieferung noch aussteht, von Ende 2003 bis Ende März 2005 um mehr als 60% zugenommen. Außerdem war der Anteil der Finanzmarkthändler an Long-Positionen – wenngleich Schwankungen unterworfen – 2004 (und Anfang 2005) wesentlich größer als 2003 und auch 2002, was mit der Ansicht in Einklang steht, dass diese Händler ihre Aktivität an den Märkten für Ölfutures mit dem Anstieg der Ölpreise beträchtlich intensivierten (Grafik VI.10). Dennoch ist es schwierig abzuschätzen, inwieweit die Aktivität der Spekulanten als solche die Volatilität des Marktes beeinflusste.

... bei plötzlicher
Zunahme
spekulativer
Geschäfte ...

Der steile Anstieg der Ölpreise lastete ganz offensichtlich auf den Aktienbewertungen an den entwickelten Märkten. Die rollierenden 6-Monats-Korrelationen der täglichen Veränderungen der Ölpreise und der wichtigsten Aktienindizes in den USA und Europa, die sich Anfang 2003 während des Anstiegs der Ölpreise vor dem Irak-Krieg deutlich ins Negative gekehrt hatten, fielen mit den steigenden Ölpreisen und der Zunahme spekulativer Geschäfte im zweiten Halbjahr 2004 und bis in das Jahr 2005 hinein erneut deutlich in den negativen Bereich. Die Marktteilnehmer konzentrierten sich überwiegend auf die Folgen der höheren Ölpreise für das Gewinnwachstum und weniger auf die Inflation

... belasten
Aktienmärkte

an sich. Offensichtlich waren sie der Überzeugung, dass der jüngste Anstieg der Ölpreise im Gegensatz zu den Ölpreisschocks in den 1970er Jahren keinen Inflationsschub auslösen würde (Kapitel II und IV).

Günstige Wirkung rückläufiger Volatilität und hoher Risikobereitschaft

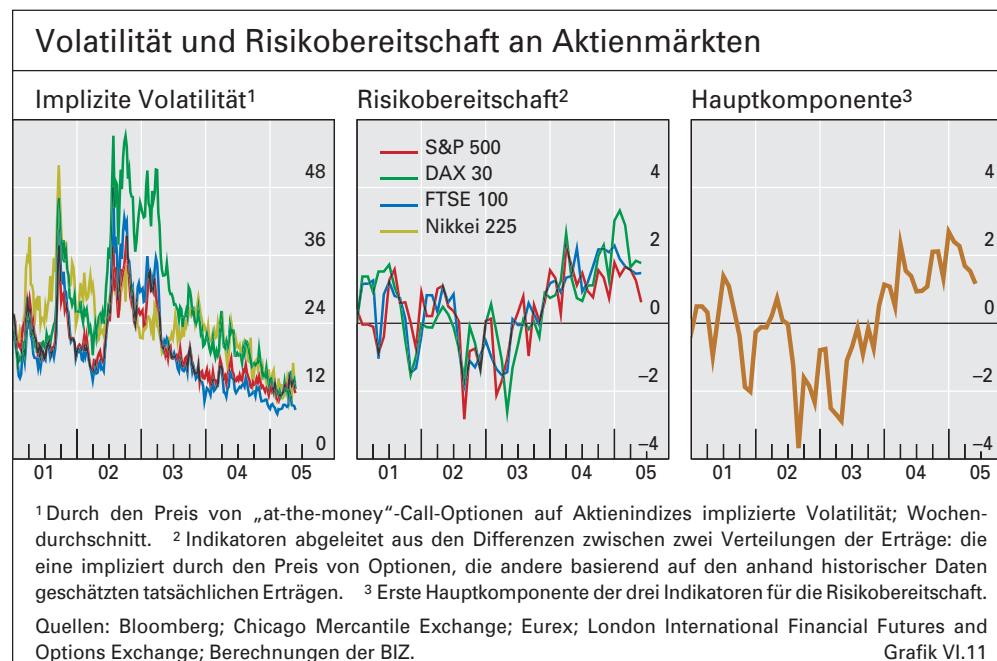
Abnehmende Risikoprämien aufgrund niedriger Volatilität und hoher Risikobereitschaft ...

Die Risikoprämien, in denen sowohl die Wahrnehmung des Risikos als auch die Risikobereitschaft der Anleger zum Ausdruck kommt, gingen in der zweiten Hälfte des Jahres 2004 und Anfang 2005 zurück und wirkten sich damit wahrscheinlich positiv auf die Aktienmärkte aus. Die historischen (und impliziten) Volatilitäten der wichtigsten Aktienindizes fielen bis Anfang 2005 auf das niedrigste Niveau seit beinahe 10 Jahren. Zudem stiegen die Schätzungen für die Risikobereitschaft, die für einzelne Märkte wie auch global aus den Preisen von Aktienindexoptionen und den historischen Volatilitäten abgeleitet werden, fast im ganzen Berichtszeitraum weiter an und lagen auch Anfang 2005 deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt (Grafik VI.11).

Die im Berichtszeitraum verzeichneten Ausschläge der Risikobereitschaft an den Aktienmärkten schienen zumindest teilweise mit der Einschätzung zusammenzuhängen, ob die Federal Reserve gewillt und in der Lage sei, ein maßvolles Tempo bei der Erhöhung der Leitzinsen beizubehalten. Beispielsweise ließ die Risikobereitschaft im Januar 2005 nach, als das Protokoll der Dezember-Sitzung der Federal Reserve veröffentlicht wurde. Aufgrund des Protokolls antizipierten die Marktteilnehmer eine schnellere Straffung der US-Geldpolitik, wobei sich die Risikobereitschaft aber kurz darauf wieder erholt.

Der Einfluss der Risikobereitschaft auf die Aktienmärkte zeigte sich im Frühjahr 2005 vielleicht am deutlichsten: In dieser Zeit verzeichneten die Märkte der entwickelten Länder beträchtliche Verluste, obgleich die Gewinnmeldungen im Allgemeinen die Erwartungen übertrafen. Das Zusammentreffen von noch nie da gewesenen Problemen bei den größten

... die im Frühjahr 2005 allerdings nachlässt



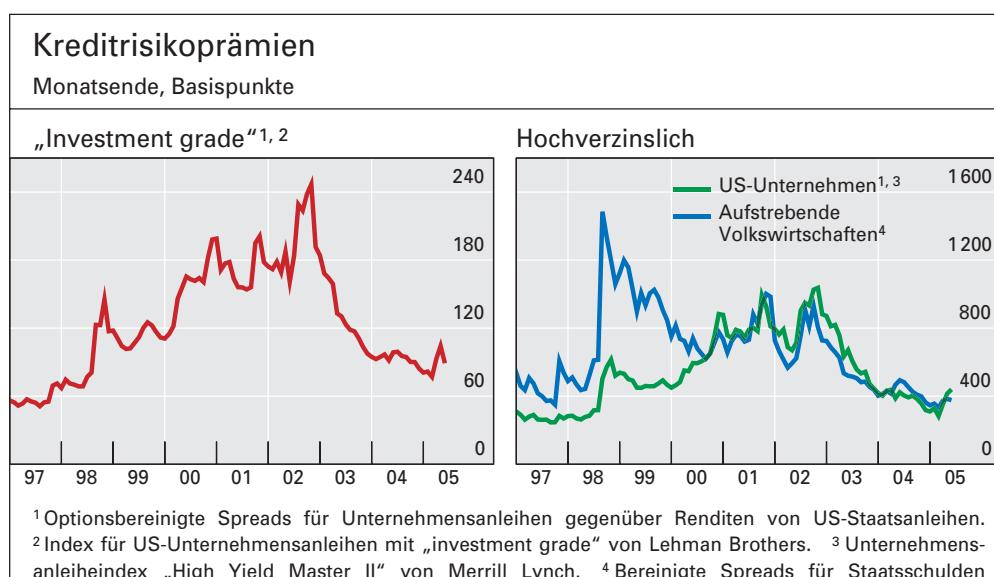
US-Automobilherstellern, einer neuerlichen Corporate-Governance-Debatte in Bezug auf Versicherungsgesellschaften und den relativ schwachen gesamtwirtschaftlichen Daten warf grundsätzlichere Fragen hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Unternehmensgewinne auf. Während sich die Messgrößen der historischen Volatilität weiter erhöhten, stieg die implizite Volatilität sogar noch mehr. Die Risikobereitschaft ging in den USA stark zurück und erreichte ein Niveau, das zuletzt im Februar 2004 beobachtet worden war.

Der Rückgang der Aktienmärkte in den Monaten März und April 2005, verbunden mit dem anhaltend kräftigen Gewinnwachstum, führte dazu, dass sich die Aktienbewertungen mehr in Richtung ihres historischen Durchschnitts bewegten. Anfang 2004 hatten die Bewertungen etwas überhöht gewirkt, Mitte Mai 2005 jedoch war das Kurs/Gewinn-Verhältnis, basierend auf der einjährigen Gewinnprognose, für den S&P 500 auf 16 (nicht weit über dem 1985–95 verzeichneten Durchschnitt von 13) und für den DJ EURO STOXX auf 14 gesunken (Grafik VI.9). Die Gewinnprognosen waren in der Vergangenheit in der Tendenz allzu optimistisch angesetzt, und Erwartungen eines Gewinnwachstums von mehr als 10% für den Zeitraum 2005/06 – d.h. eines Wachstums deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum – könnten immer noch enttäuscht werden.

Aufschwung an den Kreditmärkten erlahmt

Der Aufschwung an den Kreditmärkten, der Ende 2002 begonnen hatte, setzte sich im Jahr 2004 fort, kehrte sich jedoch im März und April 2005 um. Über weite Teile des Berichtszeitraums zeigten sich die Anleger an den Kreditmärkten bezüglich der kurzfristigen Aussichten zuversichtlicher als an den Aktienmärkten. Spreads auf Schuldtitle aller Art – Unternehmens- oder Staatstitel, „investment grade“ oder hochverzinslich, unbesichert oderforderungsunterlegt – waren im zweiten Halbjahr 2004 und Anfang 2005 rückläufig

Spreads Anfang
2005 nahe
historischen
Tiefstwerten



Grafik VI.12

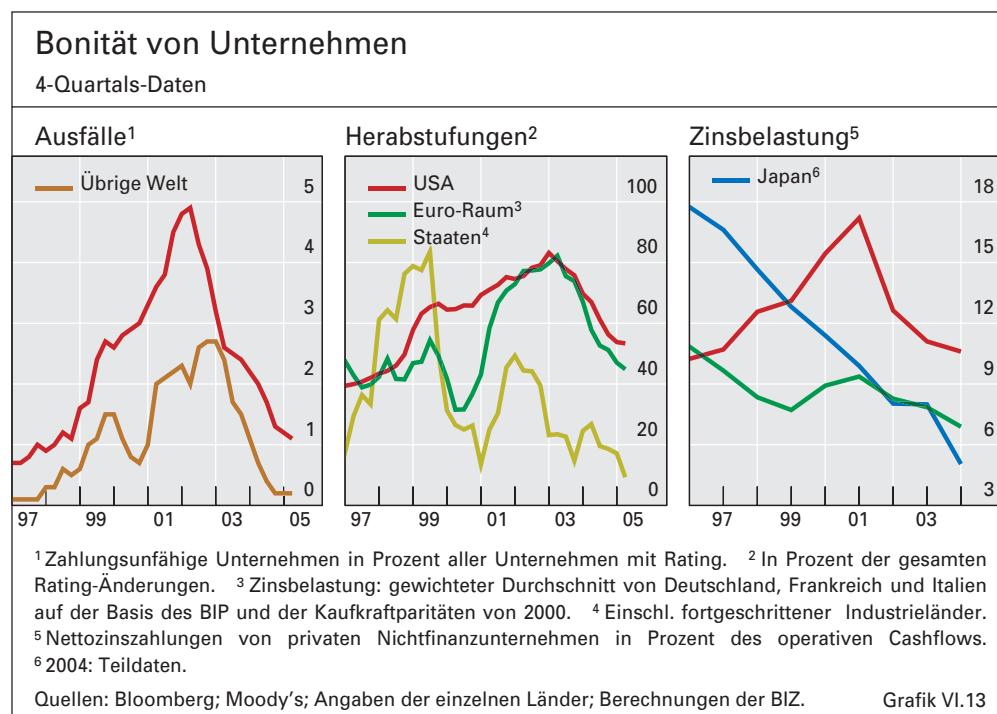
(Grafik VI.12). Die Spreads auf Unternehmenstitel hatten im Februar 2005 fast ein Rekordtief erreicht, und die Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften erreichten sogar neue historische Tiefstwerte. Danach stieg die Risikoaversion der Anleger an den Kreditmärkten, und es folgte eine Verkaufswelle. Mitte Mai 2005 standen die Spreads auf in US-Dollar denominierte Unternehmensanleihen mit A-Rating bei 78 Basispunkten, d.h. 14 Basispunkte höher als im Februar 2005, etwa auf dem gleichen Niveau wie ein Jahr zuvor und 33 Basispunkte oberhalb ihres Tiefstwerts vom Oktober 1997. Mit 383 Basispunkten waren die Spreads für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften Mitte Mai 2005 um 38 Basispunkte höher als im Februar 2005, aber deutlich niedriger als ein Jahr zuvor und sogar unterhalb ihres Tiefpunkts vom Oktober 1997.

Kreditqualität: Höhepunkt erreicht?

Deutliche
Verbesserung der
Bonität ...

Die Zuversicht der Anleger an den Kreditmärkten stützte sich auf eine deutliche Verbesserung der Kreditqualität im Jahr 2004. In den wichtigsten Volkswirtschaften fiel die Zahl der Ausfälle und Rating-Herabstufungen von Unternehmen – die im Jahr 2001 fast historische Spitzenwerte erreicht hatte – auf ein so niedriges Niveau wie zuletzt im Jahr 1997, auf dem Höhepunkt des vorangegangenen Kreditzyklus (Grafik VI.13). Die Rating-Änderungen von Moody's für US-Unternehmen waren im Jahr 2004 nur zu 54% Herabstufungen (gegenüber 83% im Jahr 2002), eine ähnliche Situation wie 1998. Zudem sank die Belastung des Cashflows durch Zinsaufwendungen – ein häufig verwendeteter Vorlaufindikator für Anspannungen bei Unternehmen – auf den tiefsten Wert seit vielen Jahren.

Auch die Wirtschafts- und Finanzlage der aufstrebenden Volkswirtschaften war so dynamisch wie seit Jahren nicht mehr. Einige Länder profitierten von hohen Rohstoffpreisen, und viele aufstrebende Volkswirtschaften



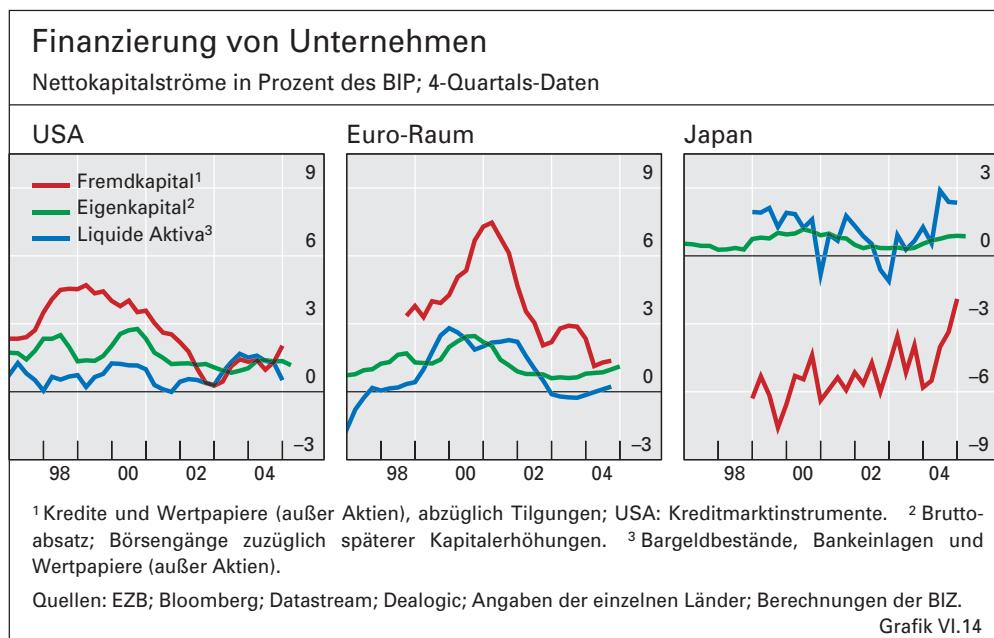
konnten ihre Schockresistenz durch Verbesserungen der Auslandspositionen, der Finanzsysteme sowie der Fiskal- und der Geldpolitik erhöhen (Kapitel III). Im Jahr 2004 betrug das Verhältnis der heraufgestuften zu den herabgestuften staatlichen Schuldern annähernd 5:1.

Trotz der allgemeinen Verbesserung der Kreditqualität gerieten einige Schuldner in Schwierigkeiten, allen voran die Automobilhersteller in den USA und namentlich General Motors, einer der größten Schuldner am Markt für US-Unternehmensanleihen. Eine Serie schwacher Gewinnmeldungen und negativer Nachrichten bezüglich der Bonität von General Motors – bis hin zum Verlust des „investment grade“-Ratings – führten dazu, dass die Spreads auf Credit Default Swaps (CDS) dieses Unternehmens von etwa 200 Basispunkten Mitte 2004 auf 280 Basispunkte zum Jahresende und auf über 900 Basispunkte im April 2005 emporschnellten. Auch die Versicherungsbranche und die Pharmaindustrie gerieten in Schwierigkeiten; beide wurden von den US-Behörden schärferen Prüfungen unterzogen, nachdem unlautere Verkaufspraktiken bekannt geworden waren (zur Versicherungsbranche s. Kapitel VII). Unter den staatlichen Schuldern wurden die Philippinen aufgrund fiskalpolitischer Probleme herabgestuft, während u.a. die Ukraine und Ecuador durch politisch instabile Verhältnisse an Bonität verloren.

Während des größten Teils des Berichtszeitraums bewerteten die Anleger solche Schwierigkeiten als Einzelereignisse, nicht als Symptome weiterreichender Bonitätsprobleme. Ab Ende 2004 mehrten sich jedoch die Anzeichen, dass die Kreditqualität der Unternehmen ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. Insbesondere in den USA nahmen die Unternehmen mehr Mittel auf (Grafik VI.14). Im Gesamtjahr 2004 erhöhten sich ihre ausstehenden Bankschulden und Commercial Paper erstmals seit 2000 wieder. Auch wuchsen die Bargeldbestände und anderen liquiden Aktiva der US-Unternehmen ab Ende 2004 nicht mehr so außergewöhnlich rasch an wie 2003 und im ersten Halbjahr 2004.

... doch
Schwierigkeiten in
einigen Branchen,
besonders in der
Automobilindustrie

Höherer
Finanzierungs-
bedarf bei
US-Unternehmen ...



... für Investitions-
ausgaben und
Übernahmen ...

Der offenbar höhere Finanzierungsbedarf der US-Unternehmen entstand weitgehend aus höheren Aufwendungen für Investitionen und Übernahmen (und war der Kreditqualität somit nicht notwendigerweise abträglich). Nach drei Jahren ohne nennenswerte Veränderungen stieg die Investitionstätigkeit der US-Unternehmen im Jahr 2004 sprunghaft an (Kapitel II). Fusionen und Übernahmen erholten sich von ihrem zyklischen Tief. Viele dieser Transaktionen wurden mit Aktien oder Liquiditätsüberschüssen finanziert, ein erheblicher Anteil jedoch mit Fremdmitteln. Den vermehrten Investitionsausgaben und Übernahmen stand eine Verlangsamung des Gewinnwachstums gegenüber, was der Fähigkeit der Unternehmen zur Finanzierung mit selbsterwirtschafteten Mitteln Grenzen setzte.

... sowie Aktionen
zugunsten der
Anteilseigner

Zusätzlicher Finanzierungsbedarf ergab sich aus Bemühungen der US-Unternehmen, die Erträge der Anteilseigner zu steigern. Viele Unternehmen hoben ihre Dividenden an. Bei den Unternehmen des S&P 500 stiegen die Dividenden je Aktie im Jahr 2004 um 12%, nachdem sie im Durchschnitt der vorangegangenen zehn Jahre jährlich um 3% gestiegen waren. Manche Unternehmen begannen auch, ihren Fremdkapitalanteil zu erhöhen. Die Aktienrückkäufe überstiegen 2004 ihren bisherigen Rekord aus dem Jahr 2000. Zweck dieser Rückkäufe war in den meisten Fällen der Ausgleich von während des Jahres ausgeübten Mitarbeiteraktienoptionen, bei einigen Unternehmen spielte jedoch auch die Entscheidung, mit einem höheren Verschuldungsgrad zu operieren, eine Rolle. Tatsächlich zählten Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen im Jahr 2004 zu den wichtigsten treibenden Kräften des Absatzes am Markt für Unternehmensanleihen, und fremdfinanzierte Übernahmen bzw. Management-Buyouts hatten einen erheblichen Anteil an der Aktivität der Märkte für hochrentierende Anleihen und Konsortialkredite.

In Europa stand die Notwendigkeit einer weiteren Bilanzkonsolidierung im Vordergrund. Zwar erhöhten wie in den USA viele börsennotierte Großunternehmen ihre Dividenden und kündigten Aktienrückkäufe an; auch fremdfinanzierte Übernahmen wurden häufiger, da Private-Equity-Gesellschaften in vielen europäischen Ländern ihre Aktivitäten ausweiteten. Im Gegensatz zu den USA ging die Mittelaufnahme der Unternehmen 2004 jedoch insgesamt weiter zurück und erreichte ihren niedrigsten Stand seit Jahren. Die noch immer schwache Investitionstätigkeit, gepaart mit zweistelligen Gewinnzuwachsen, begrenzte den externen Finanzierungsbedarf der Unternehmen. Zudem könnten veränderte Kreditvergabepraktiken der Banken Firmen, die sich traditionell über Banken finanzieren – überwiegend nicht börsennotierte kleine und mittlere Unternehmen –, zum Schuldenabbau veranlasst haben. Schließlich beschafften manche Unternehmen neues Kapital über die Aktienmärkte. Zwar gab es 2004 relativ wenige Börsengänge, doch die börsennotierten Unternehmen, insbesondere Banken und Telekommunikationsunternehmen, nahmen durch Kapitalerhöhungen Rekordbeträge auf.

Die japanischen Unternehmen setzten ihre schon ein Jahrzehnt anhaltenden Bemühungen zur Stärkung ihrer Bilanzen fort. 2004 wuchsen die Gewinne so rasch wie seit Jahren nicht mehr. Statt die höheren Cashflows ausschließlich zu vermehrter Schuldentilgung zu nutzen, zogen es die

Seit neun Jahren
Schuldenabbau in
Japan

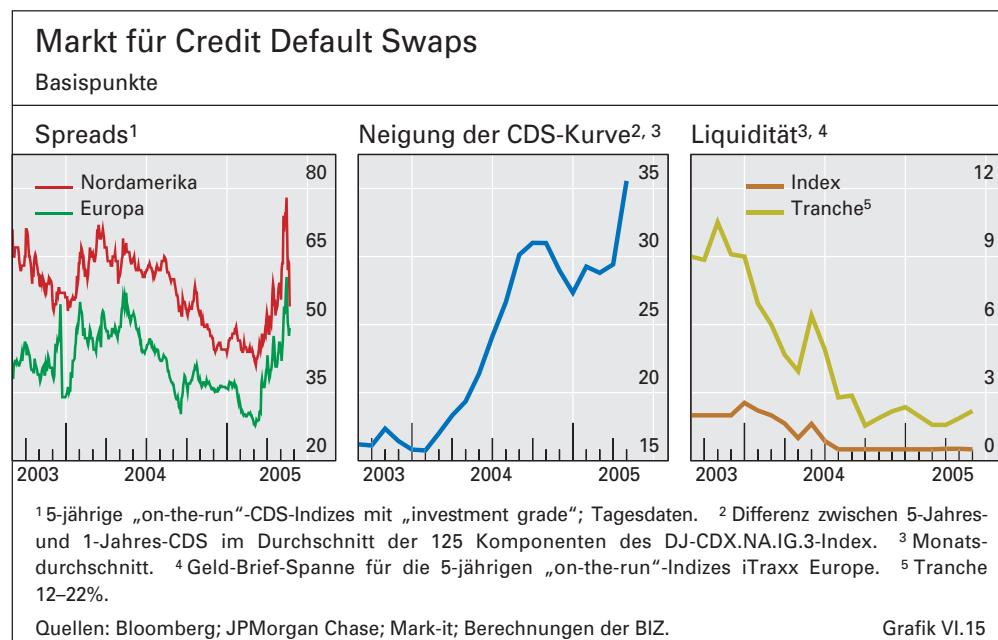
japanischen Firmen allerdings vor, ihre Investitionstätigkeit auszuweiten und ihre Liquiditätsreserven aufzustocken. So verlangsamte sich der Schuldenabbau 2004 deutlich, obwohl die Tilgungszahlungen die Neuaufnahme von Fremdmitteln im neunten aufeinanderfolgenden Jahr überstiegen.

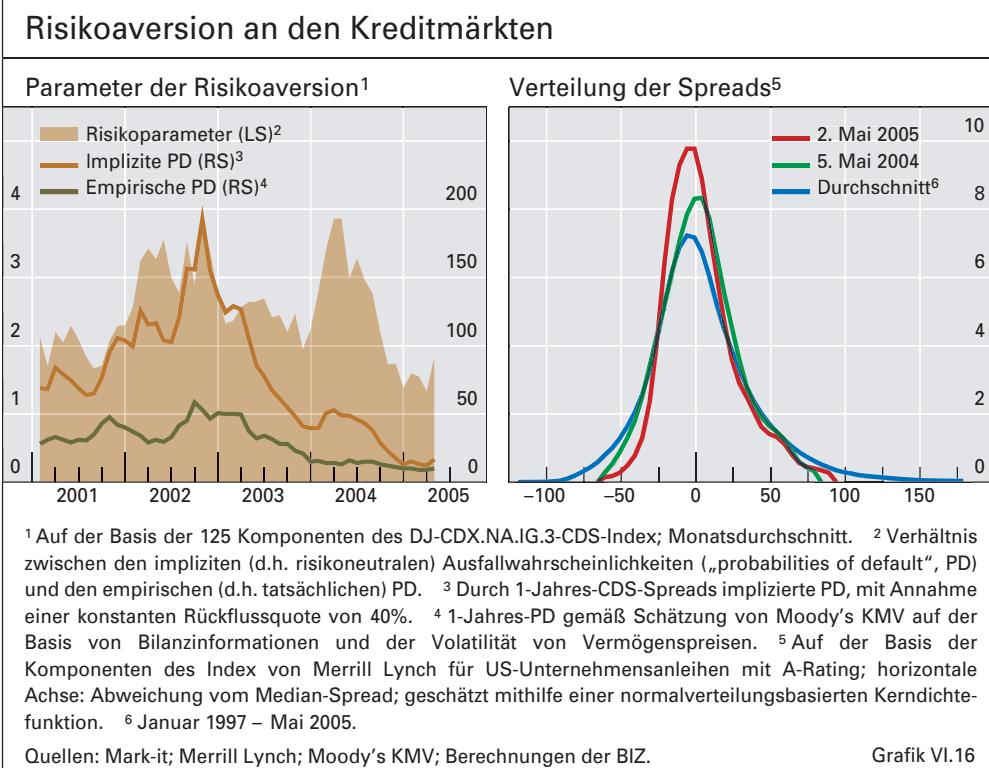
Veränderung der Risikoaversion

Neben der Kreditqualität, die seit Jahren nicht mehr so hoch erschienen war, beeinflusste auch die Bereitschaft der Anleger, Risiken weniger stark zu bewerten, die Spreads auf Staats- und Unternehmenstitel. Über weite Teile des Berichtszeitraums setzte sich der seit 2003 beobachtete Trend fort, dass die Anleger mit ihrem Renditestreben die Preise für risikoreiche oder illiquide Vermögenswerte in die Höhe trieben. Im März 2005 jedoch kehrte das Wort „Ereignisrisiko“ in das Vokabular der Anleger zurück. Nach einer Gewinnwarnung von General Motors gaben die Kreditmärkte im März und April alle Gewinne der vorausgegangenen zwölf Monate wieder ab (Grafik VI.15).

Ein Vergleich der Veränderungen der Ausfallwahrscheinlichkeit und der Bonitätsaufschläge zeigt, wie sich die von den Anlegern geforderte Risikoprämie im Zeitverlauf verändert hat. Konzeptionell entspricht die aus den Kreditrisikoprämienv abgeleitete Ausfallwahrscheinlichkeit derjenigen, die aus Bilanzdaten, multipliziert mit einem Parameter für die Risikoaversion, abgeleitet wird. Eine Schätzung dieses Parameters zeigt das linke Feld der Grafik VI.16. Die Risikoaversion an den CDS-Märkten scheint Mitte 2002, nach dem Zusammenbruch von WorldCom, einen Höhepunkt erreicht zu haben. Ab Ende 2002 fiel sie steil ab, bis sie im ersten Quartal 2004, während der weltweiten Verkaufswelle an den Anleihemärkten, vorübergehend wieder stieg. An den CDS-Märkten war die Schätzung des Anstiegs der Risikoaversion Anfang 2004 allerdings infolge der Auflösung fremdfinanzierter Geschäfte überzeichnet. Ende 2004 ging die Risikoaversion auf neue Tiefstände zurück, nahm aber im März und April 2005 wieder zu.

Risikoaversion
Ende 2004 auf
neuem Tiefpunkt





Ein ähnliches Resultat ergeben Messungen der Differenzierung zwischen Unternehmensschuldnern. Die geringere Streuung der Kreditrisikoprämien für Schuldner innerhalb einer Rating-Klasse lässt vermuten, dass die Anleger Anfang 2005 nicht so deutlich zwischen Schuldnern differenzierten wie zuvor (Grafik VI.16 rechts). Selbst nach der Verkaufswelle an den Kreditmärkten lagen die Spreads für Schuldner mit A-Rating enger beieinander als im Durchschnitt der Jahre seit 1997. Bei anderen Rating-Klassen zeigte sich das gleiche Bild.

Ein weiteres, wenn auch eher indirektes Indiz für die Risikobereitschaft der Anleger war die starke Nachfrage nach Vermögenswerten, die Renditesteigerungen boten. Strukturierte Produkte wieforderungsgedeckte Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO) waren besonders beliebt (s. weiter unten). Die vorrangigen Tranchen strukturierter Produkte haben gewöhnlich ein hohes Rating, häufig AAA, rentieren jedoch aufgrund ihrer Komplexität, Illiquidität und Risiko/Ertrags-Profile wesentlich höher als Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating. Angezogen von der steilen CDS-Kurve, schichteten Anleger auch in langfristige Instrumente um. Die Laufzeitprämie zwischen den Spreads auf 5-Jahres- und 1-Jahres-CDS sank Ende 2004, stieg im April 2005 während der Verkaufswelle an den Kreditmärkten aber wieder an (Grafik VI.15).

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten die Aufgeschlossenheit der Anleger gegenüber innovativen, höherrentierenden Werten und erweiterten ihren Absatz von Anleihen in Landeswährung. Im August 2004 begab Uruguay erst als zweiter staatlicher Schuldner ohne „investment grade“ eine Globalanleihe in seiner eigenen Währung (der erste war Argentinien im Jahr 1997 gewesen), und im November folgte als drittes Land Kolumbien. Bald

Vermögenswerte mit höheren Renditen stark gefragt

darauf begaben brasilianische Unternehmen in Real denominierte Globalanleihen. Derartige Instrumente helfen Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften auch, ihre Anfälligkeit gegenüber Währungskongruenzen zu verringern (Kapitel III).

Ein wichtiger Grund für den Rückgang der Risikoprämien ist der Eindruck der Anleger, dass die zugrundeliegende Wirtschaftsentwicklung solide ist. Über lange Zeithorizonte ist die Risikobereitschaft tendenziell prozyklisch: Sie steigt, wenn eine Verbesserung der Fundamentaldaten wahrgenommen wird, und fällt, wenn sie sich zu verschlechtern scheinen. So unterstützte das robuste globale Wachstum den Rückgang der Risikoaversion im Jahr 2004, während Abwärtskorrekturen der globalen Wachstumsprognosen die Verkaufswelle an den Kreditmärkten im März und April 2005 verstärkt haben dürften.

Ein weiterer unmittelbarer Bestimmungsfaktor der rückläufigen effektiven Risikoaversion waren möglicherweise Veränderungen in der Zusammensetzung der Marktteilnehmer. Das Wachstum des Marktes für CDO und die daraus folgende Nachfrage der CDO-Manager nach risikoreicheren Schuldentiteln („structured credit bid“) dürfte die kollektive Risikopräferenz an den Kreditmärkten verändert haben (s. weiter unten). Ähnlich könnte sich die zunehmende Aktivität von Hedge-Fonds an den Märkten für Kreditderivate und strukturierte Finanzierungen ausgewirkt haben (Kapitel VII).

Nicht zuletzt hatte auch das niedrige Zinsniveau in den wichtigsten Wirtschaftsräumen offenbar einen Einfluss auf die Risikobereitschaft der Anleger. Insofern als die niedrigen Leitzinsen die Kosten von Finanzierungen verringert und ihre Verfügbarkeit gesteigert haben, dürften sie auch die Haltekosten gesenkt und die Sicherheitenbewertungen in die Höhe getrieben haben. Dies wiederum kann dazu führen, dass größere Risiken eingegangen werden. Zudem üben niedrige Leitzinsen im Zusammenspiel mit anderen Bestimmungsfaktoren der Risikoaversion einen Einfluss aus, z.B. dadurch, dass sie spekulative Geschäfte erleichtern. Angesichts psychologischer Faktoren und institutioneller Beschränkungen dürften niedrige Zinsen auch per se ein Renditestreben auslösen. Wie im *74. Jahresbericht* erörtert, scheinen viele Anleger nicht gewillt oder nicht imstande zu sein, bei grundlegenden Veränderungen der Marktbedingungen ihre nominalen Renditenziele entsprechend anzupassen. Mit historisch tiefen Nominalrenditen für erstklassige Staatspapiere konfrontiert, sind die Anleger in den letzten Jahren wohl zusätzliche Kreditrisiken eingegangen, um die Nominalrenditen halten zu können, die sie in Zeiten höherer Zinsen erreicht hatten.

Kreditrisikoprämien, Ereignisrisiko und Leitzinsen

Wenn die Anleger die Risiken zu tief bewertet haben, könnte den Kreditmärkten sogar eine noch drastischere Risikoneubewertung drohen, als sie im Zeitraum März bis Mai 2005 stattfand. Ein möglicher Auslöser hierfür könnte das Ereignisrisiko sein. Wie die Ereignisse vom März 2005 gezeigt haben, können Schwierigkeiten einer bestimmten Branche oder sogar eines bestimmten Schuldners den gesamten Markt in Mitleidenschaft ziehen. Die Verkaufswelle an den Kreditmärkten, die auf die Gewinnwarnung von General Motors folgte, erinnerte an das Jahr 2002. Damals hatten die Ereignisse um

Geringe
Risikoaversion
unterstützt
durch starkes
Wachstum ...

... veränderte
Zusammensetzung
der Marktteilnehmer ...

... und niedrige
Leitzinsen

Vermehrte Risiko-
neubewertung
möglich durch
Ereignisrisiko ...

WorldCom dazu geführt, dass die Anleger gegenüber Schuldtiteln, bei denen mit einer Rating-Herabstufung zu rechnen war, vorsichtiger wurden und den verbreiteten Unregelmäßigkeiten in der Unternehmensführung mehr Beachtung schenkten. An die Herabstufung von Ford und General Motors unterhalb „investment grade“ Anfang Mai 2005 passten sich die Kreditmärkte hingegen reibungslos an, obwohl die Schulden der beiden Automobilhersteller weit höher waren als seinerzeit die von WorldCom.

... oder höhere Leitzinsen

Ein weiterer möglicher Auslöser könnte eine unerwartete Anhebung der Leitzinsen sein. Leitzinsanhebungen sind bislang allgemein vorausgesehenen worden. Neupositionierungen von Anlegern erfolgten daher ohne nennenswerte Störungen an den Kreditmärkten. Ein unerwartet hoher Anstieg der Leitzinsen könnte jedoch weniger harmlose Auswirkungen haben. Er könnte z.B. zu einer massiven Korrektur der Bewertungen von Sicherheiten führen, die wiederum Anleger bewegen könnte, sich auf weniger risikoreiche Vermögenswerte zu konzentrieren. Die Auflösung fremdfinanzierter Positionen könnte die Verkaufswelle an den von Hedge-Fonds und anderen fremdfinanzierten Anlegern bevorzugten Märkten verstärken, z.B. dem Markt für Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften.

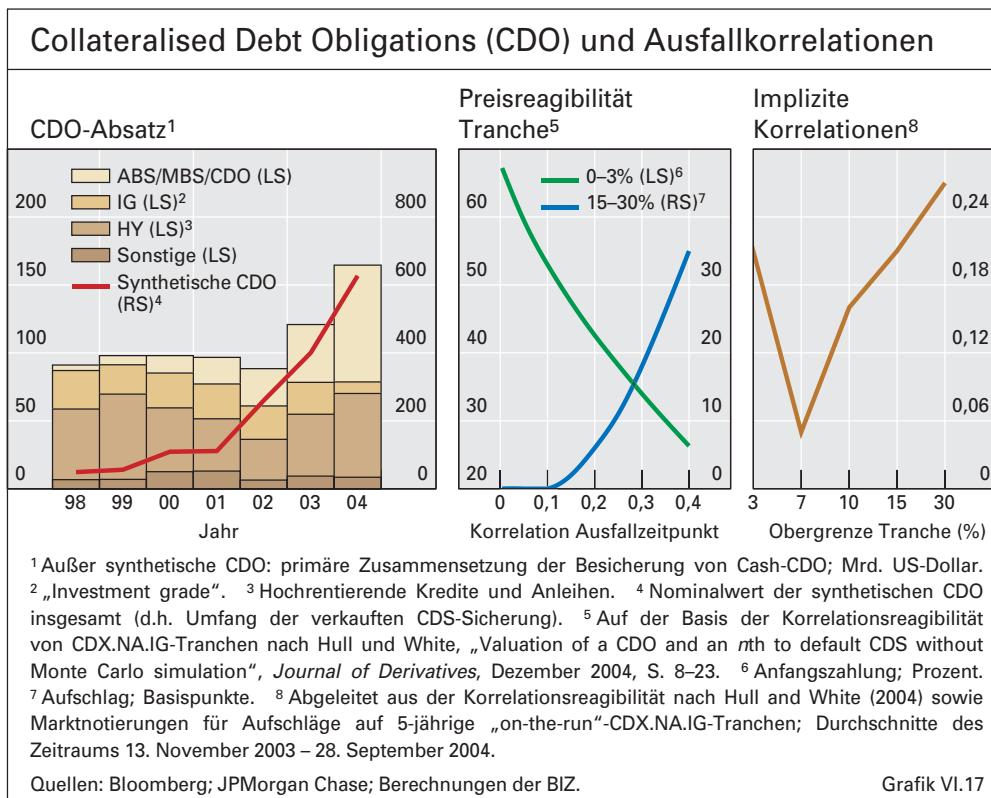
Die Folgen einer vermehrten Neubewertung der Risiken sind schwer abzuschätzen. Zum Teil dürften sie von der zugrundeliegenden Stärke der Wirtschaft abhängen. Wenn sich die Fundamentaldaten nicht erheblich und unerwartet verschlechtern, könnten die allgemeinen Bedingungen eine Verankerung der Erwartungen erleichtern und so die Auswirkungen des Ereignisrisikos mildern. Auch die Auswirkungen höherer Leitzinsen auf Risikoaversion und Kreditqualität könnten durch ein robustes Wirtschaftswachstum ausgeglichen werden. Dies gilt möglicherweise weniger für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die vom Wachstum der US-Wirtschaft kaum in gleicher Weise profitieren dürften wie US-Unternehmen. Eine Rolle würden auch Marktfaktoren spielen, die die Höhe und Verteilung von Risiken im System beeinflussen. Diesbezügliche Unsicherheiten wurden in den vergangenen Jahren durch grundlegende Strukturveränderungen an den Kreditmärkten verstärkt.

Strukturwandel an den Kreditmärkten

Bedeutende Änderungen an den Kreditmärkten:

Eine der bedeutendsten Finanzmarktentwicklungen der letzten Jahre war das Aufkommen neuer Wertpapiere für die Übertragung von Kreditrisiken. Anleger haben heute viele neue Möglichkeiten, ihre Einschätzung der Kreditqualität zum Ausdruck zu bringen. Darüber hinaus sind Finanzinstitute – traditionell die wichtigsten Träger von Kreditrisiken – heutzutage zu einem effizienteren Risikohedging und -management in der Lage. Erleichtert wurde dies insbesondere durch die Entwicklung von auf CDS basierenden Produkten und CDO.

Das exponenzielle Wachstum des CDS-Marktes war für den Wandel im Kreditgeschäft ein zentrales Element: Es gab Anlegern die Möglichkeit, das Ausfallrisiko einzelner Schuldner zu übernehmen oder abzusichern. Der weltweit ausstehende Nominalwert von CDS-Kontrakten war Ende Juni 2004 mit \$ 4,5 Bio. sechsmal höher als Ende Juni 2001. Während des Berichtszeitraums



war die Einführung von Benchmark-Indizes für Spreads auf Einzeladressen-CDS der wichtigste Fortschritt am CDS-Markt. An diese Indizes gebundene Kontrakte werden mittlerweile weithin gehandelt, während eine solche Marktaktivität bei Wertpapieren auf der Basis herkömmlicher Unternehmensanleiheindizes noch nicht erreicht ist. Zusätzlich dienen diese Benchmark-Indizes als Basis für standardisierte Derivate, insbesondere CDS-Indextranchen (eine Art synthetische CDO) und Credit Default Swaptions.

– Einführung standardisierter, auf CDS-Indizes basierender Wertpapiere

Der breitere Markt für CDO hat sich ebenfalls in neue Richtungen entwickelt, sodass die Anleger technisch immer ausgefeilte Möglichkeiten haben, ihre Portfolios individuell zu gestalten. Genaue Zahlen sind schwer erhältlich, doch eine Schätzung beziffert den Absatz von Cash-CDO für 2004 auf rund \$ 165 Mrd.; der Absatz synthetischer CDO wurde mit \$ 673 Mrd. sogar noch höher geschätzt (Grafik VI.17). Die Aktivität des letzten Jahres war weitgehend von Renditestreben geprägt und konzentrierte sich auf maßgeschneiderte CDO-Tranchen, auf Strukturen mit Sicherheitspools aus hochrentierenden Krediten und strukturierten Finanzinstrumenten sowie auf Produkte mit höherem Fremdfinanzierungsanteil wie „CDO of CDO“ (sogenannte CDO-Squared).

– neue Formen von CDO

Obwohl diese neuen Kreditmärkte noch relativ klein sind, dürften die jüngsten Innovationen Handel und Umgang mit Kreditrisiken dauerhaft verändert haben.

Volkswirtschaftlicher Nutzen der Innovationen am Kreditmarkt

Innovationen bei Kreditderivaten und strukturierten Kreditinstrumenten haben dem Finanzsystem viele Vorteile gebracht. Hierzu zählen bessere Möglich-

Vorteile der jüngsten Innovationen:

keiten, zu diversifizieren und Positionen in spezifischen Arten von Kreditrisiken einzugehen, insbesondere in Bezug auf Kreditkorrelationen, aber auch eine Erweiterung der Anlegerbasis am gesamten Kreditmarkt mit der entsprechenden Integrationswirkung sowie eine Vertiefung des Handels an den Kreditmärkten (höhere Marktliquidität). Im Folgenden werden diese Vorteile einzeln erörtert.

– bessere Diversifizierungsmöglichkeiten

Erstens werden die Märkte vollständiger und bieten Anlegern dadurch größere Diversifizierungsmöglichkeiten. Für die Marktteilnehmer ist es nun leichter, durch Einzeladressen- oder Indexswaps in den wichtigsten Volkswirtschaften und sogar in einigen kleineren Regionen Long- oder Short-Positionen in Kreditrisiken einzugehen, und dies in allen Branchen und Kreditqualitäten. Fremdfinanzierte Kreditinstrumente wie CDO erlauben es den Anlegern, Risiken in verschiedenen Segmenten einer Ausfallverlustverteilung zu übernehmen, indem sie auf einen Wertpapierpool bezogene Tranchen kaufen. Darüber hinaus hat sich die Palette der Sicherheiten in CDO in den beiden letzten Jahren erheblich ausgeweitet. Die Einführung strukturierter Kreditinstrumente bedeutet, dass die verschiedenen Qualitäten innerhalb einer Portfoliokapitalstruktur nun aktiv gehandelt werden.

Insbesondere lassen sich mit CDO-Tranchen Kreditrisikokorrelationen gezielter nutzen. Durch den Handel mit ausgesprochen korrelationsreagiblen Wertpapieren können Anleger ihr systematisches Ausfall- und Rückzahlungsrisiko leichter verändern. Die hohe Liquidität von CDS-Indextranchen, die sich zum Teil aus ihrem standardisierten Format ergibt, bedeutet, dass diese Risiken nun effizienter gehandelt werden. Um zu zeigen, wie Anleger Positionen in unterschiedlichen Korrelationen eingehen können, illustriert Grafik VI.17, wie sich die Darstellung der Portfolioverlustverteilung und der Wert verschiedener Tranchen im Verhältnis zur Ausfallkorrelation verändern können. Allgemein gesprochen verringert eine höhere Ausfallkorrelation tendenziell das Risiko (und erhöht damit den Wert) derjenigen Tranche, die zuerst Verluste tragen muss (Equity-Tranche), während Super-Senior-Tranchen mit hohem Rating riskanter werden. So können Anleger das Korrelationsrisiko steuern, indem sie Long- oder Short-Positionen in verschiedenen Tranchen eingehen.

– größere Marktintegration

Zweitens werden die Kreditmärkte stärker integriert, sowohl im Hinblick auf die Anlegerbasis als auch die Anlagekategorien. Breitere Anlegerkreise engagieren sich durch strukturierte Kreditprodukte implizit im gesamten Kreditspektrum. Die Aktivität von Hedge-Fonds, die in ihren Anlageentscheidungen nur wenigen Einschränkungen unterliegen, ist deutlich gestiegen. Darüber hinaus suchen neben Banken, Versicherungsunternehmen und Hedge-Fonds auch andere Vermögensverwalter zunehmend Mandate, in CDS-Produkte und CDO zu investieren. Zudem haben Anleger begonnen, umfassendere Strategien anzuwenden, die Zins-, Kredit- wie auch Aktienmärkte einbeziehen, und viele Handelsabteilungen wurden mit Blick auf diese größere Integration neu organisiert.

– höhere Liquidität

Drittens haben diese neuen Instrumente die Liquidität an den Kreditmärkten erhöht, z.B. durch die Entstehung echter zweiseitiger Märkte mit Kauf- und Verkaufsgeschäft. Die Volumina sind erheblich gewachsen, und die Geld-Brief-Spannen von CDS-Indizes und -Indextranchen sind sehr eng geworden: unter

1 Basispunkt für den marktbreiten europäischen Investment-Grade-Index und rund 4 bzw. 2 Basispunkte für Junior-Mezzanine-Tranchen (3–6%) und Super-Senior-Tranchen (12–22%) (Grafik VI.15 rechts). Im Gegensatz dazu ist der Markt für Unternehmensanleihen nach wie vor recht illiquide, und infolge des Schuldenabbaus der Unternehmen ist das Angebot in den letzten Jahren besonders knapp.

Insgesamt dürfte diese Stärkung des Kreditmarktes auf lange Sicht zu einem allgemeinen Rückgang finanzieller Risiken und insbesondere zu niedrigeren durchschnittlichen Kreditrisikoprämien führen. Eine bessere Diversifizierung der Portfolios dürfte die Risikoprämien für Einzeladressentitel senken, und infolge der Vertiefung und Verbreiterung des Marktes sind geringere Liquiditätsprämien zu erwarten. Inwieweit die Stärkung des Kreditmarktes zu den niedrigen Kreditrisikoprämien in letzter Zeit beigetragen hat, ist natürlich eine offene Frage. Dennoch deutet einiges darauf hin, dass die „structured credit bids“ infolge der hohen Nachfrage von CDO-Arrangeuren nach Sicherheiten die Kreditrisikoprämien tatsächlich reduziert haben.

Trotz der zahlreichen kürzlichen Innovationen bleiben noch viele Entwicklungsmöglichkeiten für die Märkte. So gibt es z.B. noch immer keinen Kredit-Futures-Markt, und der Markt für Credit Default Swaptions – Optionen auf CDS-Kontrakte – ist verhältnismäßig illiquide. Die Einführung von Fixings auf CDS-Indexswaps im März 2005 dürfte dem Wachstum an diesen und anderen Märkten für CDS-Derivate zugute kommen.

Wichtige Unsicherheiten

Neben den vielen Vorteilen bringen die jüngsten Innovationen auch potenzielle Risiken mit sich, zumal sich der Markt noch in einem frühen Entwicklungsstadium befindet. Hier geben vor allem zwei Bereiche Anlass zur Sorge: die Komplexität der Produkte und das Funktionieren des Marktes unter Anspannung.

Erstens sind strukturierte Kreditprodukte sehr komplexe Wertpapiere, und die mit ihnen verbundenen Risiken sind möglicherweise nicht allen Marktteilnehmern vollkommen bewusst. Die Vertragsbedingungen von CDO-Kontrakten sind nicht immer leicht zu verstehen, und die Komplexität der Geschäfte hat die Modellierung von Risiken in vielfältiger Weise erschwert. Zwar wurden Anstrengungen unternommen, realistischere Preisfindungsmodelle und neue Risikomanagementsysteme zu entwickeln, doch viele Marktteilnehmer sind noch dabei, ihre analytische Kompetenz auszubauen. Infolgedessen haben Rating-Agenturen bei der bisherigen Entwicklung des Marktes eine zentrale Rolle gespielt. Die Qualität von CDO-Ratings ist allerdings noch wenig erprobt, und die Faustregeln, nach denen sich Anleger an Ratings für Unternehmensanleihen orientieren, können irreführend sein, wenn sie auf strukturierte Instrumente mit hohem Fremdfinanzierungsanteil angewendet werden. Ganz allgemein muss sogar das Wissen um die Art der Portfolioverlustverteilungen, das Risikoprofil von CDO-Tranchen und ihre Reagibilität gegenüber Kreditrisikokorrelationen noch wachsen. So deutet z.B. die Verzerrung der Korrelation („smile“) bei den Preisen für CDS-Indextranchen (Grafik VI.17) darauf hin, dass Standardmodelle für Portfoliorisiken unzu-

Entsprechend niedrigeres Risiko auf lange Sicht

Noch Unsicherheiten trotz der Fortschritte, denn ...

... strukturierte Produkte sind hochkomplex und können versteckte Risiken enthalten ...

... und die Nagelprobe für die Robustheit dieser neuen Märkte steht noch aus

länglich sein könnten. Diese Modelle setzen voraus, dass die Wechselwirkungen zwischen allen Komponenten des Index in einem einzigen Korrelationsparameter erfasst werden; tatsächlich jedoch implizieren die Spreads für unterschiedliche Tranchen unterschiedliche Schätzungen der Korrelation.

Zweitens bleibt abzuwarten, wie die Märkte für CDS und CDO eine Serie von Kreditausfällen oder einen drastischen Umschwung im Kreditzyklus verkraften würden. Die günstigen Kreditkonditionen, die die Entwicklung dieser Märkte gefördert haben, werden möglicherweise nicht unbegrenzt Bestand haben. Eine Sorge betrifft die Auswirkung von Positionen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil auf die Bilanzen von Finanzinstituten bei einem Marktumschwung. Eine weitere betrifft die Bedeutung der Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation wie Hedge-Fonds für die Marktliquidität und das Finanzsystem; es ist denkbar, dass zweiseitige Märkte auch wieder verschwinden, da Sicherungsgeber sich genau dann zurückziehen, wenn Ausfallversicherungen am meisten gebraucht werden. In dieser Hinsicht scheinen die Märkte für CDS und CDS-Indextranchen trotz einiger Anzeichen von Turbulenzen in zumeist geordneter Form auf die jüngsten Ereignisse um General Motors und Ford reagiert zu haben. Allerdings waren die Rating-Herabstufungen dieser Unternehmen an den Kreditmärkten seit geraumer Zeit vorausgesehen worden. So geben die Ereignisse vom Frühjahr 2005 möglicherweise kein genaues Bild davon, wie diese Märkte unter Anspannung funktionieren würden.

VII. Finanzsektor

Schwerpunkte

Vor einem insgesamt günstigen wirtschaftlichen Hintergrund verbesserte sich auch im vergangenen Jahr die Ertragslage der Finanzunternehmen überall in den Industrieländern. Die Bilanzen des Bankensektors und der Versicherungsbranche profitierten von anhaltenden Gewinnen, günstigen Finanzierungsmöglichkeiten und geringeren Kreditverlusten. Dank einer Reihe struktureller Fortschritte hellten sich auch die Aussichten in den Ländern auf, die unter Druck geraten waren.

Obwohl sich der Finanzsektor allgemein als widerstandsfähig gegenüber dem Abschwung nach dem Platzen der Technologieblase erwies, wirkten die Geschehnisse der späten 1990er Jahre in der Verfassung und im Verhalten der Finanzunternehmen nach. Auf der einen Seite wurden die Erwartungen der Anleger teilweise durch die Erinnerung an sehr hohe Renditen beeinflusst, und ihr Renditestreben führte zu einer großzügigeren Risikobewertung. Auf der anderen Seite konfrontierte die kritischere Aufmerksamkeit der Behörden für die Geschäftspraktiken eine Reihe von Unternehmen mit den Konsequenzen ihres früheren Verhaltens, das oftmals auf die Boom-Jahre zurückging.

Die anspruchsvollsten zukünftigen Herausforderungen sind nach wie vor makroökonomischer Natur. Eine solide Kapitalausstattung sorgt zwar dafür, dass die Finanzsysteme gegen unmittelbare Risiken aus ihrer Gewinnentwicklung gut abgeschirmt sind. Längerfristige Herausforderungen könnten jedoch von höheren Zinssätzen ausgehen, denn sie gefährden profitable Strategien, die sich niedrige Refinanzierungskosten zunutze machen und auf einem starken Konsumwachstum aufbauen. Ein verstärktes Engagement in Immobilien könnte künftig ebenfalls eine potenzielle Ursache von Anspannungen sein, vor allem wenn eine Preiskorrektur mit einem allgemeinen Rückgang der Ausgaben der privaten Haushalte verbunden wäre.

Diese generellen wirtschaftlichen Trends unterstreichen die Bedeutung eines systemorientierten Aufsichtsansatzes für die Finanzstabilität. Während sich das Risikomanagement der einzelnen Institute verbessert und sich niedrige und stabile Inflationserwartungen immer mehr festigen, könnten die größten Gefahren für den Finanzsektor von Übersteigerungen aufgrund einer allgemeinen Unbekümmertheit gegenüber Risiken ausgehen, die durch einen günstigen kurzfristigen Ausblick noch verstärkt wird. Das Erkennen solcher Risiken und die Kalibrierung der Reaktionen durch die Finanzaufsicht stehen im Mittelpunkt derzeitiger Bemühungen der für die Finanzstabilität verantwortlichen Entscheidungsträger.

Ertragslage des Finanzsektors

Anhaltende Stärke
des Finanzsektors

Die Ertragslage des Finanzsektors war in den letzten Jahren ein Lichtblick in der Gesamtwirtschaft. In den meisten Ländern waren die positiven Ergebnisse der Finanzunternehmen, besonders der Banken, ein unerwarteter Gegenpol zu der allgemeinen Wirtschaftsschwäche zu Beginn dieses Jahrzehnts, der starken Zunahme von Konkursen und dem Rückgang der Aktienkurse (Grafik VII.1). Vor dem Hintergrund verbesserter makroökonomischer Aussichten und reichlich vorhandener Liquidität überrascht das derzeitige Rentabilitätsniveau weniger. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt bleibt ein belastbarer Finanzsektor besonders wichtig.

Geschäftsbanken

Höhere Bank-
gewinne in den
USA und in Europa
aufgrund von ...

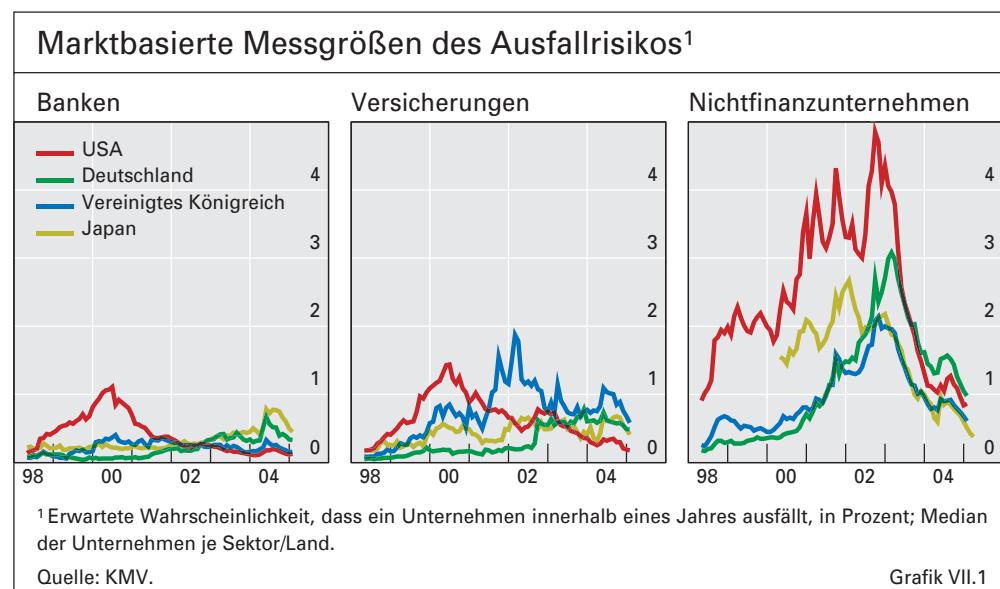
Die jüngste positive Entwicklung der Ertragslage der Geschäftsbanken in Nordamerika und Europa setzte sich im Berichtszeitraum fort. Die Rentabilität verbesserte sich, wenn auch in leicht vermindertem Tempo (Tabelle VII.1). Die Kurse der Bankaktien, die in den vergangenen Jahren marktbreite Aktienindizes übertrafen hatten, hielten ihren Vorsprung auch dann noch, als der Markt sich erholt (Grafik VII.2).

... lebhafter
Finanzierungs-
tätigkeit der
privaten Haushalte ...

Die Dynamik der Erträge variierte je nach Geschäftsbereich. Die Finanzierungstätigkeit der privaten Haushalte stellte weiterhin eine stabile Quelle für Zins- und Gebührenerträge der Banken dar. Hingegen blieb die Kreditvergabe an Unternehmen verhalten, da diese sich weiter bemühten, ihre Bilanzen zu stärken und den Kapitalüberhang aus der Zeit der Technologieblase abzubauen.

... geringeren
Kosten ...

Geringere Kosten waren nach wie vor ein wichtiger Motor der Rentabilität. Ein günstigeres Kreditumfeld führte zu abnehmenden Wertberichtigungen, während die Abschreibungen in vielen Ländern auf das niedrigste Niveau in der jüngsten Geschichte zurückgingen. Die Rationalisierung der Kostenstrukturen, flexiblere Strategien und der Einsatz technischer Mittel erhöhten die Effizienz weiter. Viele Banken kündigten eine erneute



Rentabilität großer Banken¹

In Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt

	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
USA ² (12)	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16	3,48
Kanada (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Japan (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australien (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Vereinigtes Königreich ³ (9)	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Schweiz ⁴ (5)	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Schweden (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Österreich (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Deutschland ⁵ (9)	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
Frankreich ⁶ (7)	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italien (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Niederlande (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
Spanien (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

¹ Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. ² 2004: nur 11 Banken. ³ 2004: nur 7 Banken. ⁴ 2004: nur 3 Banken. ⁵ 2004: nur 6 Banken. ⁶ 2004: nur 3 Banken.

Quelle: Fitch Ratings.

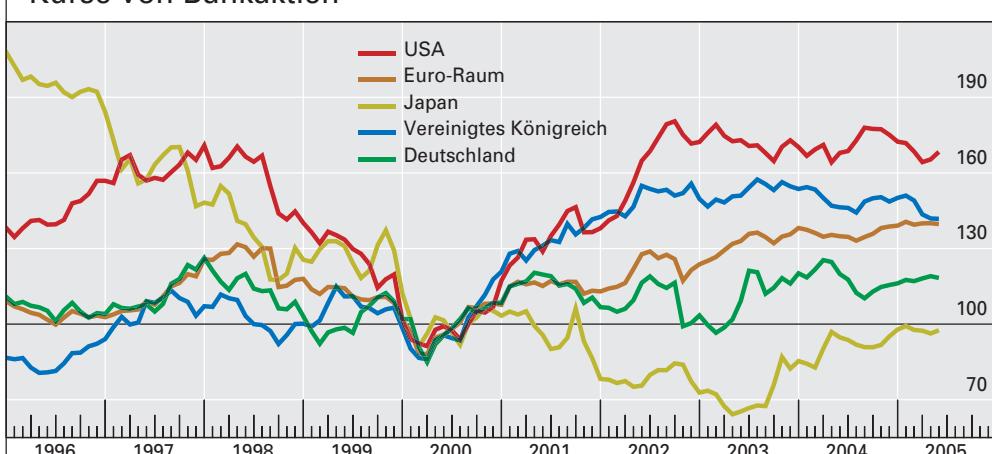
Tabelle VII.1

Reduzierung ihrer Mitarbeiterzahlen durch Outsourcing bzw. das Zusammenlegen von Geschäftsbereichen an.

Die Konsolidierung verstärkte sich, gestützt durch die strategischen Ziele einer Steigerung der Kosteneffizienz und einer Stärkung des Privatkundengeschäfts. Die Mehrzahl der Konsolidierungsaktivitäten betraf kleine und mittlere Institute, die eine Vergrößerung anstrebten, um Technologien effizienter einzusetzen und Kosten von Überlappungen reduzieren zu können. Branchenbeobachter sind im Hinblick auf die Tauglichkeit des

... und
Konsolidierung

Kurse von Bankaktien¹



¹ Im Verhältnis zum marktbreiten Aktienindex; Monatsdurchschnitt, 2000 = 100.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik VII.2

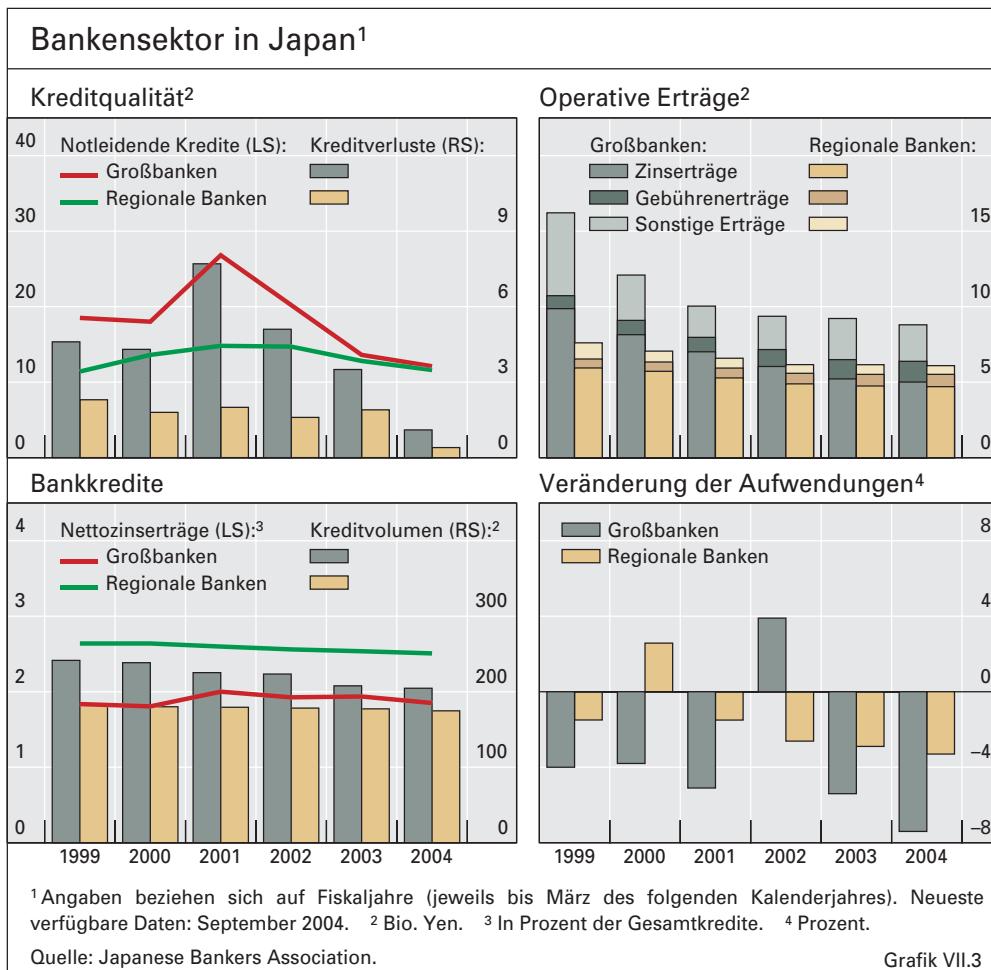
Konglomeratmodells skeptischer geworden, durch das Synergien zwischen verschiedenen Geschäftsbereichen genutzt und Möglichkeiten für das Cross-Selling von Produkten geschaffen werden sollten. Für das Management solcher in den späten 1990er Jahren gegründeten Unternehmen stellte die Aufgabe, unterschiedliche Unternehmenskulturen zusammenzuführen und eine aus vielen verschiedenen Bestandteilen bestehende Organisation zu überschauen und zu leiten, eine größere Herausforderung dar als erwartet. In Europa verstärkte sich das Interesse der Banken an der internationalen Konsolidierung. Grenzüberschreitende Fusionen fanden vor allem an den Außengrenzen des Euro-Raums statt, d.h. unter Beteiligung von Banken in den nordischen Ländern, dem Vereinigten Königreich und Irland. In jüngster Zeit wurden eine Reihe von Zusammenschlüssen von Banken innerhalb des Euro-Raums angekündigt, und es wird erwartet, dass dadurch eine neue Welle der Konsolidierung in dieser Region ausgelöst wird.

In Japan weniger Systemrisiken ...

Der japanische Bankensektor erzielte im vergangenen Jahr viel-versprechende Fortschritte. Zum ersten Mal seit 1993 konnten die japanischen Banken wieder Reingewinne verbuchen. Ihre Bemühungen, die notleidenden Kredite durch Abschreibungen und Verkäufe aus ihren Bilanzen zu streichen, wurden durch die verbesserte Lage der Unternehmen und die damit verbundene Zunahme der Kreditqualität bisher zweifelhafter Engagements unterstützt. Bei den Großbanken war das Verhältnis notleidender Kredite zum Gesamtvermögen bis März 2005 auf 2,9% zurückgegangen und lag damit unter dem Ziel der Aufsichtsinstanz von 4,2%. Auch das operative Ergebnis verbesserte sich, und so konnten die Großbanken ihre Eigenkapitalbasis stärken, indem sie öffentliche Mittel zurückzahlten und die Höhe der vorgetragenen Steuer-rückrstattungen senkten. Letztere haben sich von 55% des Kernkapitals im Jahr 2003 auf weniger als 30% vermindert.

... doch weiterhin geringe Gewinne ...

Trotz dieser positiven Entwicklungen sieht sich der japanische Bankensektor immer noch einer Reihe großer Herausforderungen gegenüber. Der Sanierungsprozess verlief bisher uneinheitlich, da die regionalen Banken beim Abbau ihrer notleidenden Kredite und bei der Stärkung ihres Eigenkapitals weniger Fortschritte verzeichneten als die Großbanken (Grafik VII.3). Auch wenn diese Entwicklung teilweise den geringeren Anreizen aufgrund der vergleichsweise stabileren Einnahmen und höheren Margen der regionalen Banken zuzuschreiben ist, zogen diese Banken doch die Aufmerksamkeit der Aufsichtsinstanzen auf sich. Die größte Herausforderung für den Bankensektor als Ganzes ist nach wie vor die im internationalen Vergleich geringe langfristige Rentabilität. Selbst die Großbanken, die bisher ihre Kosten besonders energisch gesenkt haben, waren kaum in der Lage, ihre Erträge auf eine solide Basis zu stellen. Seit der großen Konsolidierungswelle im Jahr 2000 ist es den japanischen Banken gelungen, die Zahl der Geschäftsstellen um rund 10% und den Personalbestand um über 20% zu reduzieren. Allerdings ist die Kreditvergabe der Banken angesichts einer schwachen Nachfrage des Unternehmenssektors erneut zurückgegangen. Außerdem hatte der verstärkte Wettbewerb unter den Finanzinstituten eine weitere Verringerung der Nettozinsmargen zur Folge.



Um die anhaltende Schwäche in den traditionellen Geschäftsfeldern zu kompensieren, begannen japanische Großbanken sich neue Geschäftsmöglichkeiten zu erschließen, indem sie ihre gebührenpflichtigen Geschäfte, das Privatkundengeschäft sowie die Kreditvergabe an Kleinunternehmen ausweiteten. Die jüngsten Übernahmen von führenden Verbraucherkreditfirmen und Wertpapierhäusern durch japanische Großbanken dürften Vorboten eines Trends hin zu riesigen Finanzkonglomeraten sein. Ebenso war das Interesse von zwei der größten japanischen Banken, mit einer dritten Großbank zu fusionieren, hauptsächlich durch die umfangreiche Privatkundenbasis der Letzteren motiviert. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob dieser Trend zu Synergien führen und die operativen Ergebnisse verbessern wird.

... mit veränderten Geschäftsstrategien als Folge

Weniger Unterstützung durch öffentlichen Sektor

Eine Reihe von Entwicklungen in letzter Zeit bestätigten den allgemeinen Trend geringerer Einflussnahme des öffentlichen Sektors auf die Führungsmechanismen der Finanzinstitute. Gesetzliche und aufsichtsrechtliche Initiativen in Japan, Deutschland und den USA ließen eine Reduzierung der staatlichen Unterstützung erkennen, die zuvor das Bilanzwachstum der unterstützten Institute gefördert und den Wettbewerb beeinträchtigt hatte.

Privatisierung von Japan Post

Die japanische Regierung genehmigte im September 2004 einen Plan, der die allmähliche Privatisierung von Japan Post, dem Banken- und Versicherungsgeschäft des Postwesens, über einen Zeitraum von 10 Jahren ab 2007 zum Ziel hat. Japan Post ist mit einem Vermögen von ¥ 400 Bio. das größte Finanzinstitut der Welt und hält einen Großteil der Privatkundeneinlagen, was zum Teil mit seinem öffentlich-rechtlichen Status zusammenhängt. Großzügige Zugeständnisse in Form von Befreiungen von der Körperschaftsteuer und von Einlagensicherungsprämien stärkten seine Wettbewerbsfähigkeit an den Kreditmärkten, was zu den niedrigen Kreditmargen in Japan beigetragen hat. Japan Post spielt für die Staatsfinanzen eine wichtige Rolle, da es mehr als ¥ 160 Bio. der Einlagen beim staatlichen Fiscal Loan Fund und ungefähr ein Viertel des Gesamtumlaufs an japanischen Staatsanleihen hält (mehr als doppelt so viel wie der private Bankensektor). Die Privatisierung wird ein wichtiger Fortschritt bei der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des japanischen Finanzsystems sein, doch es ist noch nicht klar abzusehen, wie die Bilanzstruktur von Japan Post durch die Umwandlung in ein Privatunternehmen beeinflusst wird.

Wegfall der Staatsgarantien für deutsche Landesbanken

In Deutschland werden die ab Juli 2005 emittierten Schuldtitel der Landesbanken nicht mehr mit einer staatlichen Kreditgarantie ausgestattet sein. Dadurch werden diese Institute ihre Aufgabe als Kreditgeber im Großkunden geschäft und als zentrale Clearing-Institute für die Sparkassen des Landes auf der Grundlage von Refinanzierungskosten wahrnehmen, die ihre innere Finanzkraft besser widerspiegeln. Im Hinblick auf die angekündigten Maßnahmen haben sich einige kleinere Institute zusammengeschlossen, und andere haben Schritte zur Stärkung ihrer Bilanzen eingeleitet. Allerdings verändert der Wegfall der Staatsgarantien selbst noch nicht die Eigentümer struktur dieser Institute. In vielen Fällen wird die Stärkung der Bilanzen nämlich in Form von Kapitalzuführungen durch die staatlichen Eigentümer erfolgen, und die Märkte werden wahrscheinlich weiterhin von einer impliziten Unter stützung der öffentlichen Hand ausgehen. Der Wegfall der Staatsgarantien stellt allerdings den Bestand des auf niedrige Finanzierungskosten gegründeten Geschäftsmodells dieser Institute infrage, da die Ratings für Anleihen ohne Staatsgarantie niedriger sind als für diejenigen, für die noch die staatliche Garantie gilt.

Genauere Überprüfung der staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA

Die staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA waren im vergangenen Jahr vermehrten Überprüfungen durch die Aufsichtsinstanzen ausgesetzt. Fannie Mae musste nach der Untersuchung seiner Rechnungs legungspraktiken seine Gewinne neu darlegen und das ausgewiesene Bilanz wachstum nach unten korrigieren. Erneut zur Diskussion standen zudem Veränderungen des Regelwerks für staatlich unterstützte Finanzinstitute, die darauf abzielen, die öffentliche Überwachung zu verstärken. Die Vorschläge beinhalten die Schaffung einer neuen Aufsichtsinstanz, die das Recht hat, ein staatlich unterstütztes Finanzinstitut aufzulösen, die Eigenkapitalvorschriften zu verschärfen und neue Produkte zu genehmigen. Darüber hinaus müssten sich die staatlich unterstützten Finanzinstitute unter den neuen Regelungen stärker auf ihre gesetzlich festgelegte Aufgabe der Liquiditätsversorgung für den Markt für verbrieftete Hypotheken beschränken und Verzerrungen aufgrund

ihrer Geschäftstätigkeit am Primärmarkt für Hypothekenkredite vermeiden. Wenn die Hypothekenbestände der staatlich unterstützten Institute wie vorgeschlagen begrenzt würden, könnte dies anderen Akteuren den Marktzugang erleichtern.

Versicherungsgesellschaften

Die Entwicklung der Versicherungsbranche war im Berichtszeitraum eher uneinheitlich. Generell war das Jahr für den Bereich Nichtleben schwieriger als für den Bereich Leben, doch beide Branchen zeigten sich Risiken besser gewachsen.

Die Finanzkraft der Lebensversicherungsgesellschaften erhöhte sich. Was die Versicherungsprämien betraf, so stieg der Ertrag aus dem Underwriting erheblich. Außerdem konnte die Rentabilität durch bessere Anlageergebnisse aufgrund der Erholung an den Aktienmärkten, erfolgreiche Kostensenkungen sowie geringere garantierte Renditen auf neue Policien gesteigert werden. Wegen des niedrigen Zinsniveaus stand die Solvenz der Gesellschaften aber weiterhin unter Druck. Eine längerfristige Herausforderung bringt die steigende Lebenserwartung mit sich. Die Versicherungsgesellschaften sind immer mehr bestrebt, dieses Risiko z.B. durch den Erwerb langfristiger Anleihen und sogenannter Longevity Bonds wirksam abzusichern.

Lebensversicherungsgesellschaften in soliderer Verfassung

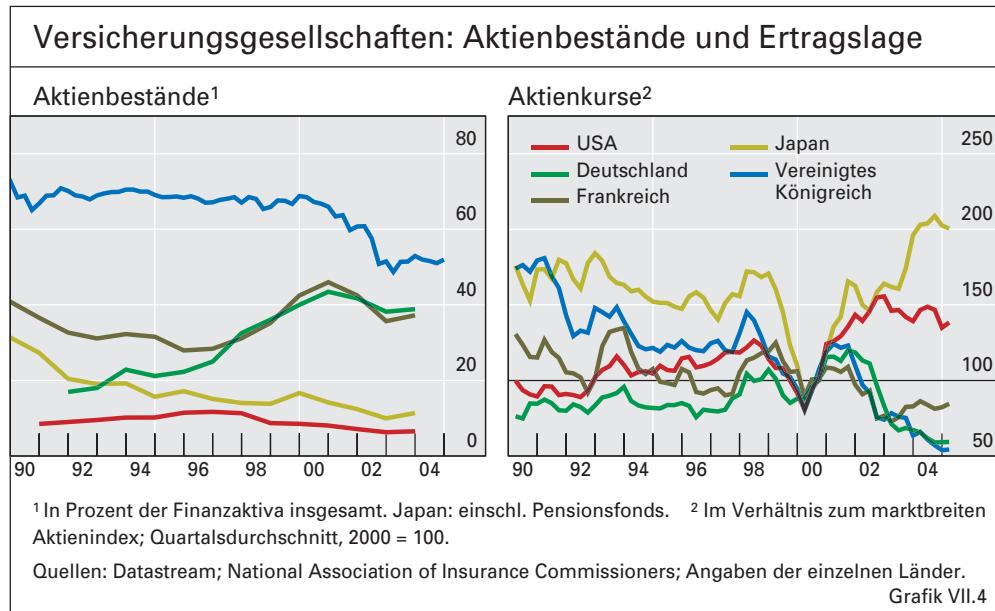
Der größere Wettbewerb in der Versicherungsbranche verstärkte die Konsolidierung. Insbesondere in der US-Lebensversicherungsbranche und im US-Gesundheitswesen waren Übernahmen 2004 weit verbreitet. In Kanada ist der Marktanteil der drei größten Gesellschaften infolge der anhaltenden Konsolidierung in der Lebensversicherungsbranche während der letzten zehn Jahre auf mehr als 70% gewachsen.

Die Nichtlebensversicherungsbranche sah sich aufgrund einer Reihe von Naturkatastrophen 2004 mit Ansprüchen in Rekordhöhe konfrontiert. Ein Großteil der Ansprüche gegenüber Sach- und Haftpflichtversicherern in den USA kam durch vier karibische Wirbelstürme zustande. Dennoch konnte die Branche das Underwriting-Ergebnis 2004 im Vergleich zu 2003 etwas verbessern, was zum Teil daran lag, dass sie sich die Anspruchslast mit zwei Staatsfonds in Florida teilen konnte. Außerdem standen den höheren Kosten bis zu einem gewissen Grad größere Erträge infolge des Prämienanstiegs der letzten Jahre gegenüber. Analog dazu verzeichnete die Rückversicherungsbranche 2004 allgemein eine leichte Verschlechterung des Underwriting-Ergebnisses im Sach- und Haftpflichtbereich. Höhere Anlageerträge und bessere Ergebnisse im Bereich Leben führten jedoch insgesamt zu leicht erhöhten Gewinnen.

Nichtlebensversicherungsgesellschaften widerstandsfähig

Bei jüngsten Überprüfungen von Versicherungsmaklern wurden viele etablierte Praktiken infrage gestellt. Das hatte zur Folge, dass einige Makler Verluste verbuchten und andere ihr Geschäftsmodell neu überdenken mussten. Ebenso haben Untersuchungen der Rechnungslegungspraxis von Versicherungsgesellschaften zur Überprüfung der Frage geführt, ob Rückversicherungsverträge mit begrenztem Risikotransfer unzulässigerweise zur Ertragsglättung der Versicherer genutzt wurden. Der Franchise Value der Versicherungsbranche dürfte durch diese Untersuchungen jedoch nicht

Herausforderungen durch aufsichtsrechtliche Prüfungen ...



allzu stark beeinträchtigt werden, was an den Aktienkursen erkennbar ist (Grafik VII.4).

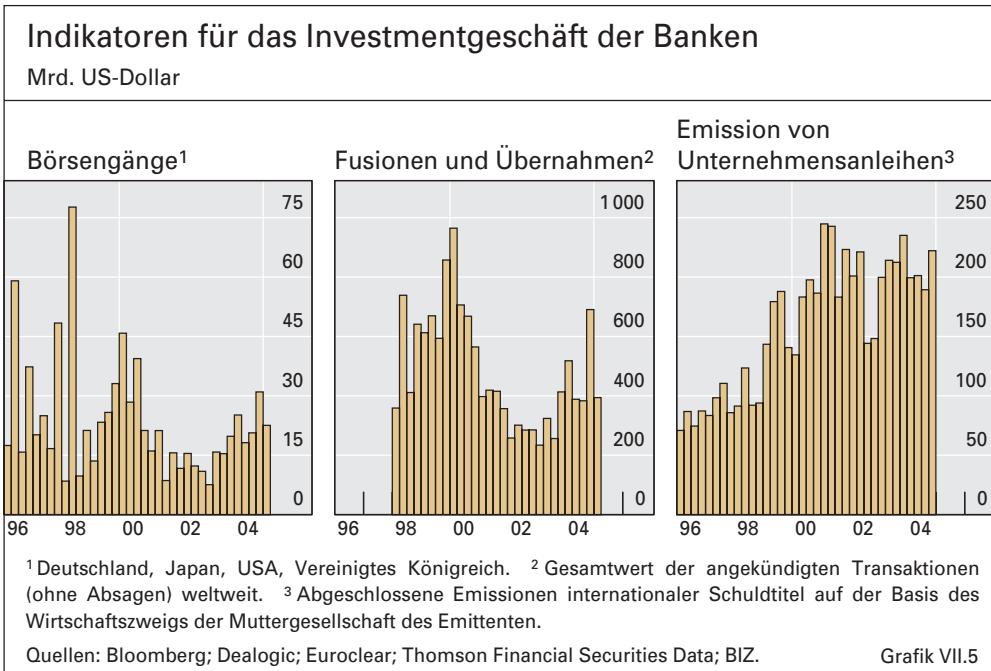
... neue Rechnungslegungsgrundsätze ...

Die potenziellen Auswirkungen der Veränderungen der Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften stellen die Versicherungsbranche vor einige Herausforderungen. In Phase I der Einführung der Rechnungslegungsstandards des International Accounting Standards Board (IASB) werden die Aktiva der Versicherungsgesellschaften zum Zeitwert ausgewiesen, während die Verbindlichkeiten weiterhin zum Einstandswert bilanziert werden. Diese Inkongruenz kann in bestimmten Fällen zu einer erhöhten Volatilität der Finanzausweise führen. In Phase II wird die Zeitwertmethode dann auch auf die Verbindlichkeiten der Versicherungsgesellschaften ausgedehnt werden. Für Lebensversicherungsgesellschaften bedeutet dies, dass die Berücksichtigung der in langfristigen Policien enthaltenen Optionen und Garantien den Wert von Verbindlichkeiten erheblich beeinflussen könnte. Das Solvabilität-II-Regelwerk für Versicherungsunternehmen in der EU stellt eine risikobasierte Mindestkapitalausstattung in den Mittelpunkt. Das neue Regelwerk wird europäische Versicherungsgesellschaften wahrscheinlich dazu anhalten, ihr Eigenkapital zu erhöhen, sich stärker auf kapitaleffiziente Geschäftsbereiche zu konzentrieren und sich höher rückzuversichern. In Bezug auf die Umsetzung dieser Regelungen muss eine klare Verbindung zwischen der Rechnungslegung auf der Grundlage der IASB-Standards und der aufsichtsrechtlichen Rechnungslegung nach dem Solvabilität-II-Regelwerk geschaffen werden, was im Übrigen auch für die entsprechenden Regelungen in der Bankenaufsicht gilt.

Investment Banking

Rekordgewinne

Erstklassige Investmentbanken erzielten im Berichtszeitraum erneut Rekordgewinne. Zunächst trugen die Einnahmen aus dem Handel besonders zum Wachstum der Erträge bei. Doch in den folgenden Monaten führten ein geringeres Geschäftsvolumen und eine niedrigere Preisvolatilität zu



geringeren Einnahmen aus dem Handel, vor allem an den Märkten für festverzinsliche Instrumente. In den letzten Quartalen glich der Umsatzanstieg bei anderen Kapitalmarktgeschäften, wie z.B. der Emission von Wertpapieren und dem Beratungsgeschäft bei Fusionen und Übernahmen, die geringeren Erträge aus dem Handel wieder aus. Es wird damit gerechnet, dass die Zunahme von Fusionen und Übernahmen, die in den USA besonders ausgeprägt war, anhält, da die Unternehmen ihre höheren liquiden Mittel gewinnbringend einsetzen wollen (Grafik VII.5).

Ein zunehmend internationaler Markt kommt Teilnehmern mit einer starken internationalen Präsenz entgegen, die eine breite Palette von Unternehmensdienstleistungen, von der Finanzierung bis zur Kapitalstruktureratung für Großunternehmen, anbieten. Angesichts dessen haben sich kleinere Investmenthäuser erneut bemüht, ihre Präsenz gezielt auszubauen, wie z.B. im Bereich Kapitalmärkte oder beim Maklerservice. Beispielsweise wurden die Prime-Broker-Dienstleistungen für den boomenden Hedge-Fonds-Sektor erweitert (s. weiter unten). Marktbeobachter schätzen, dass Hedge-Fonds aufgrund ihres aktiven Anlagestils für mehr als ein Achtel der Kapitalmarktgewinne der wichtigsten Anbieter von Prime-Broker-Dienstleistungen verantwortlich waren.

Wettbewerb

Hedge-Fonds

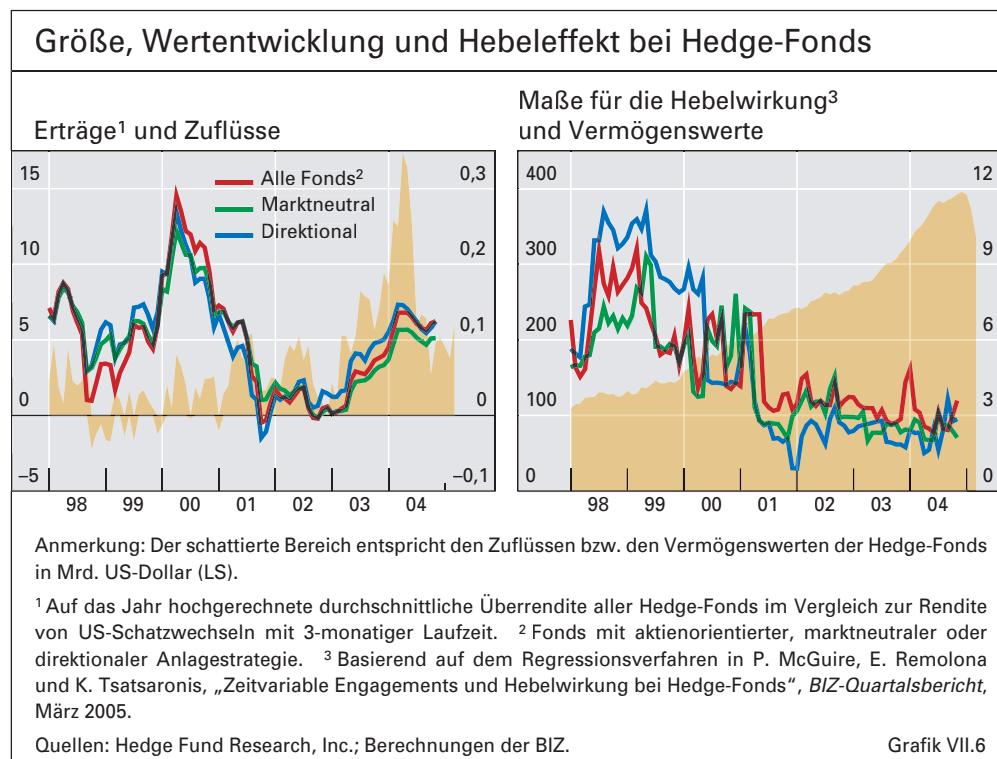
Das Umfeld hoher Marktliquidität und niedriger Renditen bei einer Reihe traditioneller Anlagekategorien, das nach den Rückgängen am Aktienmarkt im Jahr 2000 entstanden ist, kam den Hedge-Fonds sehr entgegen. Die Werbung für flexible Investmentstrategien, die auch in einer Baisse potenziell positive Renditen erzielen können, verschaffte dem Sektor Kapitalzuflüsse in Rekordhöhe. Vermögende Privatanleger, Pensionsfonds und Stiftungen erhöhten ihre Engagements in sogenannten alternativen Anlageinstrumenten, um den Rück-

Hohe
Kapitalzuflüsse in
Hedge-Fonds ...

gang ihrer Portfoliowerte einzudämmen und ihre Diversifizierung zu erhöhen. Die sich dadurch ergebende Zunahme der Hedge-Fonds setzte sich im Berichtszeitraum weitgehend fort. Im Zuge dieses Wachstums wurden viele ausgewiesene Anlagespezialisten von etablierteren Finanzunternehmen und traditionellen Portfoliomanagern abgeworben, da die Hedge-Fonds größere Unabhängigkeit und eine hervorragende Entlohnung für einen guten Geschäftssinn versprachen. Einige traditionelle Investmenthäuser sahen Hedge-Fonds auch als Gelegenheit, einen gewissen Kontakt zu begabten Händlern aufrechtzuerhalten und gleichzeitig von höheren Renditen zu profitieren sowie ihre Palette an Produkten zur Vermögensverwaltung zu erweitern.

... doch niedrigere Renditen

Während Hedge-Fonds in den Jahren direkt nach dem Einbruch des Aktienmarktes bessere Ergebnisse als der Markt erzielten, ist ihnen dies in letzter Zeit nicht mehr durchgängig gelungen (Grafik VII.6). Außerdem legt die bemerkenswert ähnliche Entwicklung von Fonds mit angeblich unterschiedlichen Investmentstrategien nahe, dass die Vorteile der Diversifizierung für den Anleger in der Praxis bedeutend geringer sind, als die Fondsmanager behaupten. Die schlechtere Entwicklung ist teilweise für den deutlichen Rückgang der Kapitalzuflüsse zu den Hedge-Fonds in den vergangenen Monaten verantwortlich. Als Nebeneffekt der Zunahme der verwalteten Vermögenswerte verschwanden profitable Anlagemöglichkeiten an den traditionelleren Märkten für Hedge-Fonds-Geschäfte, wie z.B. Aktien- und Staatsanleihemarkten. Dies nahmen die Fondsmanager zum Anlass, in neue, weniger gehandelte Anlagekategorien wie z.B. Unternehmensanleihen, Kreditderivate und strukturierte Finanzierungen vorzudringen, wodurch sich die Liquidität dieser Kategorien insgesamt weiter erhöhte. Ein verbessertes Risikomanagement für



das Kontrahentenrisiko hatte zur Folge, dass – im Vergleich zu der Zeit des Beinahezusammenbruchs von LTCM 1998 – die Risiken der Prime Broker heute stärker überwacht werden und die Hebelwirkung der Fonds geringer ist. Angesichts der raschen Zunahme der verwalteten Vermögenswerte und des wachsenden Wettbewerbs um die Prime Brokerage ist jedoch das gesamte Engagement der Banken in diesem Sektor wohl höher und der Informationsfluss weniger transparent.

Potenzielle Schwachstellen

Die derzeit robuste Verfassung der Finanzinstitute spricht dafür, dass diese auch weiterhin in der Lage sein werden, das Wirtschaftswachstum zu stützen. Die unmittelbaren Risiken für den globalen Finanzsektor scheinen gering, da die Finanzinstitute über genügend Reserven verfügen, um den meisten der in näherer Zukunft zu erwartenden Risiken begegnen zu können. Zudem dürften die Umstrukturierungsbemühungen in vielen Ländern die nationalen Systeme mittelfristig weiter stärken.

Die längerfristigen Risiken sind schwerer zu beurteilen. Die Herausforderungen konjunktureller Art hängen davon ab, ob der Abbau der Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft längere Anpassungsprozesse der Zinssätze und der Preise von Vermögenswerten erfordert. Im Verbund mit einem schwächeren Wirtschaftswachstum könnten höhere Markt- und Kreditrisiken die derzeit günstige Situation der Finanzinstitute verändern. Weitere Herausforderungen ergeben sich aus dem strukturellen Druck auf die Bankgewinne. Bei nachlassendem Wirtschaftswachstum dürften darüber hinaus die längerfristigen Auswirkungen des Risikotransfers auf die privaten Haushalte deutlicher werden.

Druck auf die Bankgewinne

Der Bankensektor hat von den Umstrukturierungsbemühungen und der Expansion in neue Geschäftsfelder profitiert. Dennoch bleibt der Druck auf die Gewinne der Banken durch den gestiegenen Wettbewerb bestehen. Der internationale Trend geht allgemein dahin, die herkömmlichen Zinserträge durch Gebühren erträge zu ersetzen (Kapitel III). Diese Ertragsdiversifizierung zeigt sich z.B. im Vereinigten Königreich in Form von unter dem Strich höheren Gebühren erträgen und Händlerprovisionen, in Frankreich und Japan durch einen größeren Anteil der Verbraucher kredite mit höheren Margen und vielerorts auch durch einen Boom bei der Hypothekenkreditvergabe. Doch die Zinserträge sind in einer Reihe von Ländern rückläufig, und bei höheren kurzfristigen Zinsen und flacheren Zinsstrukturkurven ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen. In Deutschland und Japan sind die Margen – teils aufgrund der schleppenden Kreditnachfrage, aber auch wegen des Wettbewerbs durch staatseigene Finanzintermediäre (s. oben) – besonders eng.

Die Nachhaltigkeit dieses neuen Ertragsmix und seine Merkmale werden die längerfristige Stabilität des Bankensystems bestimmen. Ein zentraler Aspekt dabei ist, dass die Banken stärker dem umfassenderen Marktrisiko ausgesetzt sind, nicht mehr nur dem ihnen eher vertrauten Zinsänderungs-

Finanzsektor widerstandsfähig gegenüber kurzfristigen Risiken ...

... aber auch gegenüber längerfristigen Herausforderungen?

Mehr Gewicht auf Gebühren erträge ...

... um den Preis höherer Volatilität?

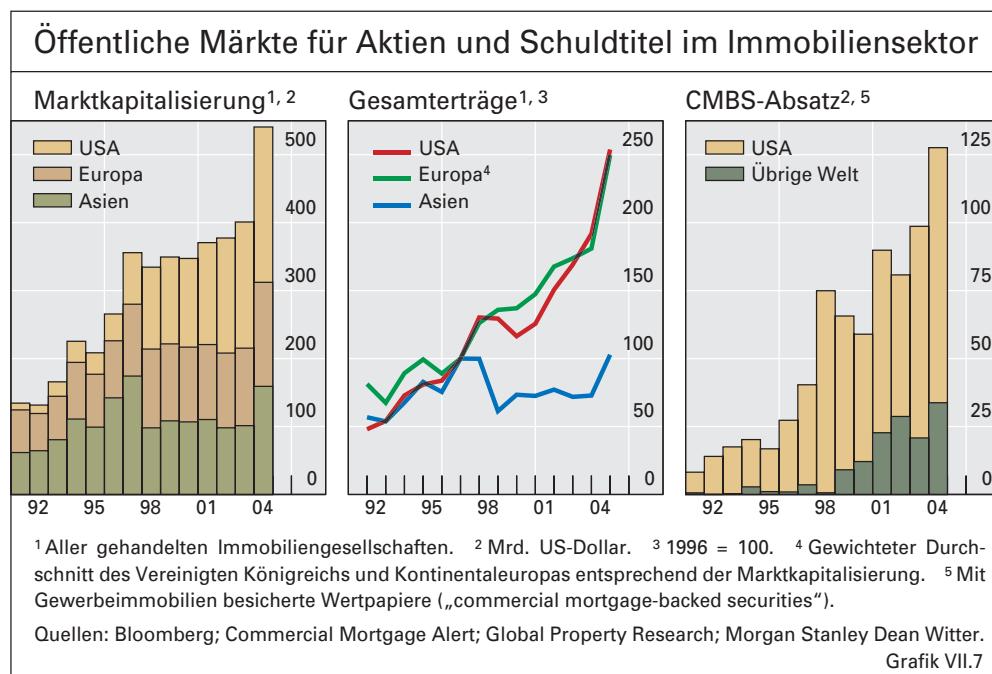
risiko. Für die Investmentbanken waren Brokergebühren und Händlergewinne immer schon volatile Ertragsbestandteile, doch sie haben flexiblere Kostenstrukturen als Geschäftsbanken. Ebenso weist das Wachstum der Verbraucherkredite in vielen Ländern zwar eine ausgeprägte strukturelle Komponente auf, die mit einem liberalisierten Umfeld und niedrigerer Inflation in Zusammenhang steht, doch teilweise ist es auch auf die außergewöhnlich niedrigen kurzfristigen Zinssätze zurückzuführen. Darüber hinaus zeigt der boomende Markt für Wohneigentum in einigen Ländern bereits Zeichen einer Trendumkehr (s. weiter unten). Die Sicherung der jetzigen Ertragslage der Banken scheint in gleichem Maße von Entwicklungen beim Risikomanagement und bei der Risikominderung wie auch vom Erfolg der Bemühungen um eine weitere Diversifizierung der Erträge abzuhängen.

Immobilienmärkte

Die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors ist zu einem großen Teil auf die solide Entwicklung an den Immobilienmärkten zurückzuführen. Dennoch ergeben sich aus dem verstärkten direkten und indirekten Engagement der Banken in Immobilien auf längere Sicht gewisse Bedenken, insbesondere mit Blick auf die Erfahrungen in der Vergangenheit.

Mehr gewerbliche
Immobilien-
kredite ...

Das Interesse der Anleger an Gewerbeimmobilien hat in den vergangenen Jahren zugenommen. Niedrige Zinsen, enttäuschende Renditen am Aktienmarkt und ein leichterer Zugang zum Markt für Gewerbeimmobilien durch die weiter zunehmende Verbreitung von öffentlich handelbaren Instrumenten (Grafik VII.7) haben dabei eine Rolle gespielt. Das Interesse wurde ferner durch die geringere Schwankungsbreite während der jüngsten Preiszyklen bei den Gewerbeimmobilien (Tabelle VII.2) und sehr niedrige Ausfallquoten bei gewerblichen Immobilienkrediten angeregt. Entsprechend hat sich das Engagement der Banken im Gewerbeimmobiliensektor wesentlich erhöht. In den USA z.B. hat die Vergabe von Krediten für gewerbliche Immobilien in den



	Preise gewerblicher Immobilien und Büroleerstände						
	Preise gewerblicher Immobilien ¹			Büroleerstände ⁴			
	1995–2003	2003	2004	2004	2002	2003	2004
USA	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Japan	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Deutschland	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Vereinigtes Königreich	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
Frankreich	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italien	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Kanada	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
Spanien	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Niederlande	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australien	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Schweiz	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Belgien	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Schweden	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Norwegen	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Dänemark	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 ⁵	9,0	10,3
Finnland	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 ⁵	7,0	9,5
Irland	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

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

letzten fünf Jahren um rund 70% zugenommen und macht nunmehr etwa ein Achtel der gesamten Vermögenswerte von Geschäftsbanken aus; bei Banken mittlerer Größe beträgt dieser Anteil 30%. Im Vereinigten Königreich entfällt ein Drittel der Bankausleihungen an Nichtfinanzunternehmen auf Immobiliengesellschaften, verglichen mit etwa 20% vor vier Jahren.

Ihr größeres Engagement im Gewerbeimmobiliensektor scheint für die Banken keine unmittelbare Gefährdung darzustellen, doch längerfristig könnten sich daraus potenzielle Schwachstellen ergeben. In der Vergangenheit gehörten Kredite für Gewerbeimmobilien zu den volatilsten Komponenten im Portfolio der Banken. Obwohl eine drastische Verschlechterung der Kreditqualität – wie sie in vielen Industrieländern zu Beginn der 1990er Jahre zu beobachten war – in der nahen Zukunft nicht wahrscheinlich ist, könnte allein die Rückkehr der Ausfallquoten auf Werte, die eher dem historischen Durchschnitt entsprechen, zu Anspannungen führen. Da das Geschäft in der letzten Zeit eher durch Anlageinteressen als durch einen echten Bedarf an Gewerbeimmobilien angetrieben wurde, bestehen darüber hinaus gewisse Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der hohen

... als Risiko für einzelne Institute

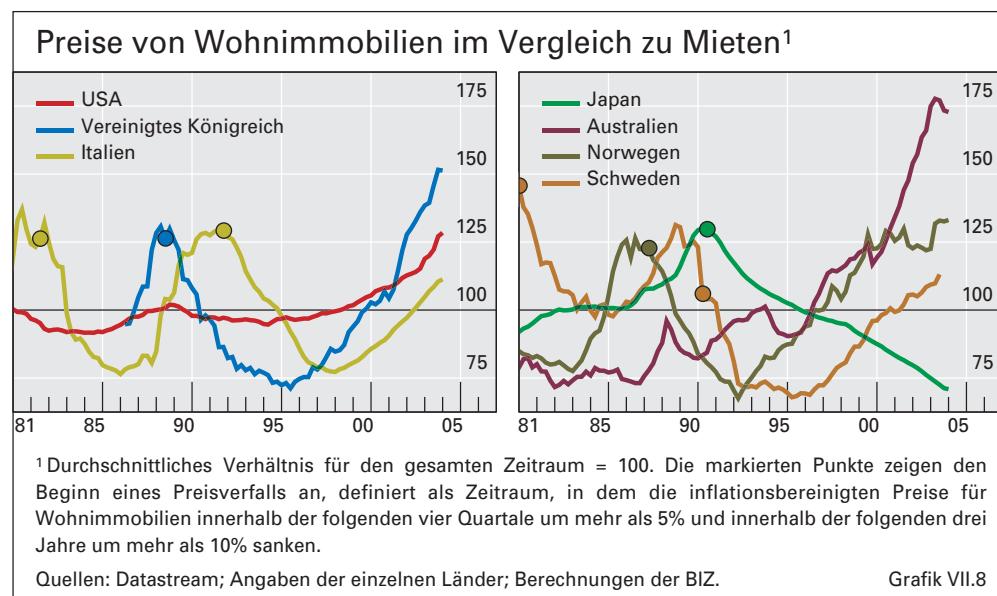
Anlagerenditen. Die immer noch hohen Leerstände lassen vermuten, dass solide Fundamentaldaten fehlen (Tabelle VII.2), und die Renditen für Büronraum an erstklassiger Lage haben bereits erste Anzeichen von Schwäche erkennen lassen.

Engagement in
Wohnimmobilien ...

... impliziert Risiken
für das gesamte
Finanzsystem

Das rasante Wachstum des Engagements der Banken am Markt für Wohnimmobilien war in den letzten Jahren eine der wichtigsten Gewinnquellen der Banken. Das Hypothekenkreditgeschäft ist in den vergangenen fünf Jahren in den meisten Volkswirtschaften sprunghaft gestiegen – u.a. im Vereinigten Königreich (kumulierter Anstieg von 160%), in Australien (100%), in den USA (75%), im Euro-Raum (50%) und in Japan (30%).

Unsicherheiten in Bezug auf den Wohnimmobilienmarkt könnten aber auch gewisse direkte und indirekte Risiken für das Finanzsystem zur Folge haben. In vielen Ländern, darunter im Vereinigten Königreich, in den USA, in Australien, Norwegen und Spanien, sind die Preise für Wohnimmobilien viel schneller gestiegen als die Mieten, und die Mieterräge befinden sich auf einem historischen Tiefstand (Grafik VII.8). Dies könnte entweder auf eine Abwärtskorrektur der Preise für Wohneigentum oder auf eine Erhöhung der tendenziell eher starren Mieten hindeuten. Sollte sich der Anstieg der Preise für Wohnimmobilien abflachen oder umkehren, könnte das Hypothekengeschäft (wie vor Kurzem in Australien und im Vereinigten Königreich) einbrechen, was einen entsprechenden Rückgang der Gebührenrträge der Banken zur Folge hätte. Darüber hinaus könnten sich die Verluste aus immobiliengestützten Krediten erhöhen, insbesondere an den Märkten mit einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte und hohen Beleihungsquoten. Ferner könnte ein Rückgang der Vermögen der privaten Haushalte einen allgemeinen wirtschaftlichen Abschwung infolge sinkenden Konsums ankündigen. Sollte es tatsächlich so weit kommen, könnten sich aus diesen indirekten, aber umfassenderen und nachhaltigeren systemweiten Entwicklungen beträchtliche Herausforderungen für den Bankensektor ergeben.



Erhöhte Dynamik des Renditestrebens

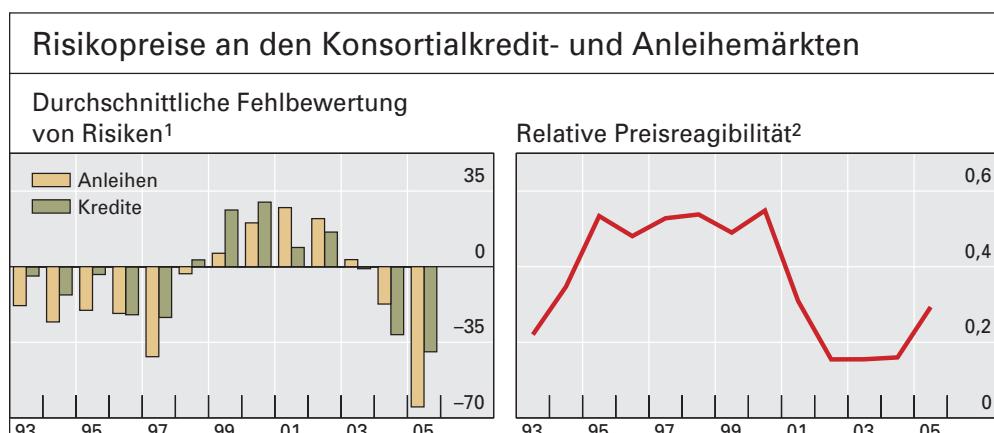
Die anhaltend niedrigen Zinssätze und reichlich vorhandene Liquidität haben die Anleger ermutigt, in risikoreichereren Anlagen höhere Renditen zu suchen. Dieses Renditestreben hat nahezu während des gesamten Berichtszeitraums an Bedeutung gewonnen (Kapitel VI).

Sowohl am Markt für Konsortialkredite als auch am Anleihemarkt gibt es Anzeichen für eine anhaltend großzügige Preisgestaltung für Kreditrisiken. 2004 ist das Zeichnungsvolumen der Konsortialkredite in den USA sprunghaft auf einen historischen Höchststand von \$ 1,3 Bio. gestiegen, wovon 46% auf Unternehmen unterhalb von „investment grade“ entfielen. Zugleich schienen die Risikoprämien an den Märkten für Anleihen und Konsortialkredite eine niedrigere Entschädigung für das Kreditrisiko widerzuspiegeln, als es aufgrund historischer Beziehungen zu erwarten gewesen wäre (Grafik VII.9 links). In der letzten Zeit scheint diese Unterbewertung des Kreditrisikos am Anleiemarkt ausgeprägter gewesen zu sein, während die Reagibilität der Risikoprämien von Konsortialkrediten gegenüber dem Ausfallrisiko leicht gestiegen ist (Grafik VII.9 rechts).

Der Trend zu größerer Risikobereitschaft ist auch bei den Investmentbanken festzustellen. Der Value at Risk (VaR) insgesamt stieg in den drei Jahren bis Ende Dezember 2004 um über 50%. Da die Volatilität an den Aktien- und Kreditmärkten im selben Zeitraum zurückging, weist dies auf eine erhebliche Zunahme der offenen Positionen hin (Grafik VII.10 unten). Der leichte Rückgang des gesamten Risikoengagements im Jahr 2004 könnte mit einer verzögerten Anpassung der Risikobereitschaft durch die Investmentbanken oder mit einer Verknappung der Marktliquidität in Verbindung stehen (Grafik VII.10 oben).

Kreditrisiko
potenziell
unterbewertet

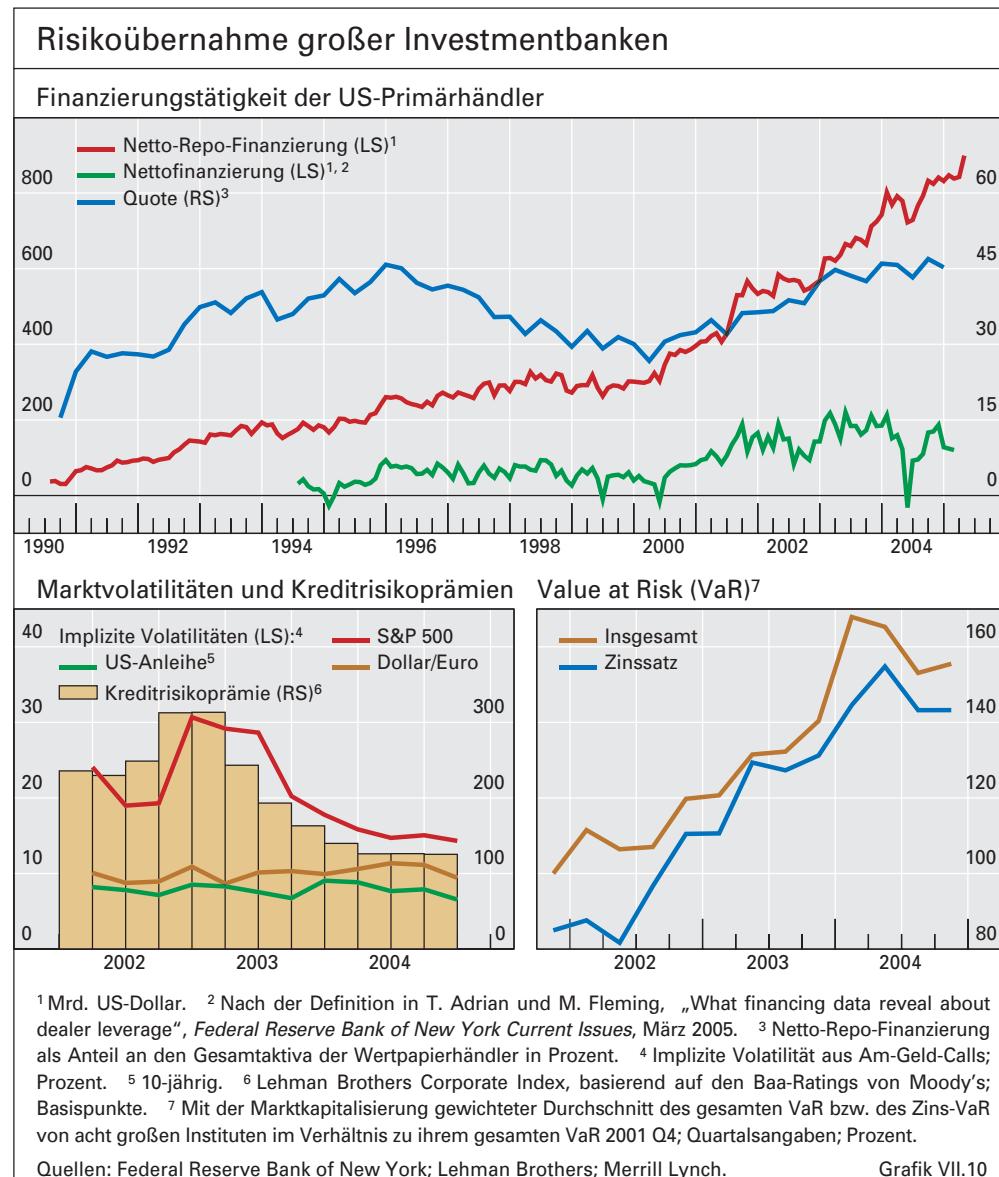
Hohe Marktrisiken



¹ Mit dem Umfang der Fazilität gewichteter Durchschnitt der Diskrepanzen (in Basispunkten) zwischen den tatsächlichen (Anleihe- bzw. Kredit-)Spreads und den von einem Modell unter Einbeziehung von kurzfristigen Zinssätzen, Rating, Restlaufzeit, Garantien, Sicherheiten, Währungsrisiko und Umfang der Fazilität implizierten Spreads. Ein negativer Wert zeigt an, dass der tatsächliche Spread unter dem modellgeschätzten liegt. ² Zeitvariable relative Reagibilität der Kredit- und Anleihepreise gegenüber dem Kreditrisiko, geschätzt als Regressionskoeffizient der Kreditzinsen auf den Renditenindex für Unternehmensanleihen mit gleichem Rating. Zu den sonstigen Variablen gehören Umfang und Laufzeit der Kreditfazilität. Ein Wert von 0,5 zeigt an, dass die Differenz der Spreads von zwei Fazilitäten mit unterschiedlichem Rating bei Krediten halb so groß ist wie bei Anleihen.

Quellen: Dealogic; nationale Angaben; Berechnungen der BIZ.

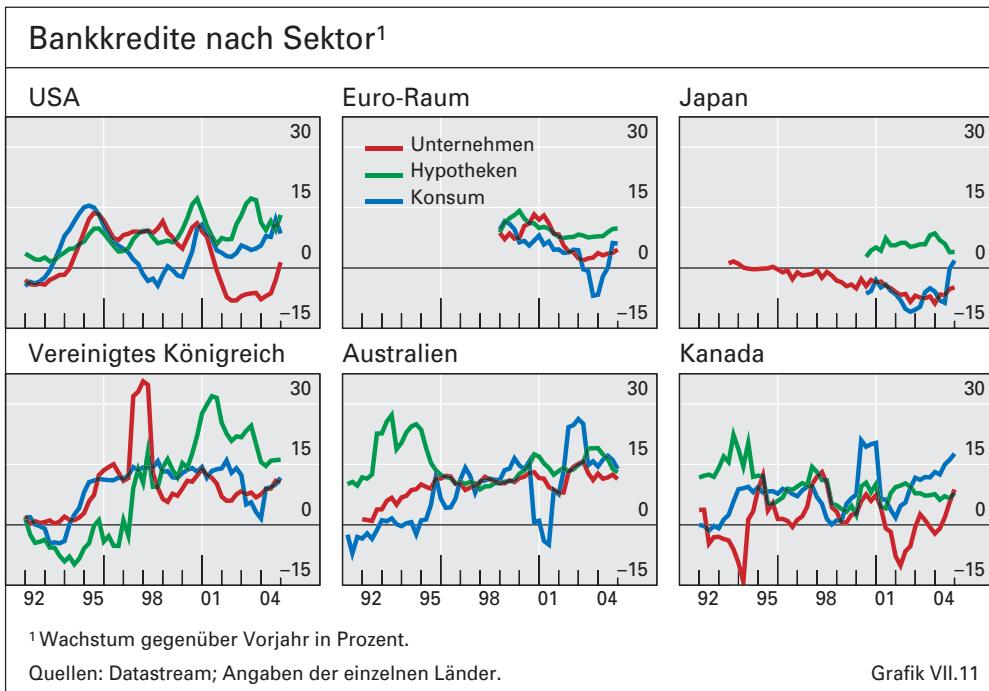
Grafik VII.9



Verlagerung der Risiken auf die privaten Haushalte

Höhere Risiken aufgrund von Hypotheken ...

Jüngste Strukturtrends deuten auf eine Verlagerung der Risiken von den Finanzinstituten und Märkten auf die privaten Haushalte hin. Diese Verlagerung erfolgt teilweise freiwillig. Mit dem leichteren Zugang zu verschiedenen Finanzierungsinstrumenten ist die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen an ihrem Einkommen gestiegen (Kapitel II). Insbesondere nahmen 2004 die Hypotheken- und Verbraucherkredite von Banken in den USA, Europa und Japan stärker zu als die Unternehmenskredite (Grafik VII.11). Daneben haben die privaten Haushalte ihre Finanzanlagen zu marktreagiblern Instrumenten verlagert. Variable Hypothekenzinsen, die in Australien, Irland, Spanien, dem Vereinigten Königreich und den meisten nordischen Ländern traditionell dominieren, sind in der jüngsten Zeit auch in den USA populärer geworden. Außerdem spiegelt die steigende Zahl von fondsgebundenen Produkten (sogenannten Unit-Linked-Produkten) der Lebensversicherer eine größere Risikobereitschaft der privaten Haushalte wider.



Darüber hinaus setzen institutionelle Veränderungen die privaten Haushalte größeren finanziellen Risiken aus. Erstens fördern die in den USA und im Vereinigten Königreich vorgeschlagenen Rentenreformen die Verlagerung von leistungs- zu beitragsorientierten Systemen, was die privaten Haushalte größeren Marktrisiken aussetzt. Der Trend zu betrieblichen Rentenplänen mit Beitragsprimat hat sich unter dem Finanzierungsdruck für die Unternehmen, der von der höheren Lebenserwartung, den schwachen Aktienmärkten und den niedrigen Zinsen ausgeht, noch verstärkt. Zweitens dürfte die Einführung der Zeitwertbilanzierung garantierte Mindestrenditen in Versicherungskontrakten augenfälliger werden lassen. Die Versicherungsbranche wird sich deshalb gezwungen sehen, die Garantien teilweise zu reduzieren. Drittens hat die zunehmende Angst vor dem Verlust des Arbeitsplatzes in vielen entwickelten Ländern die Unsicherheit über das Einkommen der privaten Haushalte vergrößert, und auch das stellt eine mögliche Schwachstelle für sie dar.

Diese Trends werfen die Frage auf, ob diese Risikoverlagerung die Kapazität der Volkswirtschaft zur Übernahme von Risiken beeinträchtigen könnte. Die privaten Haushalte sind die letztendlichen Risikoträger, weil sie in letzter Konsequenz auch die eigentlichen Nutznießer aller wirtschaftlichen Unternehmungen sind. Allerdings wird die Höhe des finanziellen Gesamtrisikos von der Struktur des Finanzsystems, besonderen institutionellen Merkmalen und der Verteilung der zu tragenden Risiken beeinflusst. Die privaten Haushalte sind typischerweise liquide, da sie über ein regelmäßiges Arbeitseinkommen und über relativ umfangreiche liquide Vermögenswerte verfügen. Auch haben idiosynkratische Vermögensverluste von privaten Haushalten nur in begrenztem Umfang negative externe Effekte. Charakteristisch für den Sektor der privaten Haushalte sind dagegen seine eingeschränkte Fähigkeit, Risiken zu verstehen, zu handhaben und zu diversifizieren, seine größere Abhängigkeit

... und
Altersrenten ...

... können die
Risikoübernahmekapazität der
Volkswirtschaft
beeinträchtigen

von besicherten Krediten und seine im Vergleich zu Finanzinstituten höheren Transaktionskosten. Diese Merkmale legen nahe, dass ein höheres unmittelbares Risikoengagement der privaten Haushalte nicht unbedingt effizient sein dürfte.

Der verbesserte Zugang zu Finanzprodukten hat den privaten Haushalten den Erwerb von Wohneigentum erleichtert und bietet ihnen bei der langfristigen Gestaltung ihres Konsums mehr Flexibilität. Doch wie oben dargestellt, hat ein Einbruch der Preise für Wohneigentum potenzielle Auswirkungen auf den Finanzsektor und die Gesamtwirtschaft. Bei steigenden Zinssätzen erhöhen sich für die privaten Haushalte, die Verbindlichkeiten mit variablem Zinssatz aufweisen, außerdem die Kreditkosten. Wenn der private Verbrauch beeinträchtigt wird oder sich die Ausfallquoten bei Hypothekenkrediten erhöhen, könnte die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft und des Finanzsystems gemindert werden.

Auf dem Weg zu einer systemorientierten Aufsichtspraxis

Systemrisiken
verlangen nach ...

Die vorausgegangene Erörterung der Aussichten für die Finanzstabilität macht die zentrale Bedeutung der Schwachstellen aus den Wechselbeziehungen zwischen dem Finanzsektor und der Realwirtschaft deutlich. Die größten Herausforderungen ergeben sich aus der Korrektur der Ungleichgewichte, die sich während des Aktienbooms Ende der 1990er Jahre und im seither entstandenen gesamtwirtschaftlichen Umfeld herausgebildet haben. Um auf diese Herausforderungen wirksam reagieren zu können, ist eine Finanzaufsicht erforderlich, die diese Wechselbeziehungen in den Mittelpunkt stellt und die Finanzstabilität von einem systemorientierten Blickwinkel aus betrachtet. Der allgemeine Trend zur Stärkung einer auf das System als Ganzes ausgerichteten Aufsicht zeigt, dass diese Notwendigkeit erkannt wird.

... systemorientierten
Ansätzen

Der systemorientierte Aufsichtsansatz betont sowohl die Beziehungen zwischen einzelnen Finanzinstituten als auch diejenigen zwischen dem Finanzsystem an sich und der Gesamtwirtschaft. Als Ergänzung zum eher traditionellen Ansatz, der vom einzelnen Institut als Analyseeinheit ausgeht, berücksichtigt er insbesondere Konzentrationen von Engagements sowie risikobestimmende Faktoren, die für alle Systemkomponenten von Bedeutung sind. Die Analyse von potenziell destabilisierenden Rückwirkungen der Komponenten auf das System ist ein wesentliches Merkmal dieses Ansatzes.

In der Praxis spiegeln eine Reihe unterschiedlicher Aspekte diese vermehrte Systemorientierung in der Aufsicht wider. Am sichtbarsten zeigt sie sich wohl in der institutionellen Architektur und im Mandat der Gremien, die mit der Sicherung der Finanzstabilität beauftragt sind. Daneben zeigt sich eine größere Systemorientierung konkret auch darin, wie diese Einrichtungen ihre Aufgaben wahrnehmen, z.B. durch Verbesserungen der Risikomessung, damit systemweite Schwachstellen leichter erkannt werden können, und durch eine stärker auf das System als Ganzes ausgerichtete Kalibrierung der Aufsichtsinstrumente für die Prävention und Behebung von Mängeln.

Institutionelle Architektur

Die institutionelle Architektur der für die Finanzstabilität zuständigen Gremien wird zunehmend nach systemorientierten Grundsätzen gestaltet. Auf nationaler wie auch internationaler Ebene wird dabei immer mehr berücksichtigt, wie wichtig es ist, die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Instituten zu überwachen und einheitliche Konzepte, die den Ähnlichkeiten bei der Behandlung von Risiken in den verschiedenen Bereichen des Finanzsektors Rechnung tragen, zu entwickeln.

Seit der Entscheidung Norwegens Ende der 1980er Jahre, eine einzige Einrichtung für die Aufsicht über Banken, Versicherungen und andere Arten von Finanzintermediären einzuführen, hat sich auf nationaler Ebene der Trend zu einem vereinheitlichten System verstärkt. Synergieeffekte im Zusammenhang mit dem Aufkommen von Finanzkonglomeraten und die Konvergenz der Geschäftspraktiken von Finanzgesellschaften als Folge der Entwicklung neuer Märkte und Technologien haben zu diesem Trend beigetragen.

Zugleich wurden oftmals explizitere Finanzstabilitätsziele für die Zentralbanken festgelegt. Häufig wurden dann in den Zentralbanken spezielle Stellen eingerichtet, die für Fragen der Finanzstabilität zuständig sind und regelmäßige Berichte veröffentlichen, in denen sie die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems und potenzielle Schwachstellen beurteilen. In vielen Fällen haben die Zentralbanken solche Aufgaben auch ohne ausdrückliches Mandat übernommen, wobei sie sich auf ihre Erfahrung bei der Erstellung herkömmlicher gesamtwirtschaftlicher Beurteilungen stützen.

Auf internationaler Ebene wurden eine Reihe von Gremien eingerichtet, um Kommunikation und Kooperation zwischen den Aufsichtsinstanzen verschiedener Länder zu fördern. Die Beobachtung der Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten und die Beurteilung möglicher Schwachstellen im internationalen Finanzsystem zählen zu den Aufgaben der Ausschüsse, die unter der Leitung der G10-Zentralbanken und verschiedener regionaler Zentralbankgruppen tätig sind. Im Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF) sind sämtliche einschlägige nationale Instanzen, internationale Finanzorganisationen und andere internationale Gremien vertreten. Das FSF fördert den Dialog und dient der Koordinierung der Maßnahmen zur Beseitigung von Systemschwachstellen. Ein Ergebnis der Bemühungen des FSF sind die Empfehlungen für Reaktionen der zuständigen Instanzen auf die mögliche Bedrohung für die systemweite Stabilität, die von den Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation („highly leveraged institutions“, HLI) ausgeht. In jüngerer Zeit führte das FSF die globalen Bemühungen der Aufsichtsinstanzen an, die Überwachung der Rückversicherungsgesellschaften zu stärken (s. S. 194/95 des vorliegenden Berichts).

Vereinheitlichte
Aufsichtsinstanzen

Zentralbanken für
Finanzstabilität
zuständig

Internationale
Gremien

Diagnose von Schwachstellen

Eine richtige Diagnose ist Voraussetzung für eine erfolgreiche Behandlung. Die Einführung von Techniken zur Messung systemweiter Stabilitätsrisiken bildet deshalb die Grundlage für eine funktionsfähige systemorientierte Finanzaufsicht.

Modelle für Systemrisiken

Die Technik zur Messung finanzieller Risiken ist generell noch in einer relativ frühen Entwicklungsphase. Selbst auf Institutsebene ging es zunächst vor allem um die Messung spezifischer Aspekte finanzieller Risiken. Erst in der letzten Zeit wurde begonnen, einheitliche Konzepte für die Risikomessung im Institut als Ganzes zu entwickeln. Beispielsweise wird der VaR-Ansatz – über die Beurteilung des Portfoliomarktrisikos hinaus – auch auf andere Arten von Engagements angewandt. Auf Systemebene sind Modelle zur Abbildung der Wechselwirkungen zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft noch jung, gemessen an der älteren makroökonomischen Tradition, Modelle zur Beschreibung der Beziehungen zwischen Produktion, Ausgaben und Preisen aufzustellen.

Systemorientierte Indikatoren

Was die Entwicklung von Instrumenten zur Messung von Systemrisiken und deren Einsatz in unterschiedlichen Zusammenhängen betrifft, so wurde vor Kurzem ein wesentlicher Schritt nach vorn getan. Der IWF und die Weltbank haben eine Liste von Indikatorvariablen für die Finanzstabilität erstellt und die nationalen Behörden aufgefordert, diese Variablen systematisch zu erfassen und zu veröffentlichen. Das so erhobene Datenmaterial soll den Grundstock für weitergehende Analysen bilden. Im Rahmen des von diesen beiden Organisationen gemeinsam durchgeföhrten Financial Sector Assessment Program werden regelmäßige Analysen hinsichtlich potenzieller Systemschwachstellen struktureller oder konjunktureller Natur durchgeführt.

Stresstests auf Systemebene

In Anlehnung an die in Einzelinstituten entwickelten Stresstests arbeiten viele Zentralbanken derzeit am Aufbau einer Infrastruktur, mit der unter Verwendung von Mikro- und Makro-Indikatoren die Stabilität des Finanzsektors als Ganzes getestet werden kann. Dabei werden oft drei Elemente einbezogen: makroökonomische Modelle zur Unterstützung geldpolitischer Entscheidungen, Modelle zur Darstellung der Finanzlage der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors sowie Erhebungen über die potenziellen Auswirkungen verschiedener Szenarien auf das Verhalten der Finanzinstitute und Märkte. In einigen Ländern werden mit dieser Infrastruktur nicht nur routinemäßige Bewertungen von Schwachstellen des Finanzsektors für Aufsichtszwecke vorgenommen, sondern die Ergebnisse der Analysen fließen auch in den geldpolitischen Entscheidungsprozess ein. Wenn diese Technologie einmal vorhanden ist, kann sie auch für Ad-hoc-Analysen spezifischer Risiken – z.B. der Risiken von Preiseinbrüchen bei Vermögenswerten – eingesetzt werden.

Kalibrierung der aufsichtsrechtlichen Instrumente

Die Verantwortlichen für die Finanzstabilität berücksichtigen in ihren Reaktionen auf festgestellte Risiken zunehmend systemorientierte Überlegungen. Dies gilt sowohl für die Gestaltung der Aufsichtsstandards als auch für die Maßnahmen bei sich abzeichnenden Anspannungen.

Systemorientierter Ansatz ...

Die explizite Einbeziehung systemorientierter Ziele in die Gestaltung der Aufsichtsstandards ist relativ neu, wenn auch schon immer anerkannt wurde, dass Standards, die den Spielraum für das Eingehen übermäßiger Risiken auf Institutsebene begrenzen, auch die Systemrisiken mindern. Die neueren, systembezogenen Ansätze der Finanzaufsicht berücksichtigen vor allem, dass

gewisse Verhaltensmuster und Vorschriften, die im Einzelfall sinnvoll sind, in der Summe zu unerwünschten Ergebnissen führen können. Beispielsweise mag der Rückzug aus risikoreichen Positionen als Reaktion auf hohe Messwerte für das Marktrisiko aus dem Blickwinkel eines einzelnen Instituts, das an der Erhaltung seines Eigenkapitals interessiert ist, eine umsichtige Entscheidung sein. Doch eine allgemeine Verkaufswelle könnte eine Eigen-dynamik auslösen, die eine höhere Marktvolatilität und letztlich ein Überschießen der Preise von Vermögenswerten zur Folge hat.

Die im vergangenen Jahr vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht publizierte neue Eigenkapitalregelung stellt einen großen Schritt nach vorn dar. Damit wird ein Standard gesetzt, der insbesondere dem Anliegen des privaten Sektors, Instrumente für das Risikomanagement zu entwickeln und zu verwenden, entgegenkommt. Indem die Neuregelung die Ergebnisse interner Modellrechnungen für die Bestimmung der Mindestkapitalanforderungen akzeptiert, erkennt sie die Bedeutung von Anreizen zur Einhaltung der Best Practice durch alle Marktteilnehmer an. Bei einer übermäßigen Risikosensitivität der Eigenkapitalanforderungen könnte jedoch die Gefahr steigen, dass das inhärent prozyklische Verhalten des Kreditangebots unbeabsichtigt verstärkt wird. Teils um dieser Gefahr zu begegnen, wurde in der endgültigen Fassung der Neuregelung – gestützt auf weitere empirische Untersuchungen – der Satz gesenkt, um den sich das Mindestkapital bei einer sich abzeichnenden Verschlechterung der Kreditqualität erhöht. Darüber hinaus wird berücksichtigt, dass auch Stresstests der Engagements im Portfolio einer Bank bei der Berechnung des erforderlichen Eigenkapitals in Betracht zu ziehen sind, damit die jeweiligen wirtschaftlichen Bedingungen die Eigenkapitalanforderungen nicht unangemessen beeinflussen. Noch wichtiger ist, dass die neue Eigenkapitalregelung hilft, bisherige Erfolge im Risikomanagement in der Unternehmenskultur zu verankern, um so eine frühere Erkennung und Korrektur von Problemen zu fördern und prozyklische Tendenzen zu verringern.

... beeinflusst Standards ...

Eine ähnliche Logik liegt dem in Spanien umgesetzten System der statistischen Rückstellungen zugrunde. Nach diesem Standard ist die Bildung von Bankrückstellungen an einen über den Konjunkturzyklus geschätzten Durchschnittswert gekoppelt. In der Aufschwungphase wird so eine Kreditreserve aufgebaut, und es entsteht ein statistisch messbarer Puffer, der dann in der Abschwungphase, wenn sich die Kreditbedingungen verschlechtern, abgebaut wird. Durch die Glättung des Kreditkostenverlaufs wird die Tendenz, die Kreditvergabe bei sich verschlechternden wirtschaftlichen Aussichten allzu stark zu reduzieren, gedämpft und damit das Risiko gemildert, dass ein durch aufsichtsrechtliche Vorschriften begründetes Verhalten der Banken zur gesamtwirtschaftlichen Volatilität beiträgt.

Systemorientierte Überlegungen werden nicht nur bei der Gestaltung von Aufsichtsstandards vermehrt berücksichtigt, sondern sie beeinflussen auch zunehmend die diskretionären Maßnahmen von Aufsichtsinstanzen. Derartige Maßnahmen werden gelegentlich bei auftretenden Spannungen oder sich herausbildenden Schwachstellen ergriffen. Ein Beispiel aus jüngerer Zeit ist die Reaktion der britischen Finanzaufsicht auf die angespannte Lage der Versicherungsgesellschaften, als deren Vermögensbestände durch den Kursrückgang

... diskretionäre Entscheidungen ...

am Aktienmarkt schwer beeinträchtigt wurden. Vorübergehend wurden die Mindestreserveverpflichtungen gelockert, um die Stop-Loss-Aktienverkäufe einzudämmen und eine Abwärtsspirale der Aktienkurse zu verhindern, die die Bilanzen der beaufsichtigten Firmen noch zusätzlich belastet hätte. Ähnliche Überlegungen standen hinter den in einigen Ländern vorgenommenen Änderungen der regulatorischen Parameter für die Vergabe von Hypothekenkrediten (wie z.B. Beleihungsobergrenzen); es wurde befürchtet, dass ein starkes Kreditwachstum die gesamtwirtschaftlichen Aussichten trüben könnte. Solche Ex-post-Maßnahmen der Aufsicht sind zwar nur ein unvollkommener Ersatz für eine systematische Bildung von Rückstellungen zur Abfederung solcher Belastungen *ex ante*, können es – sofern sie sorgfältig kalibriert und sparsam eingesetzt werden – dem System aber dennoch erleichtern, auf besondere Umstände zu reagieren, ohne dass die Anreizstruktur allzu sehr beeinträchtigt wird.

... und die Aufsicht über große Institute

Beim Umgang der Aufsichtsinstanzen mit großen und komplexen Finanzinstituten schließlich spielen Überlegungen hinsichtlich der Stabilität des Gesamtsystems eine sichtbar wichtige Rolle. In vielen Ländern gibt es für die aufsichtsrechtliche Behandlung dieser Institute explizite Vorschriften, die beim Auftreten von Problemen ein bestimmtes Vorgehen sowie eine intensivere Aufsicht und Überwachung vorsehen. Insbesondere stehen auf das ganze System bezogene Aspekte weit oben auf der Liste der Fragen, die vor der Genehmigung einer Fusion geprüft werden. Über die Wahrung einer angemessenen Zugangsfreiheit zum Markt hinaus beschäftigt sich die Finanzaufsicht auch vermehrt mit potenziellen Gefahren, die sich ergeben, wenn sich ein größerer Anteil des Gesamtengagements auf eine kleine Anzahl miteinander in Verbindung stehender Institute konzentriert. Darüber hinaus sind Notfallpläne vorhanden, um auf den Zusammenbruch eines solchen Instituts reagieren zu können. Deren Schwerpunkt liegt auf der geordneten Abgabe der Kontrolle über das Institut durch Aktionäre und Geschäftsleitung, während die Funktionstüchtigkeit und der Wert des Instituts mit Blick auf die Fortführung der Geschäfte aufrechterhalten und die Störungen im System auf ein Minimum beschränkt werden.

Zukünftige Herausforderungen

Zu den Herausforderungen gehören:

– genauere Messungen

Die vorstehende Analyse lässt den Schluss zu, dass bei der Stärkung des systemorientierten Ansatzes im Bereich der Finanzaufsicht beträchtliche Fortschritte gemacht wurden, und zwar sowohl hinsichtlich der Bewusstseinsförderung als auch in der konkreten Umsetzung. Doch eine Reihe großer Herausforderungen bleibt.

Eine erste Herausforderung ist die Verbesserung der Techniken für die Risikomessung. Trotz der jüngsten Fortschritte sind die derzeitigen Verfahren noch immer eher dafür geeignet, das Verhältnis der Risiken – z.B. für bestimmte Schuldner oder bestimmte Anlagekategorien – zu einem gegebenen Zeitpunkt zu messen, als die Entwicklung von Risiken, vor allem von systemweiten Risiken, im Zeitverlauf zu beurteilen. Viele dieser Messverfahren liefern insbesondere keine vorausschauenden Risikoindikatoren für längere Zeithorizonte, wie sie für stabilitätspolitische Überlegungen von

Bedeutung sind, sondern zeigen tatsächlich eingetretene Risiken vielmehr zeitgleich an. Hinzu kommt, dass die Messungen auf der Basis von Marktpreisen nicht unbedingt zwischen einer Veränderung der Risikobereitschaft und einer Veränderung der Risikoeinschätzung unterscheiden (Kapitel VI). Diese beiden Eigenheiten der Messverfahren könnten ungewollt dazu führen, dass die Risikobewertung und die sich daraus ergebenden Maßnahmen übermäßig prozyklische Tendenzen aufweisen.

Die zweite Herausforderung besteht darin, sicherzustellen, dass die Finanzaufsicht über die notwendigen Mittel und Anreize verfügt, um die ihr zur Verfügung stehenden aufsichtsrechtlichen Instrumente systemorientiert einsetzen zu können. Trotz der oben aufgeführten Beispiele bestehen verständlicherweise noch große Vorbehalte, dies zu tun, wenn die Ursache der Probleme in der Gesamtwirtschaft gesehen wird. Darin spiegelt sich teilweise wohl auch fehlende einschlägige Erfahrung wider, und das umso mehr, wenn die Aufsicht nicht bei der Zentralbank liegt. In manchen Fällen lässt sich diese Haltung vermutlich auch mit einer Auffassung von Aufsicht erklären, bei der eher Ziele des Verbraucherschutzes im Vordergrund stehen als die Prävention von Systemkrisen.

Die dritte Herausforderung betrifft die Koordinierung der staatlichen Ansätze hinsichtlich der Finanzstabilität auf Systemebene. Mit einer besseren Koordinierung würden die großen wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen den Tätigkeiten einer breiteren Palette unterschiedlicher Einrichtungen berücksichtigt – dazu zählen u.a. die Währungsbehörden, die Finanzministerien und auch die Normierungsgremien für die Rechnungslegung. Natürlich ergänzen sich die Erfahrung und das Instrumentarium dieser verschiedenen Einrichtungen teilweise. Rechnungslegungsstandards z.B. haben potenziell einen Einfluss erster Ordnung auf die Möglichkeit, Bewertungen der Finanzkraft vorzunehmen, auf die Anreize zur Risikoübernahme und darauf, ob das Verhalten einzelner Akteure stabilisierende oder destabilisierende Auswirkungen hat. Ebenso werden finanzielle Anspannungen, die bedeutende gesamtwirtschaftliche Kosten nach sich ziehen, nicht immer durch den Zusammenbruch von Finanzinstituten verursacht. Sie können durch die Marktdynamik oder durch störende Einflüsse auf die Vermögenspositionen der privaten Haushalte und die Unternehmensbilanzen zustande kommen, während regulierte Finanzinstitute vielleicht nicht einmal betroffen sind. Ein Beispiel hierfür sind die derzeitigen Risiken im Zusammenhang mit Hypothekenkrediten. Dies unterstreicht die Bedeutung einer engen Zusammenarbeit der verschiedenen Einrichtungen auf der Grundlage einer übereinstimmenden Problemdiagnose.

– aufsichtsrechtliche Anreize

– koordiniertes Vorgehen

VIII. Schlussbemerkungen: Wie könnten die Ungleichgewichte behoben werden?

2004 war ein Ausnahmejahr für die Weltwirtschaft. In den meisten Ländern, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wurde ein kräftiges Wachstum verzeichnet, wobei die Inflation trotz erheblicher Rohstoffpreissteigerungen moderat blieb. Die Finanzinstitute verbuchten weltweit glänzende Gewinne, und an den meisten Finanzmärkten stiegen die Preise beträchtlich. Begleitet wurde diese herausragende Entwicklung jedoch von einer zunehmenden Besorgnis, dass sie womöglich nicht von Dauer sein würde. Ein Anlass zur Sorge war, dass die heutige Weltwirtschaft zunehmende Ähnlichkeiten zu den späten 1960er Jahren aufzuweisen scheint – ein beunruhigender Gedanke, denn in jener Zeit wurde in den wichtigsten Industrieländern der Grundstein für die hohe Inflation der 1970er Jahre gelegt. Diese wiederum zog die Schuldenkrisen der 1980er Jahre nach sich, unter denen viele aufstrebende Volkswirtschaften zu leiden hatten.

Heute, genau wie Ende der 1960er Jahre, sind die Realzinsen in den Industrieländern seit längerer Zeit niedrig, und die Kreditaggregate weiten sich rasch aus. Vergleichbar mit Problemen, die im Bretton-Woods-System auftraten, ist der Dollar im Zusammenhang mit der US-Leistungsbilanz unter Abwertungsdruck geraten. Dies hat in den letzten Jahren viele andere Länder veranlasst, sowohl ihre Geldpolitik zu lockern als auch Währungsreserven zu akkumulieren, um sich einer Aufwertung ihrer Währung entgegenzustellen. Das Ergebnis ist, dass die Liquidität weltweit enorm zugenommen hat. Auch die Fiskalpolitik wurde zuletzt in vielen Ländern gelockert, was an die kombinierten Auswirkungen des Vietnamkriegs und der Great-Society-Programme der Johnson-Ära erinnert. Die Rohstoffpreise – und insbesondere die Ölpreise – sind ebenfalls drastisch gestiegen, was sich allmählich auch im weiteren Verlauf der Produktionskette sowie in den Leistungsbilanzen der Verbraucher ebenso wie der Erzeugerländer niederzuschlagen beginnt.

Bedeuten diese Ähnlichkeiten, dass die Industrieländer mit einer Wiederkehr der hohen Inflationsraten und der konjunkturellen Turbulenzen der 1970er und 1980er Jahre rechnen müssen? Und dass den aufstrebenden Volkswirtschaften abermals Schuldenprobleme wie in den 1980er Jahren bevorstehen? Die kurze Antwort: Vielleicht, aber nicht unbedingt. Vielleicht, denn Prognosen sind schwierig, und politische Fehler lassen sich keinesfalls ausschließen. Nicht unbedingt, denn die Verantwortlichen haben eindeutig aus vergangenen Fehlern gelernt. Ende der 1960er und Anfang der 1970er Jahre wurde den Kosten hoher Inflationsraten in den Industrieländern keine große Beachtung geschenkt. Auch wurde nicht angemessen berücksichtigt, wie rasch Veränderungen der Inflationserwartungen zu einer

gefährlichen Lohn-Preis-Spirale führen können. Die Zentralbanken haben es geschafft, die Inflation zu senken, auch wenn der Aufwand hoch war, und daher ist es glaubwürdig, wenn sie sagen: „Nie wieder.“ Überdies hat die Wirtschaftspolitik weltweit etwas über die Bewältigung von Rohstoffpreisschocks gelernt. Wer heute mit höheren Importpreisen konfrontiert ist, weiß, dass das Hinauszögern der Anpassung durch Verschuldung im Ausland, wie es in den 1970er Jahren praktiziert wurde, sich später als äußerst kostspielig erweisen kann. Wer dagegen heute von höheren Preisen profitiert, erinnert sich, wie leicht es zu einer Überschuldung kommt, wenn höhere Preise als Sicherheit für die Kreditaufnahme betrachtet werden. Leider erst im Nachhinein steht inzwischen fest, dass sich die Rohstoffpreise keineswegs von den Preisen von Wohnimmobilien oder Finanzvermögenswerten unterscheiden. All diese Preise können nicht nur steigen, sondern auch fallen, doch der Nominalwert von Schulden bleibt stets derselbe.

Wir können uns freuen, dass wir diese Lektionen gelernt haben. Wir müssen uns jedoch auch der Gefahr bewusst sein, den gleichen Kampf ein weiteres Mal auszufechten. Wie in der Einleitung des vorliegenden Jahresberichts festgehalten, hat sich die Welt seit den 1960er Jahren in dreierlei Hinsicht grundlegend und positiv verändert. Diese strukturellen Veränderungen lassen eine inflationsfreie Entwicklung vermuten und untermauern somit die Antwort „Vielleicht, aber nicht unbedingt“.

Erstens hat die Liberalisierung und Globalisierung der Realwirtschaft das Angebotspotenzial enorm vergrößert, die relativen Preise erheblich verändert und die Inflation – wegen verzögerter Impulse auf der Nachfrageseite – tendenziell verringert. Zweitens hatte die Kombination von Deregulierung und technologischem Fortschritt tiefgreifende Auswirkungen auf die Finanzsysteme. Diese sind immer weniger bank-, sondern mehr marktorientiert, sind zunehmend global ausgerichtet und umfassen immer größere und komplexere Institute, die in vielen Bereichen tätig sind. Drittens hat sich die geldpolitische Strategie auf ein übergeordnetes Ziel verlagert: die Inflation niedrig zu halten. Diese Veränderungen – und mehr noch vielleicht ihre Wechselwirkungen untereinander – bringen neue Lektionen und neue Unsicherheiten mit sich.

Eine erste Lektion basiert auf dem Zusammenspiel zwischen anhaltenden positiven Angebotsschocks und der neuen geldpolitischen Strategie: Künftig dürfte deflationärer Druck beinahe ebenso oft auftreten wie inflationärer. Außerdem stellt sich die Frage, ob nicht der Ursprung der Deflation für die geldpolitische Reaktion maßgeblich sein sollte. Erstrunden-Preisanstiege infolge negativer Schocks auf der Angebotsseite werden von der Geldpolitik inzwischen allgemein toleriert; warum sollte dasselbe nicht für positive Angebotsschocks gelten? Eine zweite Lektion lässt sich aus der Interaktion zwischen positiven Angebotsschocks und dem Verhalten des Finanzsystems ableiten. Diese Schocks führen im System eher zu Optimismus, und es entsteht der Eindruck, die Anlagerisiken seien niedriger, als sie es wirklich sind. So wird das Angebot von Kredit- und Anlageprodukten inhärent elastischer. Eine dritte Lektion bezieht sich auf die Interaktion zwischen dem modernen Finanzsystem und dem Streben nach Preisstabilität. Die Reaktionen des Finanzsystems auf geldpolitische Straffungen werden zu einem immer wichtigeren Bestandteil

des Transmissionsmechanismus und müssen bei der Dosierung einer restriktiveren Geldpolitik zunehmend berücksichtigt werden.

Eine vierte – und vielleicht die wichtigste – Lektion ergibt sich aus der Interaktion aller drei genannten strukturellen Veränderungen. Wenn positive Schocks auf der Angebotsseite die Inflation senken, sodass für die Geldpolitik kein Grund zur Straffung der Kreditkonditionen besteht, dann wird der größeren Kapazität des Finanzsystems, Kredit- und Anlageprodukte bereitzustellen, eine größere Nachfrage gegenüberstehen. Ein solches Umfeld könnte einen „boom and bust“-Zyklus im Finanzsystem bewirken, und dieser würde seinerseits Bremswirkungen hervorrufen, die die Realwirtschaft in verschiedener Weise beeinträchtigen könnten. Wenn die Inflation bereits von vornherein niedrig wäre, dann könnte es zu einer unerwünschten disinflationären Entwicklung kommen, die gefährlicher verlaufen würde, als wenn sie allein durch positive Angebotsschocks ausgelöst worden wäre.

Das heißt nicht, dass eine radikale Neuorientierung nötig wäre. Vielmehr sollte der eingeschlagene Weg gezielt weiterverfolgt werden. Die Geld- und Wirtschaftspolitik ist bereits eher mittel- bis langfristig ausgerichtet. Auf der Angebotsseite belegen dies die verstärkten Strukturreformen in den letzten Jahren. Insbesondere herrscht weitgehend Einigkeit über die Notwendigkeit von Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität. Auf der Nachfrageseite sei daran erinnert, dass in den 1960er Jahren sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik „feingesteuert“ wurden, um die Konjunktur zu stabilisieren und die Arbeitslosigkeit zu verringern. In der Folge führte die Erkenntnis, dass solche Maßnahmen kostspielige längerfristige Konsequenzen haben, zu Geldmengensteuerung, zu Inflationszielen und zu Initiativen für längerfristige Konzepte auch in der Fiskalpolitik.

Ohne diese längerfristigen Konzepte grundlegend zu ändern, sollte nun darüber nachgedacht werden, wie sie angepasst werden könnten, um einer weiteren Komplikation Rechnung zu tragen. Die im Laufe der Zeit wachsenden Schuldenstände im Inland wie international können letztlich nämlich ebenfalls – oftmals kostspielige – volkswirtschaftliche Probleme hervorrufen. Es sei nur daran erinnert, wie lange Japan und Ostasien brauchten, um sich von Finanzkrisen zu erholen. Jüngste Maßnahmen einer Reihe von Zentralbanken, teils als Reaktion auf kreditinduzierte Preisanstiege beim Wohneigentum, zeigen, dass dieses Problem zunehmend erkannt wird. Zwar wird es schwierig sein, hier konkrete Leitlinien zu formulieren, da es keine eindeutigen Maßstäbe dafür gibt, wann das Kreditwachstum, die Schuldenstände oder die Preise von Vermögenswerten „zu hoch“ sind. Es steht jedoch so viel auf dem Spiel, dass erhebliche analytische Anstrengungen ganz sicher gerechtfertigt sind.

In diesen Schlussbemerkungen geht es um zwei Dinge. Erstens werden die derzeitigen Risiken für die Weltwirtschaft untersucht, insbesondere die Konsequenzen der binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, und es werden die Maßnahmen betrachtet, die dazu beitragen könnten, diese Risiken zu mindern. Zweitens werden Überlegungen angestellt, ob ein längerfristiger Rahmen notwendig ist, der helfen könnte, das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte von vornherein zu verhindern. Auf nationaler Ebene lautet die Frage, ob es sich lohnt, ein Gesamtkonzept für die Finanzstabilität

einzuführen. Auf internationaler Ebene ist zu überlegen, ob Verbesserungen des internationalen Währungssystems notwendig sind, um ein Gegengewicht zur Verfolgung rein nationaler Interessen zu schaffen.

Rechtfertigen die jetzigen Ungleichgewichte ein makroökonomisches Handeln?

Einigkeit darüber zu erzielen, dass die Weltwirtschaft unmittelbar vor „Problemen“ steht, wäre sehr schwierig. Dass es gewisse „Ungleichgewichte“ gibt, ist dagegen schon weniger umstritten. Die Zahl der Indikatoren, die mittlerweile alle gleichzeitig eine deutliche Abweichung von der langfristigen Norm signalisieren, lässt sich einfach nicht ignorieren. Auf nationaler Ebene verlangen z.B. die sich weiterhin um null bewegenden realen Leitzinsen in vielen Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens Aufmerksamkeit. Die Nominalrenditen langfristiger Anleihen, die Kreditrisikoprämien und die Maße für die Marktvolatilität sind bemerkenswert niedrig. Die Sparquote der privaten Haushalte ist in zahlreichen Industrieländern seit einiger Zeit steil abwärts gerichtet, und die Schuldenstände haben Rekordhöhe erreicht. Die Preise für Wohneigentum waren in vielen Ländern nie höher als jetzt, und in China ist die Investitionsquote auf sage und schreibe 50% des BIP gestiegen. Auch die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sind so hoch wie noch nie seit dem Zweiten Weltkrieg. All diese Größen könnten durchaus wieder zum langfristigen Mittelwert zurückkehren, mit entsprechenden Folgen für das weltweite Wirtschaftswachstum. Eine solche Korrektur könnte sich allmählich – und möglicherweise reibungslos – vollziehen, sie könnte jedoch auch abrupt und folgenschwer sein. Was geschieht, wird vor allem durch Wechselwirkungen zwischen der Real- und der Finanzwirtschaft bestimmt werden, die wir – seien wir ehrlich – nicht völlig durchschauen.

Was kann getan werden, um diese binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte anzugehen? Bei nationalen Ungleichgewichten ist es natürlich möglich, die Zinsen anzuheben, um einen Abbau der langfristigen Engagements zu bewirken. Dabei entsteht jedoch automatisch ein potenzieller Konflikt hinsichtlich eher traditioneller kurzfristiger Ziele, nämlich niedriger Arbeitslosigkeit und der Vermeidung übermäßiger Disinflation. Auch bei außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten gibt es viele Zielkonflikte. Beispielsweise könnte eine Straffung der Fiskalpolitik in den Defizitländern zwar helfen, die Probleme der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu reduzieren, sie könnte aber auch eine unerwünscht hohe Arbeitslosigkeit zur Folge haben. Unter solchen Umständen bleibt vielleicht nur, auf günstigen Wind zu hoffen, d.h. längerfristige Ungleichgewichte dann zu verringern, wenn sich die Gelegenheit ergibt, ohne jedoch andere Ziele zu gefährden.

In den USA wird die Geldpolitik – vor dem Hintergrund einer expandierenden Wirtschaft – bereits maßvoll gestrafft. Zwar sind die Hauptgründe hierfür eine steigende Kapazitätsauslastung und Bedenken wegen der Inflationsaussichten, doch leisten die höheren Zinssätze auch eine willkommene Unterstützung beim Abbau der binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Die US-Wirtschaft ist mittlerweile wohl allzu stark von den Verbraucheraus-

gaben, der Kreditaufnahme und der Kapitalabschöpfung aus Wertsteigerungen beim Wohneigentum abhängig – zu stark vor allem deshalb, weil ein Anstieg der Wohnimmobilienpreise das Volksvermögen in geringerem Maße erhöht als Investitionen aus Ersparnissen bzw. Produktivitätssteigerungen. Höhere Preise für Wohnimmobilien kommen den Eigentümern zugute, aber die Kosten für Wohnraum sind für alle gestiegen. Aus dieser Perspektive betrachtet, ist die US-Wirtschaft weit größeren Risiken ausgesetzt, als es scheinen mag.

Doch selbst bei der derzeit robusten Verfassung der US-Wirtschaft muss die Straffung behutsam erfolgen. Eine Unsicherheit betrifft den wahrscheinlich stärkeren Einfluss der Preise von Vermögenswerten, insbesondere von Wohneigentum, im Transmissionsmechanismus. Die Erfahrungen des Vereinigten Königreichs und Australiens können hier vielleicht als Anhaltspunkt dienen. Ebenso wie in den Niederlanden vor einigen Jahren haben sich die Preise für Wohneigentum in diesen beiden Ländern unter dem Eindruck höherer Leitzinsen stabilisiert, und das Wachstum der Verbraucherausgaben hat bereits begonnen, sich abzuschwächen. Eine weitere Komplikation besteht darin, dass höhere Leitzinsen auch die Unternehmensinvestitionen bremsen könnten. Glücklicherweise haben die Unternehmen ihre Schuldenlast in den letzten Jahren recht erfolgreich verringert und weisen sowohl hohe Gewinne als auch reichlich Liquidität aus. Allerdings ist die gegenwärtige Belebung der Investitionen immer noch weit weniger ausgeprägt als in früheren Konjunkturzyklen.

Ein weiterer Grund zur Besorgnis ist, dass Straffungen zu Störungen an den Finanzmärkten führen können, wenn Positionen, die im Zuge des Renditestrebens eingegangen wurden, plötzlich aufgelöst werden. Bisher ist das nicht passiert, was wahrscheinlich damit zusammenhängt, dass die Federal Reserve ihre zukünftigen Absichten klar kommuniziert. Unsicherheiten bleiben jedoch bestehen. Sollte der Inflationsdruck letztlich stärker sein, als derzeit erwartet wird, müssen die Leitzinsen möglicherweise rascher angehoben werden. In diesem Fall könnte der Markt trotzdem überrascht werden. Denkbar ist auch, dass die – obwohl nicht ohne Wenn und Aber formulierten – Äußerungen der Federal Reserve über ihre künftigen Absichten einige Spekulanten veranlasst haben, ihre Positionen angesichts der sich verengenden Carry-Trade-Margen stärker fremdfinanzieren, um ihre Renditen zu wahren. Das würde bedeuten, dass weitere Auflösungen von Positionen, womöglich in erheblichem Ausmaß, noch bevorstehen.

In einer Reihe anderer wichtiger Volkswirtschaften wären noch größere Schwierigkeiten damit verbunden, die Zinssätze wieder auf ein üblicheres Niveau heraufzuführen. In Kontinentaleuropa und Japan spricht das weiterhin gedämpfte Wirtschaftswachstum gegen höhere Zinssätze. In Japan konnte die Deflation noch nicht endgültig überwunden werden, sodass Zinssteigerungen allein schon deshalb nicht angebracht sind. Für Zinserhöhungen in Europa gilt aufgrund der disinflationären Effekte der Euro-Aufwertung das Gleiche. Es ist anzumerken, dass die Verschuldung des privaten Sektors in Japan nicht steigt, sondern weiter sinkt, während sie in Kontinentaleuropa weder so schnell angestiegen noch so allgemein verbreitet ist wie in den USA. Trotzdem äußerte die EZB wiederholt ihre Besorgnis angesichts der Wachstumsraten der

Geldmengen- und Kreditaggregate und des steilen Anstiegs der Preise für Wohneigentum in vielen Teilen des Euro-Raums.

In anderen asiatischen Ländern könnte es leichter sein, die Leitzinsen anzuheben. Hier zeichnet sich ein etwas stärkerer Inflationsdruck ab, und die Wirtschaft wächst sehr rasch. Außerdem geben die steigenden Immobilienpreise in einer Reihe von Ländern Anlass zur Sorge, ebenso wie die Tatsache, dass die Banken sich zunehmend auf Verbraucherkredite stützen. Angesichts der höheren Zinssätze in den USA würde eine Straffung in Asien die Wechselkurse der asiatischen Währungen gegenüber dem Dollar zudem weniger stark beeinflussen. Dennoch herrscht in Asien trotz der in letzter Zeit soliden Wachstumsraten vielfach Besorgnis, ob das Wirtschaftswachstum robust genug ist und ob der Unternehmenssektor und die Banken höhere Zinssätze verkraften werden. In China wurde im letzten Jahr nur ein leichter Zinsanstieg zugelassen, da die Verbraucherausgaben gesteigert und weitere Kapitalzuflüsse verhindert werden sollten. Obwohl eine Überhitzung bei den Anlageinvestitionen offensichtlich ist, dürften die chinesischen Behörden weiterhin versuchen, dies durch andere Maßnahmen in den Griff zu bekommen. Leider steht nicht fest, ob das gelingen wird. Ebenso wie in den USA stellt sich in Asien dann die Frage, ob eine ungenügende Straffung der Geldpolitik eine Inflation, wachsende binnengewirtschaftliche Ungleichgewichte oder gar beides zur Folge haben wird.

Bezüglich der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ist das sich ausweitende US-Leistungsbilanzdefizit ein gravierendes längerfristiges Problem. Es könnte nämlich letztlich einen plötzlichen Einbruch des Dollars, entsprechende Turbulenzen an anderen Finanzmärkten und sogar eine Rezession auslösen. Gleichermassen beunruhigend – und vielleicht weniger weit entfernt – ist die Möglichkeit, dass neue protektionistische Tendenzen entstehen könnten. Das Leistungsbilanzdefizit ist größer als je zuvor, die Auslandsverschuldung wächst rasch, das Defizit wird immer mehr über den öffentlichen Sektor finanziert, und die US-Kreditaufnahme fließt zumeist nicht in Investitionen, sondern in den Konsum. All das lässt befürchten, dass es irgendwann zu Problemen kommen wird. Diese würden zudem angesichts der wechselseitigen Abhängigkeiten der modernen Finanzmärkte wahrscheinlich nicht auf den Dollar beschränkt bleiben. Eine höhere Risikoprämie für Vermögenswerte in US-Dollar könnte einen Anstieg der langfristigen Zinssätze und der übrigen Risikoprämien nach sich ziehen, mit Konsequenzen für die Preise jeglicher Vermögenswerte.

Zu sagen, dass eine solche Entwicklung unmittelbar bevorsteht, wäre jedoch falsch. Die USA verzeichnen zwar seit Jahren eine steigende Nettoauslandsverschuldung, ihre Anlagen im Ausland werfen aber insgesamt immer noch höhere Erträge ab als die Anlagen der übrigen Welt in den USA. Da die Verbindlichkeiten der US-Schuldner fast ausschließlich auf Dollar und die Vermögenswerte auf andere Währungen lauten, führt außerdem ein Dollarrückgang automatisch zu einem deutlichen Rückgang der ausgewiesenen Nettoverschuldung. Ausländische Währungsbehörden schließlich, die den US-Dollar durch Interventionen stützen, haben viele gute Gründe, dies auch weiterhin zu tun. Somit sollte einige Zeit vorhanden sein, damit Maß-

nahmen zur Verringerung der bestehenden Ungleichgewichte ihre Wirkung entfalten können. Es kann aber durchaus sein, dass diese Zeit knapp wird.

Was kann die Wirtschaftspolitik zum gegenwärtigen Zeitpunkt tun? Die Lehrbuchantwort – vor dem Hintergrund der abnehmenden Kapazitätsreserven – lautet, dass die Defizitländer die Wachstumsrate der Inlandsausgaben unter die der Inlandsproduktion senken müssten. Eine reale Abwertung ihrer Währungen zuzulassen würde ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern und außerdem einen Anreiz schaffen, die Produktion von nicht handelbaren zu handelbaren Gütern zu verlagern. In den Überschussländern wäre das Umgekehrte vornötig, also höhere reale Wechselkurse und größere Inlandsausgaben. Diesen theoretischen Konzepten für wirtschafts- und strukturpolitische Maßnahmen sind jedoch die Sachzwänge und Abwägungen der realen Welt gegenüberzustellen.

Für die USA ist der Zielkonflikt wahrscheinlich am geringsten. Potenzielle Inflation, binnengewirtschaftliche Ungleichgewichte und das Leistungsbilanzdefizit verlangen alle nach einer Reduzierung der Inlandsausgaben. Mit Blick auf die Höhe des Haushaltsdefizits bieten sich als erster Schritt natürlich Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen an. Die Regierung hat zwar ein Ziel für die Verringerung des Defizits festgelegt, aber noch fehlen die konkreten Maßnahmen zur Umsetzung. Das ist bedauerlich, denn ohne ein rasches Handeln der Fiskalpolitik wird die Anpassungslast verstärkt auf der Geldpolitik liegen. Höhere Zinssätze würden durchaus dazu beitragen, den seit zehn Jahren andauernden Rückgang der Ersparnis der privaten Haushalte umzukehren, was den eigentlichen Schlüssel zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits darstellt. Bei einer zu großen Belastung der Geldpolitik drohen jedoch alle oben beschriebenen folgenschweren Übergangsprobleme.

Die Überschussländer in Kontinentaleuropa und Asien stehen bei ihren Überlegungen, wie die Inlandsnachfrage durch makroökonomische Instrumente belebt werden könnte, vor tiefgreifenderen Zielkonflikten. In beiden Regionen, wenngleich in Asien wohl mit größerer Berechtigung, gibt es weiterhin Bedenken, den von den höheren Rohstoffpreisen ausgehenden Inflationsdruck noch zu verstärken. Zudem scheinen die kurzfristigen Notwendigkeiten und die längerfristigen Überlegungen einander zu widersprechen. In Europa stellen sich beispielsweise dem Einsatz der Fiskalpolitik unmittelbar die hohen Schuldenstände, der demografische Druck und der Stabilitäts- und Wachstumspakt entgegen. Seinen fiskalpolitischen Spielraum hat Europa eigentlich schon vor einigen Jahren ausgeschöpft. In Asien – natürlich mit Ausnahme Japans – sieht die Haushaltslage auf den ersten Blick generell günstiger aus. In vielen Ländern, und insbesondere in China, sind aber die Kosten, die die Sanierung der Finanzsysteme für die Steuerzahler mit sich bringt, eine zusätzliche Einschränkung, die nicht ignoriert werden darf. Gegen eine lockere Geldpolitik wiederum sprechen nicht nur die anhaltenden Bedenken wegen der Inflation, sondern auch die Tatsache, dass eine allgemeine Straffung notwendig ist, um die oben beschriebenen längerfristigen binnengewirtschaftlichen Ungleichgewichte abzubauen. Solche Zielkonflikte erklären, weshalb Zentralbankbeobachter in manchen Ländern nicht nur über Zeitpunkt und Ausmaß der geldpolitischen

Schritte debattieren, sondern zum ersten Mal seit Jahrzehnten sogar über ihre Richtung.

Auch Wechselkursveränderungen sind ein zweischneidiges Schwert. Bisher hat der Dollar in geordneter Weise abgewertet, im Wesentlichen aber gegenüber wirklich frei schwankenden Währungen. Im Ergebnis steht der Dollar real effektiv jetzt nicht niedriger als im Durchschnitt der letzten 30 Jahre. Mit Blick darauf, wie wenig das US-Außenhandelsdefizit bisher auf die Dollarabwertung reagiert hat, teilweise bedingt durch die begrenzte Überwälzung auf die Inlandspreise, scheint eine gewisse weitere Abwertung fast unvermeidbar. Eine Aufwertung würde sich beim chinesischen Renminbi aufdrängen, ebenso wie bei anderen asiatischen Währungen, die sich an ihm orientieren. Zwar haben die chinesischen Behörden gute Gründe, eine Aufwertung mit Besorgnis zu betrachten – nämlich die Verfassung des Finanzsystems und die Einkommensentwicklung der inländischen Landwirtschaft –, doch wären hier wirtschaftspolitische Maßnahmen im Inland das geeigneteren Mittel. Eine größere Flexibilität der Wechselkurse würde auch helfen, die massiven Kapitalzuflüsse zu bremsen; diese tragen zu den wachsenden binnengesellschaftlichen Ungleichgewichten bei, die die Nachhaltigkeit der langen Expansion der chinesischen Wirtschaft bedrohen. Außerdem würde größere Wechselkursflexibilität der Geldpolitik mehr Spielraum für die Bekämpfung der Inflation im Inland geben.

Veränderungen der realen Wechselkurse sind ein Anreiz für Verschiebungen der Ressourcen zwischen den handelbaren und den nicht handelbaren Gütern. Hindernisse für einen solchen Ressourcenausgleich sollten aus dem Weg geräumt werden. Unabhängig von der Situation im Außenhandel wären Strukturveränderungen in den Ländern mit aufwertender Währung auch im jeweiligen nationalen Interesse. In Japan gilt es die Dienstleistungsbranchen von erdrückenden Regulierungen zu befreien, die die Gewinne beeinträchtigen, und es ist eine größere Bereitschaft notwendig, insolvente Unternehmen im Sektor der handelbaren Güter zu schließen. In Kontinentaleuropa ist der Anpassungsbedarf vielleicht am größten, denn hier ist die Preisgestaltung bei vielen Dienstleistungen durch Regulierung eingeschränkt, die relativen Löhne sind unflexibel, und die Lohnnebenkosten sind hoch. Diese Hindernisse sollten beseitigt werden. In China liegt der Anteil der Dienstleistungen am BIP ungefähr bei 30%. Brasilien weist im Vergleich dazu einen Anteil von rund 50% auf. Daran zeigt sich, dass die Erblast der zentralen Planwirtschaft noch weiter überwunden werden muss, um die Produktion nicht handelbarer Güter zu fördern.

Die USA schließlich verfügen über eine besonders flexible Produktionsstruktur im Inland, doch sind auch hier viele Anpassungen nötig. Die verarbeitende Industrie zu verjüngen wird nicht leicht sein, denn sie ist auf nur noch 10% des BIP geschrumpft, und die Gewinne in diesem Bereich sind nach wie vor verhalten. Dass der Sektor der handelbaren Güter an der jüngsten Belebung der Investitionen in den USA bisher kaum teilhatte, ist ebenfalls entmutigend. Das vielleicht größte Hindernis für eine Ausweitung der Produktion handelbarer Güter und Dienstleistungen in den USA ist der Eindruck einer bedrohlichen Konkurrenz aus China, Indien und anderen aufstrebenden Volks-

wirtschaften. Zugegebenermaßen ist jetzt nicht der beste Moment, um Anteile am Weltmarkt zurückzugewinnen.

Selbst wenn in etwa klar ist, was geschehen muss, um die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu beheben, scheint zugleich klar zu sein, dass vieles davon in naher Zukunft einfach nicht geschehen wird. Ein Grund dafür sind nationale Zielkonflikte, wie sie oben beschrieben wurden. Sogar Maßnahmen zur – national wie international wünschenswerten – Verringerung des US-Haushaltsdefizits könnten durchaus politischem Gerangel und tief verwurzelten Interessen zum Opfer fallen. Schlimmer noch ist es, wenn die einen die anderen für die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verantwortlich machen und die eigene Schuld bestreiten; derweil werden womöglich die Finanzmärkte destabilisiert und die Probleme verschärft, um deren Lösung man sich eigentlich bemühen sollte. Es gibt jedoch auch allgemeinere Gründe. Systemweite Aspekte erhalten nicht genügend Aufmerksamkeit, und es wird zu wenig erkannt, dass ein Handeln im Eigeninteresse möglicherweise alles andere als optimal ist. Notwendig ist derzeit ein wirklicher Dialog aller, die von diesen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten betroffen sind. Ein jeder muss jetzt einige unangenehme Kompromisse eingehen, um noch unangenehmere Alternativen in der Zukunft zu vermeiden.

Längerfristige Konzepte für die systemweite Finanzstabilität

Es ist eine Sache, Probleme anzugehen, wenn sie entstehen. Eine ganz andere Sache ist es, die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass es gar nicht erst zu Problemen kommt. Die fundamentalen Veränderungen des weltweiten Wirtschafts-, Finanz- und Währungssystems, die in der Einleitung dieses Jahresberichts aufgezeigt wurden, haben zweifelsohne vielfältigen wirtschaftlichen Nutzen gebracht. Die Wechselbeziehungen unter ihnen führen jedoch immer wieder zu Störungen. Die Herausforderung besteht nun darin, die nachhaltigen Steigerungen der wirtschaftlichen „Effizienz“ mit etwaigen Schritten zur Verringerung der Kosten dieser Störungen zu verbinden.

Auf dem Weg zu einem nationalen Gesamtkonzept für die Finanzstabilität?

Wenn ein Gesamtkonzept für die Finanzstabilität eingeführt werden sollte, müsste ein Grundprinzip darin bestehen, dass sowohl die Aufsichts- als auch die Geldpolitik im Konjunkturzyklus symmetrischer angewandt werden. Dieser Vorschlag steht in Analogie zu der fiskalpolitischen Lehrbuchforderung, im Aufschwung Überschüsse zu erzielen, um für einen gewissen Spielraum zu sorgen. Für die Aufsichtspolitik bedeutet eine größere Symmetrie, dass in guten Zeiten mehr Eigenkapital aufgebaut werden sollte. Das würde nicht nur helfen, eine übersteigerte Kreditvergabe zu bremsen, sondern würde es auch ermöglichen, dieses Eigenkapital in schlechten Zeiten bis zu einem gewissen Punkt abzubauen, um die Auswirkungen von Kreditengpässen auf die Volkswirtschaft abzufedern. Eine Straffung der Geldpolitik angesichts übermäßigen Kreditwachstums würde ebenfalls die schlimmsten Übersteigerungen eindämmen und könnte verhindern, dass später eine

radikale Lockerung notwendig wird, die zur Folge haben könnte, dass die Leitzinsen an die Untergrenze Null stoßen. Dies wäre sehr vorteilhaft für den Fall, dass in einem solchen Umfeld unerwünschte disinflationäre Tendenzen entstehen.

In der Praxis könnte eine symmetrischere Aufsichtspolitik auf verschiedene Art und Weise umgesetzt werden. Wären die Aufsichtsinstanzen überzeugt, dass die Systemrisiken gefährlich ansteigen, könnten sie diskretionäre Maßnahmen ergreifen und die Liquiditätsquoten, Beleihungsquoten, Sicherheitenanforderungen, Mindesteinschüsse und Tilgungsfristen straffen. Noch vor einigen Jahren wurden solche Maßnahmen von Zentralbanken in den Industrieländern in der Tat öfter eingesetzt, und in jüngerer Zeit waren sie in Hongkong SVR und andernorts erfolgreich. Wäre die Aufsicht dagegen skeptischer, was ihre Voraussage von Stressereignissen betrifft, dann könnte sie eher mit einigen einfachen Indikatoren arbeiten, um ein umsichtigeres Verhalten zu fördern. Mittels Richtwerten für das Kreditwachstum oder die Preissteigerungen von Vermögenswerten könnten im Prinzip die Risikobewertung, die Bildung von Verlustrückstellungen (für erwartete Verluste) oder der Aufbau von Eigenkapital (für unerwartete Verluste) beeinflusst werden. In Spanien gibt es bereits ein System „dynamischer Verlustrückstellungen“: Die Rückstellungen müssen mit den Kreditvolumina steigen, weil davon ausgegangen wird, dass die über den gesamten Konjunkturzyklus gemessenen Verluste in Zukunft ähnlich hoch sein werden wie in der Vergangenheit.

Auch für eine symmetrischere Geldpolitik sind entweder diskretionäre Maßnahmen oder einfache normative Indikatoren denkbar. Ein Beispiel für diskretionäres Vorgehen sind die Erklärungen der Bank of England wie auch der Reserve Bank of Australia im letzten Jahr, dass bei ihren jeweiligen Zins erhöhungen neben dem starken Wachstum der Nachfrage auch Bedenken wegen steigender Wohnimmobilienpreise und Schuldenstände eine Rolle gespielt hatten. Aus ähnlichen Gründen senkte die Sveriges Riksbank die Zinssätze nicht so weit, wie es angesichts der Unterschreitung ihres Inflationsziels zu erwarten gewesen wäre. Als Beispiel für die Verwendung normativer Indikatoren ließe sich der 2-Säulen-Ansatz der EZB nennen. Hier wäre jedoch vielleicht eher angebracht, Geldmengen- und Kreditdaten einzusetzen, um nicht nur dem Inflationsdruck entgegenzuwirken, sondern Übersteigerungen im Finanzsektor generell.

Konkret ist es sehr schwer festzustellen, wann sich finanzielle Ungleichgewichte aufbauen, von denen erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten zu erwarten sind. Eine systemorientierte Ausrichtung dürfte aber mindestens dafür sorgen, dass die Aufmerksamkeit in die richtige Richtung gelenkt wird. Diejenigen, die sich mit Schwachstellen im Finanzsektor beschäftigen, würden sich dadurch stärker auf Bereiche konzentrieren, wo Stresseinflüsse mit größerer Wahrscheinlichkeit auf andere übergreifen. Das heißt z.B., dass Banken – als diejenigen, die Liquidität bereitstellen – zu Recht mehr Aufmerksamkeit erhalten sollten als manche andere Institute und dass größere Institute stärker zu überwachen sind als kleine. Um diese externen Effekte zu berücksichtigen, müssten die Aufsichtsstandards für solche Institute bei sonst gleichen Voraussetzungen möglicherweise durchaus strenger sein. Angesichts

der wachsenden Bedeutung der Märkte für die Finanzierung und den Transfer von Risiken gälte es außerdem, die Marktüberwachung und die Evaluierung struktureller Entwicklungen weiter zu verbessern. Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme schließlich sind definitionsgemäß auf das Finanzsystem als Ganzes ausgerichtet, sodass die Überwachung ihres effektiven Funktionierens noch wichtiger würde.

Die quantitative Messung von Systemungleichgewichten macht ebenfalls Fortschritte. Hinsichtlich der Verfügbarkeit von Daten hat der IWF eine Liste von Indikatoren für die finanzielle Solidität der einzelnen Länder (Financial Soundness Indicators) vorgestellt, die er bei der Beurteilung des Finanzsektors im Rahmen seines Financial Sector Assessment Program nun versuchsweise anwendet. Hinsichtlich der Überwachung beginnen viele Zentralbanken jetzt mit der Evaluierung der Solidität ihres eigenen Finanzsektors und etwaiger Schwachstellen, die sich aus der finanziellen Verfassung des Unternehmenssektors und der privaten Haushalte ergeben. Die Resultate werden zunehmend in Finanzstabilitätsberichten veröffentlicht. Zudem können die Risiken von Banken- und Währungskrisen seit einigen Jahren immer besser anhand quantitativer Modelle beurteilt werden. Maße für binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, die in der Regel als erhebliche und nachhaltige Abweichungen bestimmter Finanzvariablen von historischen Werten definiert sind, scheinen in der Tat einen gewissen Prognosewert zu besitzen.

Trotz der Fortschritte bei der Beurteilung von Ungleichgewichten bleiben jedoch beträchtliche Unzulänglichkeiten bestehen. Durch eine verbesserte Finanzintermediation sind höhere Schuldenquoten tragfähiger geworden, und das erschwert eine quantitative Beurteilung, wann genau sie die Grenze dieser Tragfähigkeit überschreiten. Zudem sind einige grundlegende Daten tendenziell verzerrt. Externe Ratings, interne Ratings und marktbasierter Messgrößen des Kreditrisikos dürften alle mitunter von Wellen des Optimismus oder Pessimismus beeinflusst werden. Das kann irreführende Signale über die künftigen Gefahren für die einzelnen Teile des Systems zur Folge haben. Bei Prognosen anhand aggregierter Daten bleiben außerdem die Wechselbeziehungen unberücksichtigt, die bisweilen komplex und nicht immer linear sind. Wir müssen mehr darüber wissen, wie die Risiken innerhalb des Systems verteilt sind und wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, dass unterschiedliche Marktteilnehmer in gleicher Weise auf ähnliche Schocks reagieren. Letztlich brauchen wir bessere Möglichkeiten, Stresstests für das Finanzsystem als Ganzes durchzuführen und zu überprüfen, wie die Schocks auf die Realwirtschaft durchschlagen und dadurch weitere Schocks für das Finanzsystem auslösen können, und so weiter. All das wird nicht leicht sein.

Wie würden die für die Finanzstabilität Verantwortlichen reagieren, wenn sich die zuständigen Stellen einig wären, dass ein problematisches Ungleichgewicht im Entstehen sei? Der erste Schritt wären wohl konzertierte Äußerungen der Besorgnis. Die Drohung einer stabilitätspolitischen Reaktion könnte sowohl Gläubiger als auch Schuldner veranlassen, ihre Anlagestrategien zu überprüfen. Sollte tatsächlich der Bedarf eines diskretionären Eingreifens gesehen werden, dürften zuerst regulatorische Maßnahmen gewählt werden, falls der Eindruck bestünde, dass das Finanzsystem in irgendeiner

Weise beeinträchtigt wäre. Eine wichtige neue Erkenntnis für die Aufsicht – im Hinblick auf das Funktionieren des Systems als Ganzes – ist hier, dass das Problem unzulässiger Verallgemeinerungen angemessen berücksichtigt werden müsste: Die richtige Empfehlung für ein einzelnes Institut kann für das System insgesamt falsch sein. Dagegen könnte statt regulatorischer Maßnahmen als Erstes die Geldpolitik eingesetzt werden, wenn sich die Bedenken vor allem auf die wachsenden Verbindlichkeiten der Schuldner bezögen, die Verfassung des Finanzsystems selbst aber noch als gut beurteilt würde.

Was die institutionellen Vorkehrungen betrifft, so besteht das größte Problem der Trennung von Aufsicht und Zentralbank darin, dass Fragen der systemweiten Finanzstabilität auf der Strecke bleiben könnten. Das heißt, die beteiligten Stellen erkennen zwar die entstehenden Probleme, gehen aber davon aus, dass jemand anders sich darum kümmern wird. Um dem vorzubeugen, könnten z.B. hochrangige Vertreter von Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen und Finanzministerien regelmäßig zusammentreffen, um Entwicklungen zu beobachten und Probleme zu erörtern. Auf internationaler Ebene besteht interessanterweise bereits ein solches Gremium, nämlich das Forum für Finanzstabilität, doch in vielen Ländern gibt es kein nationales Pendant. In Ländern, wo ähnliche instanzübergreifende Gremien eingerichtet wurden, um Krisenmanagement und -überwindung zu erleichtern, wäre es am einfachsten, deren Mandat um die Krisenprävention zu erweitern.

Welche Hindernisse stehen einem solchen Konzept in der Praxis entgegen, und wären sie zu beseitigen? Das größte Hindernis wäre vielleicht einfach die fehlende Überzeugung, dass nationale Ungleichgewichte tatsächlich Risiken für die Wirtschaft oder das Finanzsystem bedeuten können, gepaart mit Zweifeln, ob sie je ex ante erkennbar wären – ein neues Konzept wäre nach dieser Argumentation weder notwendig noch funktionsfähig. Der erstgenannte Einwand könnte jedoch entkräftet werden, wenn eine Minimax-Optimierungs-Strategie Akzeptanz fände, die in einem Umfeld großer Unsicherheit mehr Gewicht darauf legen würde, das Schlimmste zu verhüten. Der Rechtfertigungsdruck würde dann nämlich bei denen liegen, die bereit sind, die längerfristigen Risiken einer Politik in Kauf zu nehmen, die stark von historischen Werten abweicht. Und das Erkennen von Ungleichgewichten würde sicherlich erleichtert, wenn die – leider offenbar ständig zunehmenden – historischen Daten über Finanzkrisen näher erforscht würden.

Was würde die Aufsicht im Einzelnen davon abhalten, nach dem vorgeschlagenen Stabilitätskonzept vorzugehen? Ein Problem ist, dass – nach jahrzehntelangem Fokus auf die Einzelinstitute – vielleicht nicht alle Aufsichtsinstanzen die Überzeugung teilen, dass es auch dann zu Instabilität im Finanzsektor kommen kann, wenn die einzelnen Institute in guter Verfassung zu sein scheinen. Ein zweites ist, dass sie zumeist nicht die Befugnisse haben, von denen oben ausgegangen wurde. Was das erste Problem betrifft, so hat sich die Aufsichtskultur bereits erheblich gewandelt, und sie könnte sich noch weiter entwickeln, wenn ein regelmäßigerer Austausch mit anderen stattfände, die sich mit diesen Systemfragen ebenfalls beschäftigen. Und was das zweite Problem angeht, so könnten diese Befugnisse übertragen werden, wenn die Gesetzgeber überzeugt würden, dass dies wünschenswert wäre. Das mag zwar

unwahrscheinlich aussehen, doch es sei daran erinnert, dass es in den 1960er und 1970er Jahren sehr wenig öffentliche Unterstützung für die Inflationsbekämpfung gab. Heute dagegen ist nahezu unumstritten, dass eine solche Politik erstrebenswert ist.

Und die Zentralbanken? Welche spezifischen Überlegungen könnten sie daran hindern, das neue Gesamtkonzept zu befolgen? Zuerst und vor allem könnten sie es im Widerspruch zu dem Bestreben sehen, die Inflation auf niedrigem positivem Niveau zu stabilisieren; das wäre konkret der Fall, wenn die Inflation unter Kontrolle wäre, die Geldpolitik nach dem neuen Konzept aber gestrafft werden müsste. Zunächst ist da vielleicht die Frage zu stellen, ob die Beibehaltung einer niedrigen positiven Inflation angesichts anhaltender positiver Angebotsschocks tatsächlich wünschenswert ist. Diese analytische Frage wurde in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen lebhaft diskutiert und verdient es, wieder aufgegriffen zu werden. Doch selbst unter der Annahme, dass dieses Ziel aufrechterhalten wird, wäre es wohl nicht so schwierig, die derzeitigen inflationsorientierten Strategien so anzupassen, dass sie die Bedenken hinsichtlich nationaler finanzieller Ungleichgewichte berücksichtigen. Bei einem anfangs niedrigen Inflationsniveau finanziellen Übersteigerungen gegenzusteuern ist nichts anderes, als so lange gegen eine Deflation zu kämpfen, wie es die Rückbildung der Übersteigerungen erfordert. In der Praxis könnte eine Zentralbank ihre Geldpolitik wohl meistens genauso betreiben wie heute. Durch ihre öffentlich sichtbare Überwachung von Indikatoren für Schwachstellen im Finanzsystem würde sie jedoch gleichzeitig deutlich machen, dass die Geldpolitik gelegentlich so gestaltet werden muss, dass sie diesen längerfristigen Bedenken hinsichtlich der Preisstabilität Rechnung trägt.

Auf dem Weg zu einem internationalen Gesamtkonzept für die Finanzstabilität?

Eigentlich ist es merkwürdig, dass die nationalen Finanzungleichgewichte nicht weiter oben auf der Prioritätenliste stehen, denn auf internationaler Ebene sind Ungleichgewichte seit Jahrhunderten Anlass zur Sorge. Frühere Regelungen des internationalen Währungssystems waren sogar gezielt daraufhin konzipiert, solche Ungleichgewichte nicht bedrohlich außer Kontrolle geraten zu lassen. Der Goldstandard beispielsweise sah eine (nicht immer reibungslos verlaufende) automatische Anpassung von Ungleichgewichten im Außenhandel vor. Angesichts der sogenannten unmöglichen Trinität behielten die Länder einen festen Wechselkurs und freien Kapitalverkehr bei, mussten aber im Interesse der Systemdisziplin ihre geldpolitische Unabhängigkeit aufgeben. Im Bretton-Woods-System behielten sie feste Wechselkurse und eine unabhängige Geldpolitik, verzichteten aber auf den freien Kapitalverkehr. Der IWF spielte im Wesentlichen die Rolle des „Schiedsrichters“, der insbesondere auf die Länder mit hohem Leistungsbilanzdefizit einwirkte. Später, nachdem die zunehmend liberalisierten Kapitalströme dem Bretton-Woods-System ein Ende bereitet hatten, galten flexible Wechselkurse als der Mechanismus, der Ungleichgewichte im Außenhandel reduzieren würde, bevor sie übermäßig hoch wurden. Mit Blick auf die Höhe der jüngsten

Leistungsbilanzungleichgewichte, vor allem des US-Leistungsbilanzdefizits, wird dieser Mechanismus nun immer öfter in Frage gestellt. Wie bereits erwähnt bestehen die wesentlichsten Bedenken darin, dass ein Einbruch der Nachfrage nach Dollarvermögenswerten Instabilität an den weltweiten Finanzmärkten verursachen könnte oder dass sich protektionistische Tendenzen ausbreiten.

Dies wirft die Frage auf, welche Merkmale des derzeitigen internationalen Währungs- und Finanzsystems zu dieser Situation beigetragen haben und wie sie verändert werden könnten, um künftige Probleme zu vermeiden. Eigentlich geht es wohl darum, dass wir kein System mehr haben, das die Länder in irgendeiner Weise zwingt, den Grad der heimischen Absorption – und entsprechend den Wechselkurs – so anzupassen, dass die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte auf geordnete Weise abgebaut werden. Eine Reihe wichtiger Gläubigerländer, vor allem in Asien, haben beträchtliche Maßnahmen ergriffen, um den Wert ihrer Währungen gegenüber dem Dollar niedrig zu halten. So wird die notwendige effektive Abwärtskorrektur des Dollars verhindert. In Wirklichkeit haben wir also kein reines System flexibler Wechselkurse. Vom Bretton-Woods-System sind wir dennoch weit entfernt. Die Anpassungsgrundsätze des IWF hatten auf die Gläubigerländer nie großen Einfluss, und das gilt heute wohl sogar noch mehr. Zwar ist es prinzipiell denkbar, dass durch Maßnahmen, die mit der Behebung nationaler Ungleichgewichte sowohl in den Gläubiger- als auch in den Schuldnerländern im Einklang stehen, auch die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte abgebaut werden, aber es sollte nicht davon ausgegangen werden. Wahrscheinlich ist es ohnehin nicht. Somit stellt sich die Frage, ob institutionelle Änderungen empfohlen werden können, um den internationalen Anpassungsprozess voranzubringen. Es gibt drei Möglichkeiten.

Erstens könnte darüber nachgedacht werden, zu einem stärker regelbasierten System zurückzukehren. Mehrere Wissenschaftler haben die Einführung einer einheitlichen internationalen Währung vorgeschlagen. Mit Rückicht auf die unmögliche Trinität würde dies bedeuten, dass die nationalen Währungsbehörden ihre geldpolitische Unabhängigkeit aufgeben und noch bestehende Kapitalverkehrskontrollen abschaffen müssten. Realistischer wäre vielleicht die Empfehlung einiger weniger, relativ formeller Währungsblöcke (z.B. auf der Basis des Dollars, des Euro und des Renminbi/Yen), deren Wechselkurse dann aber natürlich freier gegeneinander schwanken müssten. Allerdings könnte es auch bei einem solchen System durch fehlgeleiteten Optimismus bezüglich des einen oder anderen Währungsblocks zu übermäßigen Kapitalströmen kommen, die dann zu abrupten Wechselkursveränderungen und damit verbundenen internationalen Fehlallokationen von Ressourcen führen. In den asiatischen Volkswirtschaften scheinen sich derzeit ganz konkret formellere Kontakte und Verfahren für die regionale währungspolitische Zusammenarbeit herauszubilden. Von einem Wechselkursmechanismus wie demjenigen, der dem Euro vorausging, sind sie jedoch noch weit entfernt, von einer einheitlichen Währung ganz zu schweigen.

Eine zweite Möglichkeit könnte sein, zu einem Bretton-Woods-ähnlichen System zurückzukehren. Die Geschichte lehrt uns jedoch, dass das nur dann

reibungslos funktionieren würde, wenn der Kapitalverkehr stärker beschränkt wäre, als dies gegenwärtig der Fall ist, und auch das hätte seinen Preis. Außerdem müsste der IWF viel mehr Macht bekommen, um sowohl Gläubiger als auch Schuldner zwingen zu können, ihre Aufgabe im internationalen Anpassungsprozess wahrzunehmen. Das wiederum könnte den Anreiz für die Länder reduzieren, sozusagen als „Versicherung“ massive Reservenbestände zu akkumulieren. Selbstverständlich wäre es nicht leicht, Länder – vor allem große – davon zu überzeugen, auf diese Art und Weise freiwillig ihre Souveränität einzuschränken.

Drittens – und am vielversprechendsten in der realen Welt – könnten informelle kooperative Lösungen erwogen werden, die berücksichtigen, dass Wechselbeziehungen vorhanden sind und dass es Umstände zu vermeiden gilt, die zu systemweiten Störungen führen könnten. Dies würde zumindest erfordern, dass große Gläubigerländer einen regelmäßigen Gedanken-austausch mit den Schuldern darüber pflegen, ob sich Probleme abzeichnen und welche Maßnahmen helfen könnten, sie zu lösen. Im Kontext der unmöglichen Trinität würde dies bedeuten, dass die Entscheidungsträger in den einzelnen Ländern gelegentlichen Einschränkungen ihres Handlungsspielraums zustimmen müssten. Ähnlich wie bei den Bemühungen um den Abbau nationaler Ungleichgewichte dürfen aber die Hindernisse – bedingt durch Unterschiede in der Einschätzung des Systemrisikos, im kulturellen Umfeld und in den analytischen Modellen sowie einfach durch nationale Interessen – nicht unterschätzt werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass alle wirtschaftspolitischen Entscheidungen auch Trade-offs und subjektive Beurteilungen beinhalten, und der Bereich der systemweiten Finanzstabilität bildet da keine Ausnahme. Einerseits haben das stabilere makroökonomische Umfeld der letzten zwanzig Jahre und die ihm zugrundeliegenden Rahmenbedingungen fraglos Vorteile mit sich gebracht. Andererseits sind Belege für sich abzeichnende Spannungen nicht schwer zu finden, und künftige Probleme können nicht ausgeschlossen werden. Hier an dieser Stelle soll gesagt werden, dass finanzielle Ungleichgewichte – im Inland wie auf internationaler Ebene – systematischer Beachtung bedürfen und dass dies vielleicht durch eine Weiterentwicklung des derzeitigen Handlungsrahmens gewährleistet werden könnte. Zwar gibt es offensichtliche Hindernisse, die dem entgegenstehen, aber diejenigen, die der Überzeugung sind, dass es ein Problem zu bekämpfen gilt, würden sie nicht als unüberwindbar bezeichnen.

Inhalt

Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit	177
Organisation und Führungsstruktur der Bank	177
<i>Die Bank, ihr Management und ihre Aktionäre</i>	177
<i>Organigramm der BIZ per 31. März 2005</i>	179
Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ 2004/05	179
<i>75 Jahre Zusammenarbeit unter Zentralbanken</i>	179
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i>	180
<i>Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken</i>	181
<i>Repräsentanzen</i>	186
<i>Institut für Finanzstabilität</i>	187
Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse	188
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i>	188
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem</i>	190
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i>	192
<i>Märkteausschuss</i>	192
<i>Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung</i>	193
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich	193
<i>Zehnergruppe (G10)</i>	193
<i>Forum für Finanzstabilität</i>	194
<i>Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden</i>	196
<i>Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen</i>	197
Finanzdienstleistungen der Bank	197
<i>Bankdienstleistungen</i>	197
<i>Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2004/05</i>	198
<i>Grafik: Kundenanlagen nach Produkt</i>	199
<i>Die Bank als Agent und Treuhänder</i>	200
Institutionelles und Administratives	200
<i>Rücknahme und Wiederveräußerung von BIZ-Aktien</i>	200
<i>Verwaltung der Bank</i>	201
Der Reingewinn und seine Verwendung	204
<i>Reingewinn</i>	204
<i>Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns</i>	205
<i>Bericht der Buchprüfer</i>	206
Verwaltungsrat und oberste Führungsebene	207
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene	208
Mitgliedszentralbanken der BIZ	210

Jahresabschluss	211
Bilanz	212
Gewinn- und Verlustrechnung	213
Mittelflussrechnung	214
Vorgeschlagene Gewinnverwendung	215
Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank	215
Veränderungen des Eigenkapitals der Bank	216
Anmerkungen zum Jahresabschluss	217
Bericht der Buchprüfer	237
5-Jahres-Überblick	238

Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit

Dieses Kapitel skizziert die interne Organisation und die Führungsstruktur der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (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 BIZ 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 560 Personen aus 49 Ländern beschäftigt.

Die BIZ erfüllt ihre Aufgaben als:

- Forum, das den Austausch unter Zentralbanken fördert und deren Entscheidungsfindung erleichtert sowie den Dialog mit anderen Gremien unterstützt, die Verantwortung für Finanzstabilität tragen
- Zentrum für Währungs- und Wirtschaftsforschung
- erste Adresse für die Finanzgeschäfte von Zentralbanken
- Agent oder Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Finanztransaktionen

Die Bank stellt auch das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Organisationen, die sich um die Förderung der Stabilität im Finanzbereich bemühen:

- 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 letzten 40 Jahre von den Präsidenten der G10-Zentralbanken eingesetzt und entscheiden recht autonom über ihre Arbeitsthemen und die Organisation ihrer Tätigkeiten
- Das Forum für Finanzstabilität (FSF), die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) und die internationale Vereinigung der Einlagensicherungen (IADI) sind als unabhängige Organisationen weder der BIZ noch ihren Mitgliedszentralbanken direkt unterstellt

Die Aufgaben und jüngsten Aktivitäten dieser Ausschüsse und Organisationen werden weiter unten näher erläutert.

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

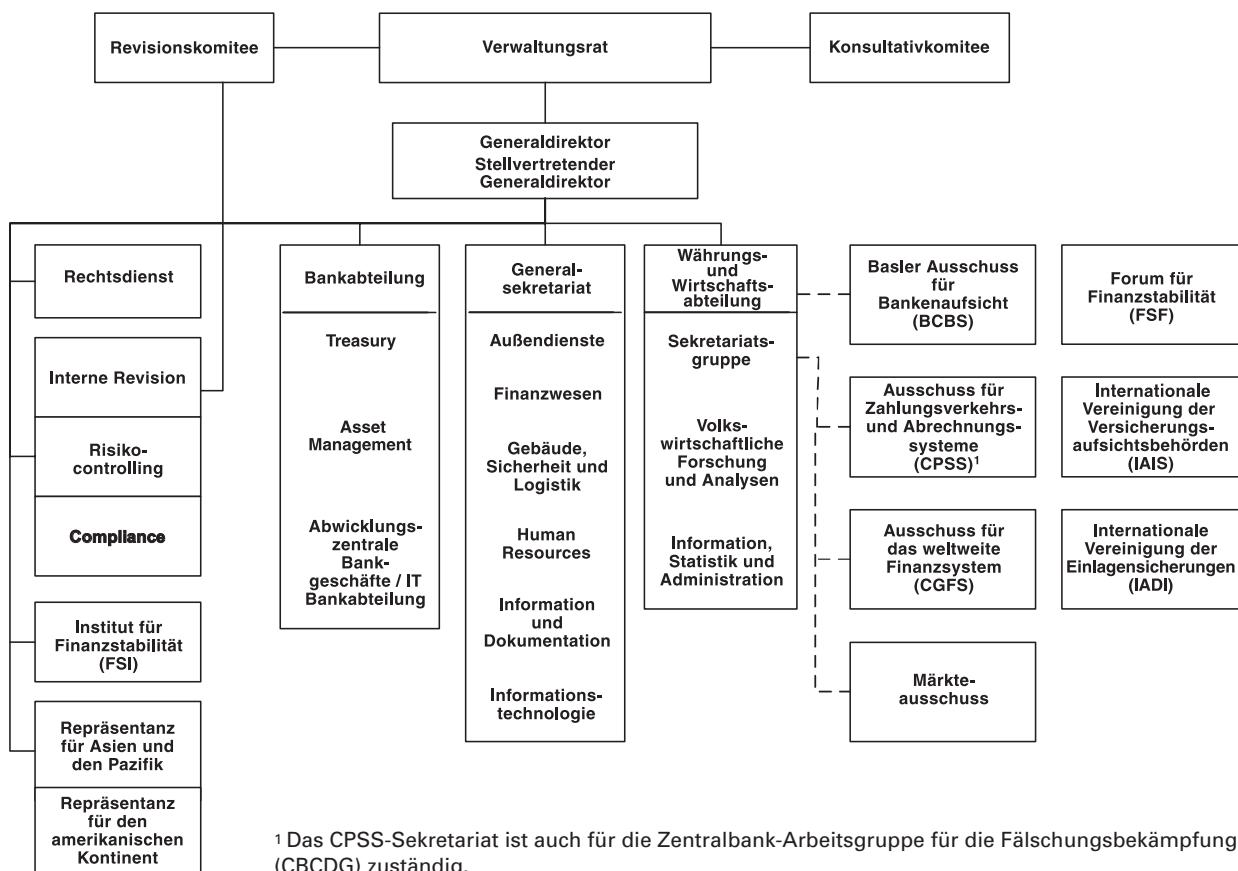
Die drei wichtigsten Führungs- und Verwaltungsgremien der Bank sind:

- die Generalversammlung der Mitgliedszentralbanken. 55 Zentralbanken bzw. Währungsbehörden sind derzeit bei der Generalversammlung stimmberechtigt. Die ordentliche Generalversammlung findet alljährlich innerhalb von vier Monaten nach dem 31. März, dem Ende des Geschäftsjahres der Bank, statt. 2004 waren 113 Zentralbanken vertreten, davon 93 durch ihren Präsidenten. Zudem nahmen Delegierte von 19 internationalen Organisationen teil
- der Verwaltungsrat, der gegenwärtig 17 Mitglieder umfasst. Zu seinen Hauptaufgaben gehören die Festlegung der strategischen Ausrichtung der Bank und ihrer Geschäftspolitik sowie die Überwachung der Geschäftsleitung. Unterstützt wird er vom Revisionskomitee und vom Konsultativkomitee, denen bestimmte Verwaltungsratsmitglieder angehören
- die Geschäftsleitung unter dem Vorsitz des Generaldirektors, die sich außerdem aus dem Stellvertretenden Generaldirektor, den Leitern der drei Hauptabteilungen der Bank sowie anderen vom Verwaltungsrat ernannten Beamten gleichen Ranges zusammensetzt. Die Geschäftsleitung berät den Generaldirektor in allen wichtigen Fragen, die die Bank als Ganzes betreffen

Im vergangenen Jahr überprüfte die Bank ihre Führungsstruktur auf ihre Vereinbarkeit mit den geltenden Grundsätzen einer soliden Unternehmensführung. Dabei wurden die besonderen Merkmale und Aufgaben der BIZ als internationale Organisation berücksichtigt. Die Überprüfung ergab, dass gewisse Abweichungen zwischen den Statuten der Bank und der derzeitigen Praxis dazu führen, dass die Verteilung der Entscheidungsbefugnisse in der Bank nicht genügend transparent ist. Der Verwaltungsrat beauftragte daraufhin ein Komitee, bestehend aus einigen seiner Mitglieder, konkrete Vorschläge auszuarbeiten. Das Komitee empfahl eine Reihe von Änderungen der Statuten der Bank, die vom Verwaltungsrat befürwortet wurden. Diese Änderungen sollen vor allem dazu dienen, die Führungsstruktur der Bank transparenter zu gestalten, indem die Statuten mit der derzeitigen Praxis in Einklang gebracht werden. Auf Vorschlag des Verwaltungsrats werden die Statutenänderungen den Mitgliedszentralbanken bei einer außerordentlichen Generalversammlung, die am selben Tag wie die ordentliche Generalversammlung der Bank für das Jahr 2005 stattfindet, zur Genehmigung vorgelegt.

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.

Organigramm der BIZ per 31. März 2005



Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ 2004/05

75 Jahre Zusammenarbeit unter Zentralbanken

2005 feiert die BIZ ihr 75-jähriges Bestehen. Die Bank wurde im Rahmen der Zweiten Haager Konferenz am 20. Januar 1930 gegründet und nahm ihre Tätigkeit in Basel offiziell am 17. Mai 1930 auf. Aus diesem Anlass organisiert die BIZ eine Reihe spezieller Veranstaltungen. Im Mai kam im Verlag Cambridge University Press das Buch *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930–1973* heraus, eine unabhängige, 1999 von der BIZ in Auftrag gegebene Forschungsarbeit, die von Gianni Toniolo, Professor für Volkswirtschaft an der Università di Roma Tor Vergata, Italien, in Zusammenarbeit mit Piet Clement, dem Historiker der BIZ, durchgeführt wurde. Im Zusammenhang mit dem Erscheinen dieses Buchs veranstaltet die Bank eine nicht öffentliche wissenschaftliche Konferenz zum Thema *Past and future of central bank cooperation*.

Unter dem Titel „this is the biz“ zeigt die BIZ außerdem zum ersten Mal eine der Öffentlichkeit zugängliche Ausstellung. Die zweiwöchige Ausstellung im BIZ-Turm in Basel zeichnet die Entstehung der Bank nach, zeigt ihre Entwicklung von einer überwiegend europäischen zu einer globalen Organisation

auf und beleuchtet ihre heutige Rolle bei der Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und anderen Gremien des öffentlichen Sektors, die für die Währungs- und Finanzstabilität verantwortlich sind.

Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen

Alle zwei Monate treffen sich die Präsidenten und andere hochrangige Vertreter der BIZ-Mitgliedszentralbanken, um in einer Reihe von Sitzungen über die aktuellen Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich sowie die Aussichten für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte zu diskutieren. Außerdem tauschen sie Gedanken und Erfahrungen zu aktuellen Themen von besonderem Interesse für Zentralbanken aus. Diese Treffen im 2-Monats-Rhythmus sind eines der wichtigsten Mittel, mit denen die BIZ die Kooperation unter den Zentralbanken fördert. Zudem organisiert die Bank für hochrangige Mitarbeiter der Zentralbanken verschiedene weitere regelmäßige Sitzungen und Ad-hoc-Treffen. Bei diesen Treffen werden immer wieder auch andere Finanzbehörden sowie Vertreter aus dem privaten Finanzsektor und aus wissenschaftlichen Kreisen eingeladen, sich am Dialog zu beteiligen.

Im Rahmen der Weltwirtschaftssitzungen beobachten die Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer und aufstrebenden Volkswirtschaften die Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich und beurteilen die Risiken und Chancen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten weltweit. In der Sitzung der G10-Zentralbankpräsidenten bzw. in der (erstmals im März 2005 abgehaltenen und künftig voraussichtlich dreimal im Jahr stattfindenden) Sitzung der Gouverneure der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften werden oft konjunkturelle Fragen von besonderer Relevanz für diese beiden Ländergruppen vertieft. Die G10-Zentralbankpräsidenten diskutieren außerdem Fragen im Zusammenhang mit der Arbeit der bei der BIZ ansässigen ständigen Ausschüsse.

Da nicht alle Zentralbanken direkt an der Arbeit der Ausschüsse und anderer bei der BIZ ansässiger Gremien beteiligt sind, wurde im Januar 2004 ein regelmäßiges sogenanntes Review Meeting for Governors ins Leben gerufen, bei dem die betreffenden Zentralbankpräsidenten über die Aktivitäten dieser Gremien informiert werden. Gelegentlich werden bei dieser Sitzung auch Themen von unmittelbarer Bedeutung für diese Gruppe von Zentralbanken behandelt. Im Geschäftsjahr 2004/05 waren dies:

- das sich wandelnde Zinsumfeld in den aufstrebenden Volkswirtschaften
- Zentralbanken und Versicherungsbranche
- Umsetzungsfragen zu Basel II
- Aufdecken von Schwachstellen in den aufstrebenden Volkswirtschaften
- Zentralbanken und Prävention von Banknotenfälschung
- die internationalen Finanzstatistiken der BIZ

In den Sitzungen der Präsidenten aller BIZ-Mitgliedszentralbanken schließlich standen Fragen von eher struktureller Art oder allgemeinem Interesse auf der Tagesordnung:

- die sich verändernde Bedeutung der Rating-Agenturen an den Finanzmärkten

- Weltweiter „Liquiditätsüberschuss“: ein Problem mit Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik?
- Wie viel Kapital benötigen Zentralbanken?
- Zusammensetzung und Funktionsweise von geldpolitischen Entscheidungsgremien
- Ist ein neues weltweites Währungsgefüge im Entstehen?

Bei der Analyse von Fragen zur Finanzstabilität legen die Zentralbankpräsidenten Wert auf einen Dialog mit den Leitern von Aufsichtsinstanzen, anderen Finanzbehörden und hochrangigen Vertretern des privaten Finanzsektors. Die BIZ organisiert regelmäßig informelle Gespräche von Vertretern des öffentlichen und des privaten Sektors, bei denen die gemeinsamen Anliegen beider Seiten hinsichtlich Aufbau und Aufrechterhaltung eines soliden, gut funktionierenden Finanzsystems im Mittelpunkt stehen. Besondere Erwähnung verdienen die letztjährigen Gespräche über die Auswirkungen des Hedge-Fonds-Wachstums auf den Finanzsektor und die Verlagerung bei der Tätigkeit der Geschäftsbanken in Richtung Privatkundengeschäft.

Weitere, weniger regelmäßig stattfindende Treffen von hochrangigen Vertretern von Zentralbanken sind u.a.:

- die zweimal im Jahr stattfindende Sitzung der Zentralbankvolkswirte, bei der es im Oktober 2004 um die Beziehung zwischen Wechselkursen und Geldpolitik ging
- die Seminare zur Geldpolitik, die nicht nur in Basel, sondern unter der Ägide einer Reihe von Zentralbanken auch in Asien, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika stattfinden
- die Sitzung der stellvertretenden Gouverneure der Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften, deren Thema in diesem Jahr die Devisenmarktinterventionen waren

Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter Zentralbanken

Forschungsarbeit

Die BIZ trägt nicht nur dadurch zur internationalen Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich bei, dass sie für die Sitzungen der Zentralbankvertreter Hintergrundmaterial liefert und für die Ausschüsse Sekretariatsdienstleistungen erbringt. Sie führt auch selbst 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*, den *Quartalsbericht* und die Reihen der *BIS Papers* und *BIS Working Papers* sowie in externe Fachpublikationen ein. Ein Großteil der Forschungsarbeit wird auf der BIZ-Website (www.bis.org) veröffentlicht. Themenbeispiele des letzten Jahres waren:

- Messung und Bewertung des Kreditrisikos, wie es sich in Bezug auf einzelne Schuldner, den Finanzsektor und die Länder als Ganzes („Länderrisiko“) sowie in den Entscheidungen der einzelnen Finanzinstitute und an den Märkten insgesamt manifestiert

- Entwicklung der Immobilienpreise, insbesondere bei Wohnimmobilien, und deren Folgen für die Gesamtwirtschaft und den Finanzsektor
- Koordinationsbedarf zwischen Geld- und Aufsichtspolitik

Wiederum organisierte die BIZ besondere Veranstaltungen, um den Kontakt mit wissenschaftlichen Kreisen zu vertiefen. Im Juni 2004 fand eine Konferenz über Niedriginflation und Deflation statt, bei der die diesen Phänomenen zugrundeliegenden ökonomischen Kräfte und ihre Bedeutung z.B. für die Geldpolitik zur Sprache kamen. Im September veranstaltete die BIZ einen Workshop über die Bewertung des Kreditrisikos mit einer Standortbestimmung zur jüngsten Entwicklung in diesem Bereich.

Als neue internationale Initiative wurde im Berichtsjahr das *International Journal of Central Banking* aus der Taufe gehoben – eine von zahlreichen Zentralbanken und der BIZ getragene Fachzeitschrift. Deren Ziel ist in erster Linie die Verbreitung von hochwertigen und für die Entscheidungsträger relevanten Forschungsergebnissen zu Zentralbankthemen aus Zentralbanken und anderen wissenschaftlichen Kreisen. Die Zeitschrift erschien erstmals im Mai 2005.

Kooperation im Bereich Statistik

Im vergangenen Jahr koordinierte die BIZ die fünfte Ausgabe der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivativmärkten (*Triennial Central Bank Survey*). Insgesamt 52 Zentralbanken nahmen diesmal daran teil. Die Erhebung enthält umfassende standortbezogene Zahlen zu den Umsätzen an diesen Märkten im April 2004 sowie Angaben über die per Ende Juni 2004 ausstehenden konsolidierten Beträge. Der detaillierte Schlussbericht wurde im März 2005 veröffentlicht.

Die BIZ arbeitete auch mit den Zentralbanken der G10-Länder zusammen, deren Banken aktiv an den Märkten für außerbörsliche Derivate teilnehmen: Die halbjährlich stattfindende Erhebung, Zusammenstellung und Veröffentlichung aggregierter Daten zu diesen Märkten soll verbessert werden. Ende 2004 begann die Datenerhebung zu Credit Default Swaps. Seit Ende 2004 publiziert die BIZ auch Daten über die Konzentration des Handels in den unterschiedlichen Segmenten des außerbörslichen Marktes.

Es gab Gespräche mit einer Reihe weiterer Zentralbanken und Währungsbehörden, u.a. an Offshore-Finanzplätzen, über das Melden von aggregierten nationalen Daten zum globalen Kreditgeschäft der international tätigen Banken in ihrem Zuständigkeitsgebiet. Diese Statistiken – derzeit auf der Basis von 38 meldenden Institutionen – werden auf Zahlungsbilanz- und weltweit konsolidierter Basis veröffentlicht. Bei den weltweit konsolidierten Daten sind seit Ende 2004 detailliertere Angaben zum letztlichen Risiko, einschließlich außerbilanzieller Daten, verfügbar.

Der geografische Erfassungsbereich für den inländischen Wertpapierabsatz hat sich um fünf neue Berichtsländer auf insgesamt 47 erweitert. Außerdem hat sich die BIZ bereit erklärt, bei der von der EZB lancierten zentralisierten Wertpapierdatenbank (Centralised Securities Database, CSDB) mitzuwirken, die die in der BIZ-Datenbank bereits enthaltenen Daten zu 700 000 einzelnen internationalen Wertpapieren sinnvoll ergänzt.

Die BIZ-Daten zum Bankgeschäft und zu den Wertpapiermärkten sind Bestandteil der Joint External Debt Statistics, in denen Daten über die Auslandsverschuldung der einzelnen Länder auf der Basis von Gläubigerdaten enthalten sind. Im vergangenen Jahr arbeitete die Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, in der die BIZ vertreten ist, an der Schaffung eines sogenannten Joint External Debt Hub. Dieser verknüpft die verbesserten Auslandsverschuldungsstatistiken der Gläubigerbanken mit den entsprechenden Daten, die die Schuldnerländer offen legen.

Die detaillierten Daten der internationalen BIZ-Statistiken werden den teilnehmenden Zentralbanken via BIZ-Datenbank elektronisch zur Verfügung gestellt. Diese Datenbank enthält auch umfangreiche länderspezifische Daten zu anderen Wirtschafts-, Währungs- und Finanzvariablen. Im vergangenen Jahr wurden zwei weitere Zentralbanken berichtende Mitglieder der Datenbank, die nun 34 BIZ-Mitgliedszentralbanken in allen großen Regionen abdeckt. Auch inhaltlich wurde die Datenbank wiederum erweitert und umfasst neuerdings auch Rechnungslegungsdaten, Indikatoren für die systemorientierte Aufsicht und Immobilienpreise. Alle übrigen BIZ-Mitgliedszentralbanken wurden Anfang 2005 eingeladen, eine begrenzte Anzahl wichtiger statistischer Indikatoren für ihr Land an die BIZ-Datenbank zu melden.

Im September 2004 fand bei der BIZ die zweite Konferenz des Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics (IFC) statt. Die drei behandelten Themenbereiche waren „Preisindizes“, „Wirtschaft, Produktionslücken und Produktivität“ sowie „Finanzausweise“. Die Ergebnisse wurden in verschiedenen *IFC Bulletins* veröffentlicht. Die Unterlagen einer gemeinsamen Konferenz der BIZ und des IWF über Immobilienindikatoren für Finanzstabilitätsanalysen wurden im April 2005 in der Reihe *BIS Papers* veröffentlicht.

Bei der internationalen Zusammenarbeit in Bezug auf elektronische Standards für den Austausch statistischer Informationen wurden wichtige Fortschritte verzeichnet. Die Initiative für den Austausch statistischer Daten und Metadaten (Statistical Data and Metadata Exchange, SDMX), bei der die BIZ mit Eurostat, EZB, IWF, OECD, UNO und Weltbank zusammenarbeitet, hat sich auf eine erste Version von Standards für den webbasierten Austausch statistischer Daten geeinigt. Die Standards wurden im September 2004 auf der SDMX-Website (www.sdmx.org) veröffentlicht und im April 2005 von der internationalen Organisation für Normung (International Organization for Standardization, ISO) als technische Spezifikation genehmigt. Damit wurden sie als internationale Standards verankert. Es wurde Kontakt zu XBRL International aufgenommen, wo ähnliche Standards für Rechnungslegungsdaten erarbeitet wurden, um zu gewährleisten, dass die entstehenden Rahmenkonzepte für den Austausch von statistischen und buchhalterischen Informationen möglichst kompatibel sind.

Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken

Die BIZ ist bestrebt, die Organisationsstruktur und Führung von Zentralbanken als staatlichen Entscheidungsgremien zu verbessern, wobei stets die wirtschaftlichen, institutionellen und historischen Gegebenheiten in den einzelnen Ländern berücksichtigt werden sollen. Die Central Bank Governance Group,

das zentrale Gremium in diesem Zusammenhang, diskutiert entsprechende Fragen auf höchster Ebene und beaufsichtigt das Sammeln einschlägiger Informationen durch das Network on Central Bank Governance.

Die Governance Group ist ein repräsentatives Gremium der Präsidenten eines breit abgestützten Kreises von Zentralbanken. Die Präsidenten anderer Zentralbanken werden von Zeit zu Zeit eingeladen, an den Diskussionen über für sie besonders relevante Fragen teilzunehmen. Im vergangenen Jahr befasste sich die Governance Group z.B. mit den Dienstleistungen von Zentralbanken für den Staat, der Art der finanziellen Risiken von Zentralbanken und ihrem Risikomanagement sowie dem für die Erfüllung ihres Auftrags erforderlichen Rechtsschutz. Wie von der Governance Group empfohlen, behandelt die Bank diejenigen Fragen zu Führungs- und Überwachungsmechanismen vorrangig, die für eine erfolgreiche Arbeit unabhängiger und verantwortlich entscheidender Währungsbehörden von besonders großer Bedeutung sind.

Das Governance Network umfasst derzeit über 45 wichtige Zentralbanken und Währungsbehörden aus aller Welt. Die Mitglieder arbeiten aktiv daran mit, Informationen zum Auftrag, zu den Befugnissen, zur Führung und zu den Verantwortlichkeiten von Zentralbanken zu sammeln, die die einzelnen Institutionen zur eigenen Stärkung nutzen können.

Ausschuss der EDV-Fachleute der G10-Zentralbanken

Im Juni 2004 fand die 12. „Automation Days“-Konferenz des Ausschusses der EDV-Fachleute statt, zu der alle drei Jahre eingeladen wird. Gastgeber war die Schweizerische Nationalbank. Schwerpunkte der Präsentationen und Diskussionen waren IT-Management und -Organisation, Sicherheitsfragen, Softwarebeschaffung und Informationsmanagement. Einige Trends sind deutlich erkennbar:

- Im IT-Bereich wird immer mehr Gewicht auf die Evaluierung und Einführung wirksamerer Führungs- und Überwachungsmechanismen gelegt
- Trotz der bedeutenden Risiken nutzen Zentralbanken zunehmend das Internet, um Informationen an externe Kunden und andere Organisationen zu übermitteln
- Der steigende Bedarf an Systemen und Dienstleistungen bei gleichzeitiger Begrenzung des Personalbestands wird immer häufiger durch Auslagerung gedeckt
- Viele Zentralbanken führen Informationsmanagementsysteme ein. Die Umstellung auf Dokumentenmanagement-Technologie stellt dabei sowohl technisch als auch organisatorisch eine besondere Herausforderung dar

Weitere Themen bei den halbjährlichen Ausschusssitzungen waren Notfallplanung, IT-Strategie (mit ihren Konsequenzen für die IT-Organisation) sowie größere laufende oder geplante Infrastruktur- und Anwendungsprojekte.

Mit dem Schwerpunkt IT-Sicherheit leistet die Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen einen wichtigen Beitrag zur Arbeit des Ausschusses der EDV-Fachleute. Im letzten Jahr verfasste sie beispielsweise einen ausführlichen Bericht über die Sicherheitsaspekte im Zusammenhang mit dem rasant zunehmenden

Einsatz von mobiler Technologie wie Laptops oder Handheld-Geräten durch Mitarbeiter von Zentralbanken.

Interne Revision

Seit 1986 pflegen die internen Revisoren der G10-Zentralbanken einen regelmäßigen Wissens- und Erfahrungsaustausch und diskutieren immer wieder neue Themen und Herausforderungen. Dabei geht es in der Regel auch um internationale Standards für die interne Revision und die stete Notwendigkeit, das Risikocontrolling in den Zentralbanken zu verbessern. Die Interne Revision der BIZ ist zweimal im Jahr Gastgeber und Organisator des Treffens der G10-Arbeitsgruppe für IT-Revisionsmethoden.

Im Juni 2004 nahm die BIZ an der 18. Jahrestagung der Leiter der internen Revision der G10-Zentralbanken teil, die von der Banca d'Italia organisiert wurde. Die wichtigsten Themen waren die Rolle der internen Revision bei der Förderung der moralischen Werte und des ethischen Bewusstseins in einer Organisation, die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act, die Beratungsfunktion der internen Revision, die Rolle der internen Revision in Bezug auf die Führungs- und Überwachungsmechanismen im IT-Bereich sowie die Prüfung der Notfallplanung.

Nach mehreren Sitzungen der Leiter der internen Revision von Zentralbanken und Währungsbehörden im Asien-Pazifik-Raum hat die Interne Revision der BIZ ein Netz für den Kontakt und den Informationsaustausch mit diesen Institutionen geknüpft.

Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen

Die Zusammenarbeit mit verschiedenen regionalen Zusammenschlüssen von Zentralbanken ist eine gute Gelegenheit, Informationen weiterzugeben und Beziehungen zu Zentralbanken zu pflegen, die sonst nicht direkt an der Tätigkeit der BIZ teilhaben. So organisierte die Bank eine ganze Anzahl gemeinsamer Veranstaltungen mit regionalen Gruppierungen, z.B.:

- eine Reihe von Sitzungen mit der SEACEN-Gruppe (South East Asian Central Banks), an denen mehrere Referenten der BIZ teilnahmen
- eine gemeinsame Sitzung mit den Zentralbanken der Southern African Development Community (SADC) Anfang 2005
- gelegentliche gemeinsame Veranstaltungen mit dem Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Die BIZ entsandte auch Referenten zu 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 de France, 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 entsandte sie eine Reihe ihrer Fachleute zu Schulungen des Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (MEFMI). Wie in der ursprünglichen Vereinbarung vorgesehen, ist die BIZ seit August 2004 nicht mehr formell am Joint Vienna Institute (JVI) beteiligt, sie organisiert dort aber nach wie vor gelegentlich Seminare für Zentralbanken von Volkswirtschaften im Übergang.

Zusätzlich zu ihrer regelmäßigen jährlichen Sitzung organisierte die Group of Coordinators of Technical Cooperation and Training im November 2004 in Basel ein Ad-hoc-Treffen der Ausbildungsanbieter für Zentralbanken aus aller Welt, an dem Vertreter von über 40 Instituten teilnahmen.

Plattform für die Forschung der Zentralbanken

Seit Jahren gibt es auf der BIZ-Website auch ein Verzeichnis mit Links zu Websites von Zentralbanken. 2004 führte die BIZ den Central Bank Research Hub ein, eine Plattform, die von der BIZ-Website aus Zugang zu von Zentralbanken veröffentlichten Forschungsarbeiten gewährt. Internet-Benutzer können die Arbeiten mittels vielfältiger Suchkriterien aufrufen oder sich per E-Mail-Abonnement automatisch darüber informieren lassen. Alle BIZ-Mitgliedszentralbanken wurden eingeladen, ihre Forschungsarbeiten über diese Plattform zur Verfügung zu stellen, und bisher beteiligen sich Zentralbanken in 25 Ländern.

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. Die Repräsentanzen sollen die Beziehungen zwischen der BIZ und den Zentralbanken, Währungsbehörden und Aufsichtsinstanzen in der jeweiligen Region stärken und die Zusammenarbeit fördern. So verbessern sie den Austausch von Informationen und Daten, helfen bei der Organisation von Sitzungen und Seminaren und tragen zur wirtschafts- und finanzwissenschaftlichen Forschung der Bank über die Asien-Pazifik-Region bzw. den amerikanischen Kontinent bei. Forschungsthemen des letzten Jahres waren beispielsweise die Trends bei den regionalen Kapitalströmen, die regionalen Devisenmärkte und Märkte für Quasi-Terminkontrakte (NDF), die binnengesetzlichen Folgen umfangreicher Währungsreserven sowie die Mikrostruktur der asiatischen Finanzmärkte.

Die Repräsentanzen unterstützen außerdem 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 und täglichen Handel betreibt, hat die BIZ den Umfang und die Bandbreite ihrer Bankdienstleistungen für die Kunden im Asien-Pazifik-Raum noch erweitert.

Im Dezember 2004 übertrugen die elf Mitglieder der EMEAP-Gruppe (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) der BIZ die Administration ihrer Anlagen in einem zweiten Asian Bond Fund (ABF2). Der Fonds soll Währungsreserven der Zentralbanken und Währungsbehörden in Inlandswährungsanleihen staatlicher und staatsnaher Emittenten aus acht EMEAP-Volkswirtschaften investieren. Die Bank war bereits im Juni 2003 zum Verwalter des ersten Asian Bond Fund bestimmt worden, für den ebenfalls ein Pool von Reserven der EMEAP-Mitglieder gebildet, jedoch ausschließlich in auf US-Dollar lautenden Anleihen angelegt wurde. Um die damit verbundenen

Aufgaben zu bewältigen, wurde der Personalbestand der Bank in Hongkong deutlich aufgestockt. Die Repräsentanz Asien unterstützt das Projekt auch durch Analysen über die Anleihemärkte in der Region.

Der Asian Consultative Council (ACC), ein Forum für die Kommunikation zwischen den BIZ-Aktionärszentralbanken der Region sowie dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung der Bank, kam im Juni 2004 in Basel und im Februar 2005 in Hongkong zusammen. Im Anschluss an die Februar-Sitzung fand in Hongkong die siebte Sondersitzung asiatischer Zentralbankpräsidenten statt, an der auch einige Zentralbankgouverneure aus nicht asiatischen Ländern teilnahmen. Themen waren die aktuelle Wirtschaftslage sowie Fragen im Zusammenhang mit der zunehmenden Verschuldung der privaten Haushalte in der Region.

Mehrere Treffen zu spezifischen Themen der Geldpolitik und der Finanzstabilität wurden von der Repräsentanz Asien veranstaltet bzw. unterstützt:

- das dritte Treffen der Zentralbankexperten für geldpolitische Verfahren (April 2004)
- die achte und neunte Sitzung des EMEAP-Forums über Devisenmärkte (Juni bzw. Dezember 2004)
- zwei Sitzungen über Finanzstabilität, gemeinsam mit dem Institut für Finanzstabilität (FSI) bzw. dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) veranstaltet (Juli bzw. September 2004)
- zwei Sitzungen in Beijing, eine über die Öffnung des chinesischen Finanzsektors und eine über effektive Wechselkurse (März 2005)

In der Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent standen im zweiten Tätigkeitsjahr der Ausbau der Kontakte zu den Zentralbanken der Region und eine engere Zusammenarbeit mit den regionalen Zentralbankgruppen und Aufsichtsinstanzen im Mittelpunkt. Teils gemeinsam mit regionalen Zentralbanken und anderen Institutionen organisierte bzw. unterstützte die Repräsentanz auch mehrere hochrangig besetzte Treffen in Mexiko-Stadt und an anderen Orten:

- ein Kontakttreffen des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (CGFS) über Direktinvestitionen im Finanzsektor Lateinamerikas (Juni 2004)
- ein Seminar zur Geldpolitik in Lateinamerika (Oktober 2004)
- ein Diskussionsforum zur Umsetzung von Basel II mit den Leitern der Bankenaufsicht in der Region, Teilnehmern des privaten Sektors und Vertretern internationaler Finanzorganisationen (Dezember 2004)
- ein Treffen der regionalen Zentralbankexperten für das Reservenmanagement (November 2004)
- ein Treffen von Zentralbankjuristen der Region (Februar 2005)
- ein Treffen über Finanzintegration und Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften (März 2005)

Institut für Finanzstabilität

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) unterstützt die Aufsichtsorgane im Bankensektor und in der Versicherungsbranche weltweit bei der Verbesserung der Aufsicht. Es verfolgt zielstrebig die Verbreitung von

Standards und Praxisempfehlungen und leistet Unterstützung in einer Vielzahl von Aufsichtsfragen.

Das FSI pflegt den Kontakt mit seinen Adressaten vor allem mittels hochrangig besetzter Treffen, Seminare und Konferenzen in Basel und auf der ganzen Welt. Diese Veranstaltungen bieten Gelegenheit zum Informationsaustausch und fördern zudem die grenzüberschreitenden Kontakte und die internationale Zusammenarbeit unter Aufsichtsinstanzen. In Anbetracht des anhaltenden Wachstums von Finanzkonglomeraten und der Bedeutung von Fragen zur Risikoübertragung bringt das FSI auch Aufsichtsinstanzen des Banken- und des Versicherungssektors zusammen, damit sie gemeinsame Anliegen vereint angehen können. 2004 organisierte das FSI 56 Veranstaltungen zu verschiedenen Aufsichtsfragen, an denen fast 2 000 Vertreter von Zentralbanken sowie Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen aus aller Welt teilnahmen. Im Rahmen der laufenden Anstrengungen vieler Länder zur Umsetzung von Basel II, der Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung, gab das FSI den Anstoß zu einer Reihe von hochkarätig besetzten Sitzungen, um den Informationsaustausch über Umsetzungsfragen und -pläne unter den betreffenden Aufsichtsinstanzen zu unterstützen.

Im Juli 2004 wurde FSI Connect lanciert, ein Online-Informations- und Lerntool für die Bankenaufsicht. FSI Connect enthält derzeit mehr als 80 Lehrgänge zu einer großen Auswahl von Aufsichtsthemen, breit gefächert nach Erfahrungs- bzw. Kenntnisstand. Weitere Themen werden mit der Zeit hinzukommen, und bestehende Lehrgänge werden periodisch aktualisiert. FSI Connect ergänzt die bisherigen Aktivitäten des FSI, und mit seiner Hilfe wird das FSI seinen Adressatenkreis in der Finanzaufsicht ausdehnen können. Derzeit wird FSI Connect von mehr als 85 Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen in rund 75 Ländern genutzt.

Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) unter dem Vorsitz von Gouverneur Jaime Caruana, Banco de España, will die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Banken stärken, die Weiterentwicklung des Risikomanagements im Bankensektor unterstützen und zur Verbesserung der Rechnungslegungsstandards beitragen.

Umsetzung des neuen internationalen Eigenkapitalstandards

Die neue internationale Regelung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalvorschriften (bekannt als „Basel II“) wurde im Juni 2004 veröffentlicht. Basel II enthält die Einzelheiten der Rahmenvereinbarung zur Messung der Eigenkapitalausstattung und zu den einzuhaltenen Mindestanforderungen, die die im Basler Ausschuss vertretenen nationalen Aufsichtsinstanzen in ihrem jeweiligen Land zur Übernahme ab 1. Januar 2007 vorschlagen werden.

Bei der Veröffentlichung von Basel II betonte der Ausschuss seine Absicht, weiterhin einen aktiven Dialog mit dem Bankensektor zu pflegen,

damit die neue Rahmenvereinbarung mit den laufenden Entwicklungen im Bereich der Finanzdienstleistungen Schritt hält und entsprechend angewandt werden kann. Da nicht nur Banken, sondern auch Wertpapierhäuser an der Behandlung bestimmter Handelsgeschäfte im Rahmen von Basel II interessiert sind, hat der Basler Ausschuss gemeinsam mit Vertretern der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Vorschläge ausgearbeitet, in denen die aufgeworfenen Fragen umsichtig und risikosensitiv angegangen werden. Diese Vorschläge wurden im April 2005 für eine 7-wöchige Konsultationsphase herausgegeben.

Die kohärente grenzüberschreitende Umsetzung von Basel II durch engere Kooperation der Aufsichtsinstanzen wird in den kommenden Jahren eine große und entscheidende Aufgabe sein. Um Zusammenarbeit und gemeinsame Ansätze zu fördern, fungiert die Accord Implementation Group (AIG) des Ausschusses als Forum für Umsetzungsfragen. Die AIG bedient sich zur Förderung einer effektiveren grenzüberschreitenden Umsetzung von Basel II vor allem realistischer Fallstudien, die in den meisten Fällen tatsächlich zu konkreten Plänen weiterentwickelt werden. Sie sollen in erster Linie dazu dienen, die Aufsichtsinstanzen des Herkunfts- und des Aufnahmelandes beim Sammeln von Erfahrungen mit der Umsetzung von Basel II zu unterstützen, und zwar praxisnah und einzelfallbezogen. Die AIG arbeitet auch an anderen wichtigen Fragen der Umsetzung von Basel II, beispielsweise der Validierung, dem operationellen Risiko und der Säule 2.

Viele nationale Aufsichtsinstanzen, die nicht im Basler Ausschuss vertreten sind, haben bereits damit begonnen, die Eignung der neuen Rahmenvereinbarung für Banken in ihrem Zuständigkeitsbereich zu prüfen und den Übergang zu Basel II zu planen. Um diesen Prozess voranzutreiben, wurde im Juli 2004 ein Papier mit dem Titel *Implementation of Basel II: practical considerations* veröffentlicht.

Rechnungslegung, Revision und Compliance

Im vergangenen Jahr ging es bei der Arbeit des Basler Ausschusses im Bereich Rechnungslegung vor allem darum, Meinungsunterschiede zur Zeitwertbilanzierungsoption des International Accounting Standards Board (IASB) aus dem Weg zu räumen. Anfang 2005 wurde eine Einigung erzielt, und der IASB hat nun einen endgültigen Standard genehmigt und veröffentlicht, der die Hauptanliegen des Basler Ausschusses berücksichtigt. Der Ausschuss hat auch am IASB-Projekt zur Verbesserung der Offenlegung von Finanzinstrumenten aktiv Anteil genommen. Die Transparenz von Finanzausweisen beinhaltet nun eine stark erweiterte Offenlegung von finanziellen Risiken und entsprechenden Risikomanagementverfahren, die im Großen und Ganzen mit den Grundsätzen und Anforderungen gemäß Säule 3 von Basel II zu vergleichen ist.

Mehrere Jahre lang hat sich der Basler Ausschuss für die Schaffung eines Public Interest Oversight Board (PIOB) eingesetzt, der die Normgebung der International Federation of Accountants beaufsichtigen soll. Am 1. März 2005 hielt der PIOB seine erste formelle Sitzung ab. In der kommenden Zeit wird der Ausschuss die Arbeit des PIOB verfolgen und beurteilen.

Als Antwort auf den rasch wachsenden Bedarf an Empfehlungen im Bereich Compliance hat der Basler Ausschuss im April 2005 ein Papier mit Grundsätzen und Praxisempfehlungen zur Compliance in einem regulierten Bankenumfeld herausgegeben. Im Mittelpunkt stehen die Aufrechterhaltung einer wirksamen Compliance-Funktion sowie die Bedeutung von Strukturen, Verfahren und Überwachungsmechanismen, die auf das jeweilige Institut und sein Risikoprofil zugeschnitten sind.

Weitere Themen der Bankenaufsicht

Im Rahmen seiner Bestrebungen zur Verbesserung des Risikomanagements von Banken veröffentlichte der Basler Ausschuss die *Principles for the management and supervision of interest rate risk*. Des Weiteren soll der Bericht *Consolidated KYC (know your customer) risk management* Bankkonzernen als Richtlinie für ein wirksames konzernweites Risikomanagement im Bereich Kundenidentität dienen. In Zusammenarbeit mit den wichtigsten Nicht-G10-Ländern, dem IWF und der Weltbank überarbeitet der Ausschuss derzeit die *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*, die erstmals 1997 erschienen, sowie die dazugehörige 1999 veröffentlichte *Methodik*. Außerdem wurde eine Arbeitsgruppe eingesetzt, um die Richtlinien des Ausschusses zu den Führungs- und Überwachungsmechanismen in Banken zu überarbeiten. Gemeinsam mit dem Banco de España organisierte der Basler Ausschuss überdies im September 2004 die internationale Bankenaufsichtskonferenz (International Conference of Banking Supervisors, ICBS), an der Vertreter der Bankenaufsicht aus mehr als 120 Ländern teilnahmen.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) unter dem Vorsitz von Roger W. Ferguson Jr., dem Stellvertretenden Vorsitzenden des Board of Governors des Federal Reserve System, überwacht im Auftrag der Zentralbankgouverneure der G10-Länder die Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten. Er soll potenzielle Auslöser von Krisen an den globalen Finanzmärkten ermitteln und analysieren, für ein besseres Verständnis der strukturellen Grundlagen der Finanzmärkte sorgen und die Leistungsfähigkeit und Stabilität der Finanzmärkte fördern. Hierzu werden die laufenden Entwicklungen vierteljährlich von den CGFS-Mitgliedern erörtert und darüber hinaus koordinierte längerfristige Anstrengungen unternommen, beispielsweise in Arbeitsgruppen mit Zentralbankmitarbeitern.

An den Treffen des Ausschusses nehmen neben hochrangigen Vertretern der G10-Zentralbanken und der EZB regelmäßig auch Vertreter einer Reihe von Zentralbanken anderer wichtiger Volkswirtschaften und Finanzplätze teil. 2005 waren erstmals die People's Bank of China und die Reserve Bank of India anwesend.

Erörterung laufender Entwicklungen

Im Blickpunkt der Ausschussdiskussionen standen die allgemeinen Entwicklungstrends der Gesamtwirtschaft und der Finanzmärkte im Laufe des Jahres. Wiederkehrende, miteinander verknüpfte Themen waren:

- Auswirkungen der gegenwärtigen internationalen Ungleichgewichte auf die Finanzmärkte und mögliche Einflüsse potenzieller Anpassungen auf das weltweite Finanzsystem
- Zentralbankstrategien für eine Abkehr von einer Politik niedriger und stabiler Leitzinsen bzw. von festen oder praktisch festen Wechselkursen, die entsprechenden Herausforderungen an die Kommunikation und die Konsequenzen für die Finanzmärkte
- Entwicklungen im Ölhandel und die Auswirkungen mittelfristig hoher Ölpreise auf Wachstum und Inflation
- Bestimmungsfaktoren für das Eingehen von Positionen und die Preisbildung an den Finanzmärkten bei weltweit reichlich vorhandener Liquidität
- Ursache und Wirkung historisch niedriger zukunftsgerichteter Volatilitätsmaße an allen Märkten, selbst bei erhöhter gesamtwirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheit

Arbeitsgruppen und andere Initiativen

Im Januar 2005 veröffentlichte der CGFS zwei Berichte von Arbeitsgruppen. Der eine befasst sich mit der Rolle von Ratings bei strukturierten Finanzierungen. Er untersucht die sich rasch entwickelnden Märkte für strukturierte Finanzinstrumente, die zentrale Bedeutung von Rating-Agenturen und die Konsequenzen für die Marktteilnehmer und die Verantwortlichen im Bereich Finanzstabilität. Auf diese Weise ergänzt er frühere Arbeiten des CGFS im Bereich der Kreditrisikoübertragung. Der andere Bericht gibt anhand der Ergebnisse einer Umfrage vom Mai 2004 einen Überblick über die Stresstestpraxis in wichtigen Finanzinstituten. Diese Umfrage stützt sich ebenfalls auf frühere Arbeiten des Ausschusses und verdeutlicht die entscheidende Rolle von Stresstests im Rahmen des Risikomanagements.

Im Anschluss an den im März 2004 veröffentlichten Arbeitsgruppenbericht *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies* organisierte der Ausschuss regionale Workshops in Korea, Mexiko und Polen, um das Thema ausländischer Direktinvestitionen im Finanzsektor aufstrebender Volkswirtschaften mit Zentralbankmitarbeitern und Marktvertretern der jeweiligen Region zu vertiefen. Der CGFS setzte auch seine Diskussionen über die Merkmale verschiedener nationaler Hypothekenmärkte fort. Der Bericht einer im November 2004 zu diesem Thema eingesetzten Arbeitsgruppe wird noch im Laufe dieses Jahres erwartet. Die Arbeitsgruppe befasst sich u.a. mit der Frage, was die Einführung neuer Finanzierungstechniken für die Finanzierung von Wohneigentum bedeutet und welche Auswirkungen sie auf die nationalen und internationalen Finanzmärkte hat.

Eine andere Arbeitsgruppe legte einen Bericht über die Eignung kommerzieller Hedge-Fonds-Datenbanken für die Forschungs- und Überwachungsarbeit von Zentralbanken vor. Außerdem wurde die halbjährliche BIZ-Erhebung zum Geschäft an den außerbörslichen Derivativmärkten kürzlich auf der Basis eines vom CGFS erarbeiteten Meldeformulars erweitert und umfasst nun auch Angaben über die Tätigkeit der berichtenden Stellen in Bezug auf Credit Default Swaps.

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme

Um die Stärkung der Finanzmarktinfrastruktur bemüht, setzt sich der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) für die Förderung solider und effizienter Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme ein. Er baut seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Organisationen und Gremien stetig aus und bezieht immer mehr Zentralbanken in seine Arbeit ein. Tommaso Padoa-Schioppa, Mitglied des Direktoriums der EZB, war bis zu seinem Eintritt in den Ruhestand am 31. Mai 2005 der Vorsitzende des Ausschusses. Sein Amtsnachfolger als Ausschussvorsitzender ist Timothy F. Geithner, Präsident und Chief Executive Officer der Federal Reserve Bank of New York.

Im November 2004 veröffentlichten der CPSS und das Technical Committee der IOSCO den Bericht *Recommendations for Central Counterparties*. In 15 Empfehlungen mit dazugehörigen Erläuterungen werden umfassende Standards für das Risikomanagement einer zentralen Gegenpartei dargelegt. Der Bericht enthält ferner eine Methodik für die Beurteilung der Umsetzung der Empfehlungen. Darin werden die wichtigsten Problembereiche und Fragen aufgezeigt und Leitlinien für die Einstufung in eine Beurteilungskategorie gegeben. Im März 2004 war zunächst eine Konsultativfassung veröffentlicht worden, und für die endgültige Fassung wurden umfangreiche Stellungnahmen von Zentralbanken und Wertpapieraufsichtsinstanzen sowie von Betreibern und Teilnehmern zentraler Gegenparteien berücksichtigt.

Eine zentrale Gegenpartei tritt zwischen die Kontrahenten eines Finanzgeschäfts; sie wird gegenüber dem Verkäufer zum Käufer und gegenüber dem Käufer zum Verkäufer. Eine solide konzipierte zentrale Gegenpartei mit angemessenem Risikomanagement reduziert zwar die Risiken der Teilnehmer und erhöht die Finanzstabilität, bringt aber auch eine Konzentration der Risiken und der Risikomanagementverantwortung mit sich. Für die Infrastruktur der Märkte mit zentraler Gegenpartei ist es daher äußerst wichtig, dass diese über eine wirksame Risikokontrolle und angemessene finanzielle Ressourcen verfügt.

Im Mai 2005 wurden drei weitere Berichte veröffentlicht: *Central bank oversight of payment and settlement systems*, *General guidance for payment system development* und *New developments in large-value payment systems*.

Was die Umsetzung der von den G10-Zentralbankpräsidenten 1996 befürworteten Strategie des Ausschusses zur Verminderung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen betrifft, so beobachtet und unterstützt der Ausschuss entsprechende Initiativen des privaten Sektors.

Ferner leistet er logistische und fachliche Unterstützung für Workshops und Seminare über Zahlungsverkehrsfragen, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert werden.

Märkteausschuss

Der Märkteausschuss unter dem Vorsitz von Sheryl Kennedy, der Stellvertretenden Gouverneurin der Bank of Canada, setzt sich aus den für Markt-

geschäfte Verantwortlichen der G10-Zentralbanken zusammen. In seinen alle zwei Monate stattfindenden Sitzungen haben die Teilnehmer Gelegenheit zu einem Gedankenaustausch über jüngste Entwicklungen und strukturelle Veränderungen an den Devisenmärkten und den mit ihnen verbundenen Finanzmärkten sowie über die kurzfristigen Konsequenzen bestimmter aktueller Ereignisse für das Funktionieren dieser Märkte. Gelegentlich lädt der Ausschuss auch Vertreter anderer wichtiger Länder zu seinen Sitzungen ein. Im zweiten Halbjahr 2004 war erstmals die People's Bank of China anwesend.

In den Sitzungen wurden u.a. folgende Themen behandelt:

- Gründe für die jüngsten starken Ausschläge der wichtigsten bilateralen Wechselkurse
- das niedrige Niveau sowohl der nominalen Renditen als auch der impliziten Volatilität an den wichtigsten Anleihemärkten sowie die Auswirkungen des Renditestrebens auf die Kreditrisikoprämien
- Auswirkungen der Akkumulation von Währungsreserven auf die Finanzmärkte
- Informationsaustausch unter Zentralbanken

Weitere Themen waren im vergangenen Jahr z.B. die Folgen der verstärkten Präsenz von Hedge-Fonds an den Finanzmärkten, die Auswirkungen von geänderten Regelungen für Rentensysteme auf die Finanzmärkte, Fragen der Umsetzung der Geldpolitik sowie der Einfluss des vermehrten Einsatzes elektronischer Handelsplattformen auf den Marktbetrieb.

Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung

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 Problemlösungen vor. Die CBCDG hat fälschungssichere Merkmale entwickelt, die dafür sorgen, dass die Banknotenbilder nicht mithilfe von Farbkopierern und Digitalgeräten (PC, Drucker oder Scanner) reproduziert werden können. Die BIZ unterstützt die Arbeit der CBCDG, indem sie ihr Sekretariat führt und in vertraglichen Vereinbarungen als ihr Agent auftritt.

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 sowie ihrer Stellvertreter und an den unter ihrer Schirmherrschaft stehenden Tätigkeiten, indem sie als Beobachter an Sitzungen teilnimmt und – ebenso wie der IWF und die OECD – Sekretariatsleistungen erbringt.

In ihrem Communiqué vom Oktober 2004 vermerken die G10-Minister und -Zentralbankpräsidenten, dass der IWF eine solide Finanzlage brauche, um seinen Aufgaben nachkommen zu können. Länderüberwachung,

Konditionalität, Programmüberwachung, Analyse der Schuldendienstfähigkeit bei Kreditentscheidungen sowie Einhaltung der jüngst vereinbarten Kriterien für die Überschreitung der Ziehungsgrenzen bei der Kreditvergabe seien diesbezüglich von zentraler Bedeutung.

Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit der G10 betraf die Verwendung von Mehrheitsklauseln durch Emittenten von Staatsanleihen. Dass Staaten zunehmend bereit sind, in die Verträge über Staatsanleiheemissionen Mehrheitsklauseln aufzunehmen, erleichtert Gläubigern und Schuldner nötigenfalls den Abschluss eines neuen Vertrags. Noch nicht allgemein üblich sind in den Anleihevereinbarungen jedoch Bestimmungen, die eine frühzeitige Gesprächsaufnahme zwischen Gläubigern und staatlichen Schuldner fördern oder rechtliche Schritte einzelner Gläubiger wirksam verhindern.

Im Rahmen ihrer laufenden Arbeiten über die Finanzierung von Rentensystemen untersucht die G10 außerdem, welche Auswirkungen der demografische Alterungsprozess und die Rentenreformen auf die Finanzmärkte haben.

Forum für Finanzstabilität

Das 1999 gegründete 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. Seine wichtigsten Aufgaben sind die Beurteilung konjunktureller und struktureller Schwächen, die das internationale Finanzsystem berühren, und die Förderung und Koordinierung von Gegenmaßnahmen. Zu den Mitgliedern des FSF gehören hochrangige Vertreter von Finanzministerien, Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen der wichtigsten Finanzplätze sowie Vertreter von internationalen Finanzorganisationen, von internationalen normgebenden Gremien im Aufsichts- bzw. Regulierungsbereich und von Ausschüssen von Zentralbankexperten. Weitere Informationen über das FSF sind auf www.fsforum.org verfügbar.

Das FSF hält zweimal jährlich eine Plenarsitzung ab, zuletzt im September 2004 in Washington D.C. und im März 2005 in Tokio. Bei diesen Sitzungen diskutierten die Mitglieder gesamtwirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen, die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten und potenzielle Gefahren für die Finanzstabilität. Sie erörterten den Fortgang der internationalen Bemühungen um die Stärkung der Finanzsysteme sowie mögliche Wege, diese Bemühungen zu unterstützen. Besonders im Blickpunkt standen im Berichtsjahr folgende Themen: Anfälligkeit des Finanzsystems gegenüber unerwarteten Veränderungen der Risikobereitschaft und -übernahme, Geschäfte mit Kreditrisikoübertragung, von den privaten Haushalten eingegangene Risiken, Wachstum der Hedge-Fonds-Branche sowie Transparenz im Rückversicherungsbereich.

Seit Kurzem bemüht sich das FSF um mögliche Verbesserungen der Umsetzung von Aufsichtsstandards im Banken-, Wertpapier- und Versicherungsbereich. Im April 2005 berief das FSF-Sekretariat eine Sitzung von

normgebenden Instanzen, Prüfungsgremien und nationalen Behörden ein, um die Fortschritte bei der Umsetzung von Standards und Verhaltenskodizes zu beurteilen. Unter anderem ging es dabei um die Prioritäten bei der Prüfung von Standards und die Verfügbarkeit von Ressourcen für die Umsetzung.

Das FSF lancierte bzw. unterstützte erneut Initiativen zur Stärkung von Rechnungslegungs- und Revisionsstandards und -praktiken. Im September 2004 organisierte es erstmals ein Treffen der Leiter der in zahlreichen Ländern neu geschaffenen unabhängigen Aufsichtsgremien für Revisoren. Diskussionsthemen waren die Erfahrungen bei der Errichtung neuer Aufsichtsstrukturen, gemeinsame Herausforderungen wie Ansätze für die Kontrolle und Durchsetzung der Qualität im Revisionswesen sowie die Notwendigkeit und die Möglichkeiten einer Zusammenarbeit und gegenseitigen Anerkennung unter den nationalen Aufsichtsgremien. Das FSF half ferner bei der Gründung des Public Interest Oversight Board im März 2005. Dieses Gremium soll die Normgebung der International Federation of Accountants (IFAC) im Zusammenhang mit Revisions- und Qualitätsicherungspraktiken beaufsichtigen. Im Oktober 2004 organisierte das FSF gemeinsam mit dem International Accounting Standards Board und der IFAC ein großes Gespräch am runden Tisch über die Herausforderungen und Probleme bei der Umsetzung internationaler Rechnungslegungs- und Revisionsstandards.

Das FSF engagiert sich auch für die Verbesserung des Informationsaustauschs und der grenzüberschreitenden Zusammenarbeit zwischen Onshore- und Offshore-Behörden im Bereich der Aufsicht. Im März 2005 initiierte es ein neues Verfahren für weitere Verbesserungen an den Offshore-Finanzplätzen, das sich auf eine Reihe von Initiativen seiner Mitglieder auf nationaler und internationaler Ebene sowie auf zuvor ergriffene eigene Maßnahmen stützt.

Das FSF strebt eine Verbesserung der internationalen Zusammenarbeit im Bereich der Notfallplanung für den Finanzsektor an. Gemeinsam mit der Bank of England organisierte es im Juli 2004 einen Workshop über Notfallplanung und beurteilte verschiedene geltende Standards zur Fortführung der Geschäfte in einem Notfall, insbesondere hinsichtlich grenzüberschreitender Vorkehrungen. Das Gemeinsame Forum des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, der IOSCO und der IAIS erwägt in diesem Zusammenhang die Entwicklung einer Reihe allgemeiner Notfallplanungsgrundsätze für Finanzbehörden und das Finanzgewerbe.

Ein Schwerpunkt der zukünftigen Arbeit des FSF wird es sein, zu beurteilen, wie gut Finanzinstitute – und das Finanzsystem allgemein – auf ein mögliches erneutes Auftreten von Turbulenzen und auf eine erhöhte Risikoaversion unter den Finanzmarktteilnehmern vorbereitet sind.

Das FSF hielt die G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten sowie den Internationalen Währungs- und Finanzausschuss des IWF kontinuierlich über Schwachstellen im Finanzsystem und andere Fragen auf dem Laufenden. Ferner veranstaltete es erneut regionale Sitzungen, um Schwachstellen im Finanzsystem auf breiterer Basis bewusst zu machen und die Bemühungen zu ihrer Behebung zu fördern.

Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden

Die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) fördert die weltweite Finanzstabilität durch Verbesserung der Aufsicht über das Versicherungswesen, Erarbeitung einschlägiger Standards, internationale Zusammenarbeit auf der Basis eines Informationsaustauschs und gegenseitigen Beistand. Gemeinsam mit anderen internationalen Aufsichtsgremien hat die IAIS an der Entwicklung von Grundsätzen für die Aufsicht über Finanzkonglomerate mitgearbeitet, und sie wirkt aktiv im Forum für Finanzstabilität mit. Die stetig wachsende Zahl der Mitglieder und Beobachter zeigt, dass die Tätigkeit der IAIS zunehmend anerkannt wird. Weitere Informationen über die IAIS sind auf www.iaisweb.org verfügbar.

Im vergangenen Jahr lancierte die IAIS mehrere wichtige Initiativen zur Entwicklung von Versicherungsstandards, insbesondere in den Bereichen Solvenz, Rechnungslegung und Rückversicherung.

In einem Rahmenkonzept für die Versicherungsaufsicht, das die Transparenz und die Vergleichbarkeit von Regulierungssystemen verbessern soll, schlägt die IAIS die Entwicklung einer einheitlichen Struktur und gemeinsamer Standards für die Beurteilung der Solvenz eines Versicherungsunternehmens vor.

Hinsichtlich der Rechnungslegung von Versicherungsgesellschaften steht die IAIS in einem ständigen Dialog mit dem International Accounting Standards Board (IASB). Sie arbeitet an einem Papier zu der Frage, welche Methoden für die Bewertung von Versicherungs-Passiva, entsprechend dem wahrscheinlichen Ergebnis der Phase II des IASB-Projekts über Versicherungsverträge, für die Versicherungsaufsicht akzeptabel sind. In Zusammenarbeit mit anderen internationalen Aufsichtsinstanzen hat die IAIS ferner die Gründung des Public Interest Oversight Board unterstützt, der die im öffentlichen Interesse stehenden Aktivitäten der International Federation of Accountants überwachen soll.

Nachdem das FSF Besorgnis geäußert hatte, dass mangelnde Transparenz und Offenlegung in der Rückversicherungsbranche es schwierig machten, deren möglichen Einfluss auf das Versicherungswesen und andere Teile des Finanzsektors abzuschätzen, veröffentlichte die IAIS ihren ersten Bericht über den weltweiten Rückversicherungsmarkt. Um die Offenlegung durch Versicherer und Rückversicherer zu verbessern, wurde 2004 ein Standard zur Offenlegung des versicherungstechnischen Ergebnisses im Bereich Nichtleben verabschiedet. Zwei weitere Offenlegungsstandards, für den Anlageerfolg und das versicherungstechnische Ergebnis im Bereich Leben, sind in Vorbereitung.

Arbeitsschwerpunkte der IAIS sind außerdem die Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, ein Selbsteinschätzungsprogramm auf der Basis der Grundsätze für eine wirksame Versicherungsaufsicht zur Ermittlung der Stärken und Schwächen der Versicherungsaufsicht in verschiedenen Rechtsordnungen sowie die Weiterbildung durch Seminare, Konferenzen und Workshops, oft in Zusammenarbeit mit dem Institut für Finanzstabilität.

Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen

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. Sie fördert die Verständigung über gemeinsame Interessen und Anliegen im Zusammenhang mit der Einlagensicherung und gibt Richtlinien heraus, um die Leistungsfähigkeit von Einlagensicherungen zu erhöhen. Derzeit wirken 56 Institutionen aus aller Welt (darunter 39 als Mitglieder) in der IADI mit, u.a. eine Reihe von Zentralbanken, die sich für die Einrichtung oder den Betrieb leistungsfähiger Systeme der Einlagensicherung einsetzen wollen. Vorsitzender des Exekutivrats und Präsident der IADI ist Jean Pierre Sabourin.

Auch in ihrem dritten Tätigkeitsjahr bot die IADI ein Forum für weitreichende internationale Kontakte zwischen Einlagensicherungsinstitutionen und anderen interessierten Kreisen. Die dritte Jahrestagung fand im Oktober 2004 in der Schweiz statt; sie wurde von 145 Vertretern von Einlagensicherungsinstitutionen und Entscheidungsträgern aus 47 Ländern besucht. Die regionale Präsenz wurde durch Konferenzen, Seminare, Ausschusssitzungen und gemeinsam mit anderen Gremien organisierte Veranstaltungen in zahlreichen Ländern gefördert.

Die Arbeit an Richtlinien für leistungsfähigere Einlagensicherungssysteme wird fortgesetzt. Die IADI hat ein Papier über die Schaffung und Ausgestaltung von Einlagensicherungssystemen und ein weiteres über die Entwicklung von Systemen mit differenzierten Prämien veröffentlicht. Darüber hinaus sucht sie zusammen mit der internationalen Finanzgemeinschaft nach Möglichkeiten, den öffentlichen Entscheidungsträgern bei der Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Einlagensicherungssystemen zu helfen. Die IADI billigte die Schlussfolgerungen des Grundsatzdialogs der Asian-Pacific Economic Cooperation (APEC) über die Einlagensicherung, der im Februar 2004 stattfand, und wird entsprechende Richtlinien erarbeiten.

Sie verfasste außerdem einen Beitrag für die Publikation *Bank Insolvency, an International Guide for Deposit Insurers* der International Association of Restructuring, Insolvency and Bankruptcy Professionals. Auf Umfrageergebnisse aus 48 Ländern gestützt, soll diese das Gespräch zwischen den im Bereich Insolvenz tätigen Fachleuten und der Einlagensicherung fördern.

Die IADI-Website (www.iadi.org) und ein monatlicher Newsletter informieren Mitglieder und Veranstaltungsteilnehmer über die Tätigkeit der IADI. Das vierteljährlich erscheinende Schulungshandbuch wird an zahlreiche Einlagensicherungsinstitutionen abgegeben.

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 130 solchen Institutionen sowie mehreren internationalen Finanzorganisationen genutzt werden.

Beim Kreditgeschäft der Bank, das durch ein rigoroses internes Risiko-management gestützt wird, stehen Sicherheit und Liquidität im Mittelpunkt. Der Best Practice entsprechend werden das Kreditrisiko, die Liquidität sowie das Markt- und das operationelle Risiko der Bank von einem separaten Risikocontrolling überwacht, das direkt dem Stellvertretenden Generaldirektor – und über ihn dem Generaldirektor – untersteht.

Um den unterschiedlichen und sich ständig wandelnden Bedürfnissen der Zentralbanken gerecht zu werden, bietet die Bank eine in Bezug auf Währungen und Laufzeiten breit gefächerte Palette von Finanzprodukten an. Neben herkömmlichen Geldmarktanlagen wie Sicht- und Kündigungskonten sowie Termineinlagen gibt es zwei Instrumente, die direkt mit der Bank gehandelt (gekauft und zurückverkauft) werden können: das festverzinsliche Fixed-Rate Investment der BIZ (FIXBIS) mit Laufzeiten von 1 Woche bis 1 Jahr und das Medium-Term Instrument (MTI) mit Laufzeiten zwischen 1 Jahr und 10 Jahren. Zum Standardangebot gehören ferner eine Reihe von kündbaren MTI-Produkten.

Im Auftrag ihrer Kunden tätigt die Bank auch Devisen- und Goldgeschäfte. Bisweilen gewährt sie Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der in der Regel besichert ist, und sie nimmt Aufgaben als Treuhänder oder Pfandhalter wahr (s. weiter unten).

Zudem bietet die Bank Asset-Management-Dienstleistungen mit Staatspapieren oder erstklassigen Anlagen an. Dabei wird entweder zwischen der betreffenden Zentralbank und der BIZ ein individueller Portfolioauftrag ausgehandelt, oder entsprechend einer offenen Fonds-Struktur investieren zwei oder mehr Kunden gemeinsam in einen Pool von Vermögenswerten. Nach der Eröffnung des Asian Bond Fund (ABF1) im Juli 2003 legten die elf Mitglieder der EMEAP-Gruppe von Zentralbanken und Währungsbehörden im Dezember 2004 eine zweite Komponente (ABF2) auf. Der ABF1 wird von der BIZ verwaltet; beim ABF2 nimmt sie lediglich administrative Aufgaben wahr.

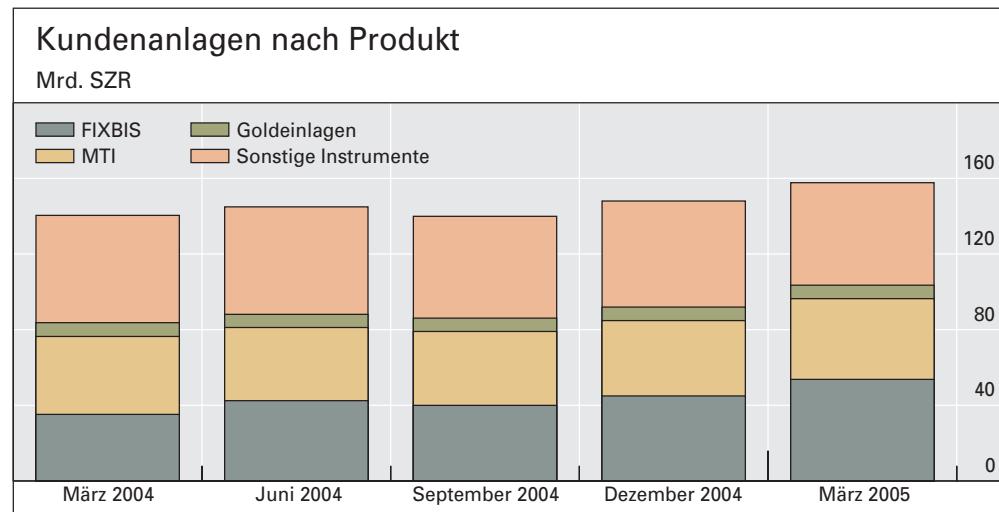
Die Finanzdienstleistungen der BIZ werden von zwei miteinander verbundenen Handelsräumen aus erbracht: am Hauptsitz in Basel und in der Repräsentanz Asien in der Sonderverwaltungsregion Hongkong.

Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2004/05

Die Bilanz der BIZ weitete sich erneut aus und erreichte zum fünften Mal in Folge einen Rekordstand am Ende eines Geschäftsjahres. Am 31. März 2005 betrug die Bilanzsumme SZR 180,5 Mrd., was einem Zuwachs von SZR 12,6 Mrd. oder 7,5% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Bei konstanten Wechselkursen während des Jahres hätte sich die Bilanzsumme um weitere SZR 0,4 Mrd. erhöht.

Passiva

Der Umfang der Bilanz der BIZ wird vor allem von den Kundeneinlagen bestimmt. Sie machen den Großteil der Passiva aus. Am 31. März 2005 beliefen sich die Kundeneinlagen (ohne Repo-Geschäfte) auf insgesamt SZR 157,7 Mrd. (Vorjahr: SZR 140,4 Mrd.).



Die meisten lauten auf verschiedene Währungen; der Rest ist Gold. Die Goldeinlagen verharren fast unverändert bei SZR 7,1 Mrd. Die Währungseinlagen dagegen stiegen von SZR 133,2 Mrd. im Vorjahr auf SZR 150,6 Mrd. am 31. März 2005; sie machen 6% der gesamten Währungsreserven der Welt aus. Im Jahresverlauf verschob sich die Währungszusammensetzung der Kundeneinlagen: Der Anteil des US-Dollars stieg von 62% auf 65%, der Anteil des Euro sank von 21% auf 18%.

Maßgebend für den Anstieg der Kundeneinlagen waren Geldmarktanlagen. Die Zeichnungen von FIXBIS nahmen um über 50% zu. Damit ist FIXBIS das meistverwendete Instrument der BIZ-Kunden geworden, auf das über ein Drittel der gesamten Währungseinlagen von Kunden entfallen. Die Termineinlagen verzeichneten mit 30% ebenfalls ein kräftiges Wachstum. Dagegen gingen die Guthaben auf Sicht- und Kündigungskonten um über ein Drittel zurück, sodass sich der im Vorjahr beobachtete Zuwachs beinahe umkehrte. Die Zeichnungen von MTI, dem zweitwichtigsten Anlageinstrument der BIZ-Kunden, blieben während des gesamten Geschäftsjahres relativ stabil (Grafik).

Eine geografische Aufschlüsselung der Währungsanlagen bei der BIZ zeigt eine anhaltend starke Nachfrage vonseiten asiatischer Kunden.

Aktiva

Die BIZ-Aktiva bestehen vorwiegend aus Anlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf sowie Staatspapieren und Papieren staatsnaher Emittenten, einschließlich Reverse-Repo-Geschäften. Die Bank besitzt ferner 180 Tonnen Feingold, nachdem 12 Tonnen im abgelaufenen Geschäftsjahr veräußert wurden. Das Kreditrisiko wird konservativ gehandhabt; über 99% der Bestände der Bank hatten am 31. März 2005 ein Rating von A- oder höher (Anmerkung 37E zum Jahresabschluss).

Die Bestände der Bank an Währungseinlagen und Wertpapieren, einschließlich Reverse Repos, beliefen sich am 31. März 2005 auf SZR 165,4 Mrd. (Vorjahr: SZR 153,7 Mrd.). Die zusätzlichen Mittel wurden hauptsächlich in Terminguthaben bei Banken, G10-Staatsanleihen und – in geringerem Umfang – in Schatzwechseln angelegt. Dagegen nahmen die mit Rückgabevereinbarung angekauften Wertpapiere (Reverse Repos) um SZR 7,8 Mrd. ab.

Zur effizienten Verwaltung ihrer Aktiva und Passiva verwendet die Bank verschiedene derivative Instrumente (Anmerkung 7 zum Jahresabschluss).

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 2004 rund € 5,0 Mio. an Tilgungs- bzw. Zinszahlungen für die Fundierungsschuldverschreibungen veranlasst hat. Die Einlösungsvaluen 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

Die Bank fungierte als Treuhänder im Zusammenhang mit der Beilegung des Rechtsstreits hinsichtlich des Absturzes des Pan-Am-Flugs 103 über Lockerbie, Schottland, am 21. Dezember 1988 (*74. Jahresbericht* vom Juni 2004). Diese Funktion erlosch am 17. Februar 2005.

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 s. *64. Jahresbericht* vom Juni 1994), Peru (*67. Jahresbericht* vom Juni 1997) und Côte d'Ivoire (*68. Jahresbericht* vom Juni 1998).

Institutionelles und Administratives

Rücknahme und Wiederveräußerung von BIZ-Aktien

In einer außerordentlichen Generalversammlung (AGV) der Bank am 8. Januar 2001 wurde beschlossen, die Statuten der Bank dahingehend zu ändern, dass die Möglichkeit, BIZ-Aktien zu halten, ausschließlich auf Zentralbanken beschränkt ist. Dementsprechend wurden die 72 648 Aktien der amerikanischen, der belgischen und der französischen Ausgabe, die damals von Privataktionären gehalten wurden, obligatorisch zurückgenommen (*71. Jahresbericht* vom Juni 2001). Die zurückgenommenen Aktien hielt die Bank dann als eigene Aktien, zusammen mit 2 304 Aktien der drei Ausgaben, die sie zum Zeitpunkt der Rücknahme von Zentralbanken zurückgekauft hatte.

Die Entschädigung für eingetragene ehemalige Privataktionäre wurde von der AGV ursprünglich auf CHF 16 000 je Aktie festgelegt. Einige ehemalige Privataktionäre fochten diesen Betrag an und erhoben Klage vor dem durch die Haager Vereinbarungen eingesetzten Schiedsgericht, das in Übereinstimmung mit 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. In seinem endgültigen Urteil vom 19. September 2003 legte das Schiedsgericht den Betrag der zusätzlichen Entschädigung für die Kläger fest (*74. Jahresbericht* vom Juni 2004). Entsprechend der früheren Erklärung der Bank, wonach sie die Entscheidung des Schiedsgerichts zur endgültigen Abgeltung sämtlicher Ansprüche freiwillig auf alle eingetragenen ehemaligen Privataktionäre anwenden werde, war bis zum 31. März 2005 für über 99% der zurückgenommenen Aktien die vom Schiedsgericht festgelegte zusätzliche Entschädigung ausgezahlt worden.

In einem Verfahren, das von einer anderen Gruppe ehemaliger Privataktionäre in Frankreich angestrengt wurde, steht ein Urteil des Kassationsgerichts (der obersten französischen Privatrechtsinstanz) über die Entscheidung der Vorinstanz, dass die französischen Gerichte für diese Ansprüche nicht zuständig seien, noch aus (*74. Jahresbericht* vom Juni 2004).

Der Verwaltungsrat beschloss im vergangenen Geschäftsjahr, alle 74 952 zurückgenommenen Aktien wieder zu veräußern und sie den Mitgliedszentralbanken der BIZ zum Kauf anzubieten. In diesem Angebot eingeschlossen waren außerdem 1 100 Aktien der amerikanischen Ausgabe, die von der Bank als eigene Aktien gehalten wurden und die zuvor auf den Namen eines Konsortiums von Zentralbanken eingetragen gewesen waren. Entsprechend den Bestimmungen der BIZ-Statuten in der am 8. Januar 2001 geänderten Fassung belief sich der Verkaufspreis dieser 76 052 Aktien auf CHF 23 977,56 je Aktie, d.h. auf den Betrag der Entschädigung (ohne Zinsen), die den ehemaligen Privataktionären gezahlt worden war. In dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr hat die Bank alle von ihr selbst gehaltenen Aktien der belgischen und der französischen Ausgabe an die Zentralbanken dieser Länder verkauft. Die Veräußerung der 40 119 Aktien erbrachte einen Erlös von CHF 962,0 Mio. bzw. SZR 536,7 Mio. zum Kurs an den jeweiligen Transaktionsdaten. Am Anfang des am 1. April 2005 begonnenen Geschäftsjahrs verkaufte die Bank nach einem entsprechenden Angebot an die Mitgliedszentralbanken die übrigen eigenen Aktien, d.h. 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe. Der Erlös betrug CHF 861,6 Mio. bzw. SZR 468,2 Mio. zum Kurs am Transaktionsdatum 31. Mai 2005.

Verwaltung der Bank

Budgetpolitik

Die Erstellung des Budgets der Bank für das nächste Geschäftsjahr beginnt rund sechs Monate im Voraus damit, dass die Geschäftsleitung 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. Ähnlich wie bei vergleichbaren Organisationen entfallen rund 70% der Verwaltungskosten auf die Aufwendungen für Geschäftsleitung und Personal einschließlich Vergütungen, Renten sowie Kranken- und Unfallversicherung. Die beiden wichtigsten anderen Kategorien, die je rund 10% der Verwaltungskosten ausmachen, sind IT und Telekommunikation sowie Gebäude und Geschäftsausstattung. Die Investitionskosten schwanken naturgemäß von Jahr zu Jahr erheblich. Die Verwaltungs- und Investitionskosten der Bank fallen vorwiegend in Schweizer Franken an.

Im Geschäftsjahr 2004/05 betragen die Verwaltungskosten vor Abschreibungen CHF 214,1 Mio. und lagen damit um 2,6% unter dem Budgetbetrag von CHF 219,8 Mio.¹ Ein geringerer Aufwand als erwartet für IT und Dienstreisen sowie die Auflösung einer Rückstellung für Steuerrückerstattungen an die schweizerischen Personalmitglieder vor 2003² waren die wichtigsten Ursachen der Budgetunterschreitung. Die Investitionskosten lagen mit CHF 27,1 Mio. um CHF 5,6 Mio. unter dem Budget. Die Projekte für die Verbesserung der Sicherheitssysteme der Bank und die Renovierung des großen Auditoriums wurden Ende Mai 2005 innerhalb des jeweiligen Budgetrahmens abgeschlossen. Die Ausgaben im Geschäftsjahr 2004/05 waren dem Budget im Vergleich zu den letzten Jahren am nächsten; dies ist auf die Verringerung des „Spielraums“ bei den einzelnen Budgetposten zurückzuführen. Um eine stärkere Budgetdisziplin durchzusetzen, hat die Geschäftsleitung der Bank ein System eingeführt, mit dem die Einhaltung der Ziele vierteljährlich kontrolliert wird.

Im März 2005 genehmigte der Verwaltungsrat eine Erhöhung des Verwaltungsbudgets für das Geschäftsjahr 2005/06 um 2,9% auf CHF 226,3 Mio. Das Investitionsbudget wurde um CHF 5,7 Mio. auf CHF 27,0 Mio. herabgesetzt. Schwerpunkte des Budgets 2005/06 sind eine Stärkung des Risikomanagements, der internen Revision und der Compliance der Bank sowie weitere Verbesserungen der Sicherheitsvorkehrungen. Ferner ist eine begrenzte Personalaufstockung in der Repräsentanz Asien vorgesehen.

Vergütungspolitik

Die Stellen der BIZ-Personalmitglieder werden anhand einer Reihe objektiver Kriterien – z.B. der erforderlichen Qualifikationen und Erfahrung sowie der

¹ 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“).

² Diese bezog sich auf das vorherige Sitzabkommen mit dem Schweizerischen Bundesrat, das am 1. Januar 2003 ablief.

Verantwortlichkeiten – klar definierten Kategorien zugeordnet. Die Stellenkategorien sind mit Gehaltsbändern verknüpft. Die Gehaltsstruktur wird – unter Berücksichtigung von Besteuerungsunterschieden – regelmäßig den Gehaltsstrukturen in vergleichbaren Institutionen oder Marktsegmenten gegenübergestellt. Bei diesem Vergleich konzentriert sich die Bank auf die obere Hälfte der Marktbandbreite, um für hochqualifiziertes Personal attraktiv zu sein.

Die Gehaltsstruktur wird jährlich der Teuerung in der Schweiz und dem durchschnittlichen Anstieg der Reallöhne im Unternehmenssektor der wichtigsten Industrieländer angepasst. Im Juli 2004 wurde die Gehaltsstruktur um 1,76% angehoben. Die Entwicklung des Gehalts der einzelnen Personalmitglieder in dem jeweiligen Gehaltsband richtet sich nach ihrer Leistung; diese wird regelmäßig beurteilt. Die BIZ wendet kein Bonussystem an.

Nicht schweizerische und vor ihrer Anstellung bei der Bank nicht am Ort ansässige Personalmitglieder (einschl. Management) haben Anspruch auf eine Auslandszulage. Diese beträgt derzeit – abhängig vom Familienstand – 14% bzw. 18% des Jahresgehalts, bis zu einer bestimmten Höchstgrenze. Expatriierte Personalmitglieder haben außerdem Anspruch auf eine Ausbildungszulage.³ Darüber hinaus haben die Personalmitglieder über die BIZ Zugang zu einer Kranken- und Unfallversicherung sowie zu einem Pensionssystem mit Leistungsprimat.

Anfang 2005 wurde beschlossen, die Gehälter der Mitglieder der obersten Führungsebene regelmäßig denjenigen in vergleichbaren Institutionen gegenüberzustellen und gegebenenfalls anzupassen. In den Jahren zwischen solchen Vergleichen werden ihre Gehälter der Teuerung in der Schweiz angepasst. Per 1. Juli 2004 entsprach für die nachstehenden Mitglieder der Geschäftsleitung die jährliche Vergütung vor Auslandszulagen der folgenden Gehaltsstruktur:

- | | |
|-------------------------------------|-------------|
| • Generaldirektor | CHF 709 849 |
| • Stellvertretender Generaldirektor | CHF 600 641 |
| • Abteilungsleiter | CHF 546 000 |

Der Generaldirektor erhält zusätzlich eine jährliche Repräsentationszulage und hat erhöhte Pensionsansprüche.

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.

Archivpolitik

Im Interesse der Offenheit und der wissenschaftlichen Forschung macht die Bank ihr historisches Archiv seit März 1998 freiwillig der Öffentlichkeit zugänglich. Gemäß der Regelung für die Öffnung des BIZ-Archivs können alle

³ Bestimmte Personalmitglieder, die bereits vor 1997 bei der Bank angestellt waren, erhalten eine Auslandszulage von 25%, haben jedoch keinen Anspruch auf Ausbildungszulagen.

Unterlagen über Geschäfte und Tätigkeit der Bank, die über 30 Jahre alt sind, eingesehen werden; ausgenommen sind nur eine kleine Zahl von Unterlagen, die auch nach dieser Frist noch vertraulich sind. Die BIZ bestimmt nach ihrem Ermessen, welche Unterlagen aufgrund des Persönlichkeitsschutzes und/oder zum Schutz legitimer Interessen Dritter nicht zur Einsichtnahme freigegeben werden.

Der Reingewinn und seine Verwendung

Reingewinn

Der Reingewinn für das 75. Geschäftsjahr beträgt SZR 370,9 Mio., verglichen mit SZR 536,1 Mio. im Vorjahr. Die Bestimmungsfaktoren dieses Ergebnisses werden im Folgenden erörtert.

Geschäftsertrag insgesamt

Der Geschäftsertrag insgesamt betrug im Geschäftsjahr 2004/05 SZR 458,4 Mio. (Vorjahr: SZR 564,5 Mio.). Drei Hauptfaktoren waren für diese Entwicklung maßgebend:

- Aufgrund geringerer Zinserträge und durch Bewertungsanpassungen von Derivativkontrakten, die die Bank als Absicherung gegen erwartete Zins erhöhungen abgeschlossen hatte, verringerten sich die Erträge aus den eigenen Wertpapieranlagen der Bank. Diese Einflussfaktoren zehrten die zusätzlichen Erträge aus der Erhöhung des Eigenkapitals der Bank durch einbehaltene Gewinne und Aktienzeichnungen auf
- Der Nettoertrag aus dem Einlagengeschäft der Bank erreichte 2004/05 wieder ein übliches Niveau. Das Vorjahresergebnis war wegen eines außerordentlichen Beitrags zum Gewinn aufgeblättert worden, der sich aus Bewertungsgewinnen bei den Swapanlagen der Bank aufgrund der Ver engung der Kreditrisikoprämien im Sommer 2003 ergeben hatte. Die im Berichtsjahr verzeichneten zusätzlichen Erträge infolge des Wachstums der Einlagenbasis der Bank konnten dies nicht wettmachen
- Ein Nettodevisenverlust von SZR 34,5 Mio. war im Wesentlichen auf die Schweizer-Franken-Position zurückzuführen, die die Bank hielt, bevor die Zentralbanken Belgiens und Frankreichs im Oktober bzw. November 2004 die von der BIZ bis dahin selbst gehaltenen Aktien ihrer jeweiligen Aus gabe zeichneten. Diesem Verlust stand ein Gewinn in gleicher Höhe gegenüber, der gemäß den Rechnungslegungsgrundsätzen der Bank bei der Wiederveräußerung dieser Aktien im Eigenkapital verbucht wurde, sodass der Nettoeffekt auf das Eigenkapital der Bank bei null lag

Geschäftsaufwand

Der Geschäftsaufwand (Anmerkung 27 zum Jahresabschluss) belief sich auf SZR 145,0 Mio. und damit 1,8% mehr als im Vorjahr (SZR 142,5 Mio.). Die Verwaltungskosten vor Abschreibungen betrugen SZR 129,3 Mio., 2,9% mehr als im Vorjahr (SZR 125,6 Mio.). Der Abschreibungsaufwand sank von SZR 16,9 Mio. auf SZR 15,7 Mio. In Schweizer Franken – der Währung, in der

die meisten Ausgaben der Bank anfallen – verringerten sich die Verwaltungskosten vor Abschreibungen auf der Rechnungslegungsbasis der Bank, die Finanzmarkt- und versicherungsmathematische Veränderungen berücksichtigt, um 1,1%, nämlich von CHF 236,5 Mio. auf CHF 234,0 Mio.

Der Gehalts- und Pensionsaufwand erhöhte sich weitgehend entsprechend dem Anstieg der durchschnittlichen Zahl von Vollzeitstellen um 3,2%. Dieser Anstieg wurde durch die Auflösung einer Rückstellung für Steuerrückerstattungen an die schweizerischen Personalmitglieder vor 2003 teilweise ausgeglichen; diese bezog sich auf das vorherige Sitzabkommen, das am 1. Januar 2003 ablief. Der übrige Personalaufwand ging infolge eines geringeren Finanzaufwands für Krankheits- und Unfallkosten zurück.

Operativer Gewinn und sonstige Gewinnposten

Der operative Gewinn der Bank, der den Gewinn aus ihrem laufenden Geschäft widerspiegelt, betrug SZR 313,4 Mio. Verglichen mit umgerechnet SZR 422,0 Mio. im Geschäftsjahr 2003/04 entspricht dies einem Rückgang um 25,7%.

Bei der Veräußerung von Anlagepapieren wurde im Geschäftsjahr ein Nettogewinn von SZR 7,0 Mio. erzielt. Dahinter stand eine Anpassung des Portfolios an seine zugrundeliegende Benchmark. Im Vorjahr war der entsprechende Nettogewinn von SZR 154,4 Mio. auf den Verkauf von Anlagepapieren zurückzuführen gewesen, die in einem Umfeld höherer Zinsen erworben worden waren.

Im Geschäftsjahr 2004/05 veräußerte die Bank 12 Tonnen ihrer eigenen Goldanlageaktiva (192 Tonnen am 31. März 2004) und realisierte damit einen Gewinn von SZR 50,5 Mio. Das Eigenkapital der Bank veränderte sich infolge dieser Verkäufe nicht, denn das Gold war gemäß den Rechnungslegungsgrundsätzen der Bank in der Bilanz schon zum Marktwert ausgewiesen.

Der Reingewinn des Geschäftsjahrs 2003/04 war nach Zinsaufwand und einem Währungsumrechnungsverlust im Zusammenhang mit dem endgültigen Urteil des Schiedsgerichts in Den Haag vom 19. September 2003 zustande gekommen.

Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von SZR 370,9 Mio. für das Geschäftsjahr 2004/05 wie folgt zu verwenden:

1. SZR 114,4 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 235 je Aktie
2. SZR 25,7 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds⁴
3. SZR 6,0 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds
4. SZR 224,8 Mio., den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden

⁴ Gemäß Artikel 51 der Statuten müssen 10% des Gewinns nach Zahlung der Dividende diesem Fonds zugewiesen werden, bis er das Fünffache des eingezahlten Kapitals erreicht hat. Am 31. März 2005 entsprach der Allgemeine Reservefonds mehr als dem Vierfachen des eingezahlten Kapitals der Bank.

Wird dies genehmigt, wird die Dividende am 1. Juli 2005 in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken, entsprechend den Weisungen der Aktionäre, an die Aktionäre ausgezahlt, die am 31. März 2005 im Aktienregister der Bank eingetragen waren. Die vorgeschlagene Dividende von SZR 235 je Aktie für das Geschäftsjahr 2004/05 entspricht einem Anstieg von 4,4% gegenüber der Vorjahresdividende.

Die volle Dividende wird für 470 073 Aktien gezahlt. Die Dividende für die 40 119 eigenen Aktien, die im Geschäftsjahr wieder veräußert wurden, wird anteilig ab Zeichnungsdatum gezahlt. Vor der Aktienrücknahme waren 547 125 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Am 31. März 2005 hielt die Bank 36 933 als eigene Aktien, nämlich 34 833 Aktien, die sie von ehemaligen Privataktionären und von Zentralbanken zurückgenommen hatte, sowie 2 100 sonstige. Auf diese eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt.

Bericht der Buchprüfer

Der Jahresabschluss wurde von der PricewaterhouseCoopers AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, dass er für das am 31. März 2005 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
Lord 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

Verwaltungsratskomitees

Konsultativkomitee
Revisionskomitee
unter dem Vorsitz von Hans Tietmeyer

Oberste Führungsebene

Malcolm D. Knight	Generaldirektor
André Icard	Stellvertretender Generaldirektor
Peter Dittus	Generalsekretär, Abteilungsleiter
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Günter Pleines	Leiter der Bankabteilung
Mario Giovanoli	Direktor des Rechtsdienstes
Már Gudmundsson	Stellvertretender Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jim Etherington	Stellvertretender Generalsekretär
Louis de Montpellier	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
Josef Tošovský	Vorsitzender, Institut für Finanzstabilität

Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene

In der Sitzung des Verwaltungsrats vom November 2004 wurde Nout Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, für eine weitere Amtsdauer von 3 Jahren – vom 1. März 2005 bis zum 29. Februar 2008 – als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank wiedergewählt. In der Sitzung vom März 2005 wurde Lars Heikensten, Gouverneur der Sveriges Riksbank, für eine weitere Amtszeit von 3 Jahren bis zum 31. März 2008 als Verwaltungsratsmitglied bestätigt. In derselben Sitzung erneuerte Mervyn King, Gouverneur der Bank of England, das Mandat von Lord George als Mitglied des Verwaltungsrats für weitere 3 Jahre bis zum 6. Mai 2008.

In der obersten Führungsebene der Bank wurde Peter Dittus am 1. Januar 2005 zum Generalsekretär der Bank und Verwaltungsdirektor ernannt, nachdem Gunter Baer in den Ruhestand getreten war. Der Leiter der Bankabteilung, Robert Sleeper, trat ebenfalls in den Ruhestand, und Günter Pleines wurde mit Wirkung vom 1. April 2005 zu seinem Nachfolger ernannt. Jim Etherington wurde per 1. Juni 2005 zum Stellvertretenden Generalsekretär ernannt, Louis de Montpellier per Mitte Juni 2005 zum Stellvertretenden Leiter der

Bankabteilung. Alle Ernennungen in der obersten Führungsebene erfolgen auf der Basis von verlängerbaren 5-Jahres-Verträgen.

Der Verwaltungsrat nahm mit tiefem Bedauern den Tod von Baron Cecil de Strycker, Ehrengouverneur der Banque Nationale de Belgique, am 5. September 2004 im Alter von 89 Jahren zur Kenntnis. Baron de Strycker war von 1975 bis 1982 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats gewesen und von 1982 bis 1989 ernanntes Mitglied.

Mitgliedszentralbanken der BIZ⁵

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
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 Națională 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 and 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 Bankası
Bank of Canada	Magyar Nemzeti Bank (Ungarn)
Bank of Korea	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
Hrvatska narodna banka (Kroatien)	Bank of England
Latvijas Banka (Lettland)	

⁵ 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 2005

Der Jahresabschluss für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr auf den Seiten 212 bis 236 wurde am 9. Mai 2005 verabschiedet. Er wird in einer Form vorgelegt, die gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank vom Verwaltungsrat vorgegeben wurde, und steht unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch die Aktionäre bei der ordentlichen Generalversammlung vom 27. Juni 2005.

Der Jahresabschluss einschließlich der dazugehörenden Anmerkungen wurde in englischer Sprache erstellt. In Zweifelsfällen wird auf die englische Fassung verwiesen.

Nout H.E.M. Wellink
Präsident

Malcolm D. Knight
Generaldirektor

Bilanz

vom 31. März 2005

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	2005	2004
Aktiva			
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	4	25,8	18,9
Gold und Goldeinlagen	5	8 617,0	9 073,8
Schatzwechsel	6	31 307,4	30 240,7
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	6	14 034,3	21 835,2
Terminguthaben und Kredite an Banken	6	80 316,5	68 162,4
Staats- und andere Wertpapiere	6	39 779,6	33 483,1
Derivative Finanzinstrumente	7	2 188,0	3 321,1
Kurzfristige Forderungen	8	4 028,6	1 609,6
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	9	189,2	190,0
Aktiva insgesamt		180 486,4	167 934,8
Passiva			
Währungseinlagen	10	150 618,8	133 152,5
Goldeinlagen	11	7 110,8	7 293,5
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	12	1 159,4	1 225,3
Derivative Finanzinstrumente	7	3 440,6	4 339,7
Kurzfristige Verbindlichkeiten	13	7 752,2	12 169,4
Sonstige Verbindlichkeiten	14	151,3	144,4
Passiva insgesamt		170 233,1	158 324,8
Eigenkapital			
Aktienkapital	15	683,9	683,9
Statutarische Reserven	16	8 743,2	8 230,8
Gewinn- und Verlustrechnung		370,9	536,1
Abzüglich: Eigene Aktien	18	(396,2)	(852,6)
Sonstige Eigenkapitalposten	20	851,5	1 011,8
Eigenkapital insgesamt		10 253,3	9 610,0
Passiva und Eigenkapital insgesamt		180 486,4	167 934,8

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr

Mio. SZR	Anmerkungen	2005	2004
Zinsertrag	22	4 058,8	3 493,9
Zinsaufwand	23	(3 384,1)	(2 681,1)
Bewertungsänderungen netto	24	(183,1)	(258,7)
Nettozinertrag		491,6	554,1
Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen	25	1,3	1,4
Nettodevisen(verlust) / -gewinn	26	(34,5)	9,0
Geschäftsertrag insgesamt		458,4	564,5
Geschäftsauwand	27	(145,0)	(142,5)
Operativer Gewinn		313,4	422,0
Nettogewinn aus Veräußerung von Anlagepapieren	28	7,0	154,4
Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva	29	50,5	–
Zurückgenommene Aktien – Effekt des Schiedsurteils	17	–	(32,9)
Zinsaufwand		–	(7,4)
Währungsumrechnungsverlust		–	(7,4)
Reingewinn für das Geschäftsjahr		370,9	536,1

Mittelflussrechnung

für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	2005	2004
Mittelfluss aus operativer Tätigkeit			
Operativer Gewinn		313,4	422,0
Nichtmittelfluss-Posten im operativen Gewinn			
Abschreibungen auf Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	9	15,7	16,9
Nettoveränderung der operativen Aktiva und Passiva			
Währungseinlagen		15 329,4	11 580,7
Bankgeschäftsaktiva in Währungen		(16 371,2)	(19 669,9)
Goldeinlagen (Passiva)		(182,7)	1 270,9
Gold und Goldeinlagen (Aktiva)		322,6	(1 270,2)
Kurzfristige Forderungen		1,3	19,0
Sonstige Passiva / kurzfristige Verbindlichkeiten		17,5	(260,1)
Derivative Finanzinstrumente netto		234,0	1 750,6
Nettomittelfluss aus / (eingesetzt in) operativer Tätigkeit		(320,0)	(6 140,1)
Mittelfluss aus / (eingesetzt in) Anlagetätigkeit			
Nettoveränderung der Anlageaktiva in Währungen	6	207,2	(1 220,6)
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		(65,9)	1 152,1
Nettoveränderung der Goldanlageaktiva	5	110,7	–
Nettokäufe von Grundstücken, Gebäuden und Geschäftsausstattung	9	(14,9)	(10,5)
Nettomittelfluss aus / (eingesetzt in) Anlagetätigkeit		237,1	(79,0)
Mittelfluss aus / (eingesetzt in) Finanzierungstätigkeit			
Gezahlte Dividenden		(104,0)	(97,1)
Begebung von Aktien		–	252,3
Wiederveräußerung eigener Aktien	18	536,7	–
Im Jahr 2001 zurückgenommene Aktien – Zahlungen an ehemalige Aktionäre		(10,6)	(348,2)
Nettomittelfluss aus / (eingesetzt in) Finanzierungstätigkeit		422,1	(193,0)
Nettoeffekte von Wechselkursveränderungen auf Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		(10,1)	61,3
Nettoveränderung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		349,3	(6 473,4)
Nettozunahme / (-abnahme) der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente		339,2	(6 412,1)
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zu Beginn des Geschäftsjahres	30	2 666,3	9 078,4
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente am Ende des Geschäftsjahres	30	3 005,5	2 666,3

Vorgeschlagene Gewinnverwendung

für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	2005
Reingewinn für das Geschäftsjahr	370,9
Zuweisung an den Gesetzlichen Reservefonds	–
Vorgeschlagene Dividende	
SZR 235 je Aktie für 470 073 Aktien	(110,5)
Für 40 119 wiederveräußerte eigene Aktien (anteilig ab Valutadatum der Aktienzeichnung)	(3,9)
	(114,4)
Vorgeschlagene Zuweisungen an andere Reserven	
Allgemeiner Reservefonds	(25,7)
Besonderer Dividenden-Reservefonds	(6,0)
Freier Reservefonds	(224,8)
Saldo nach Zuweisungen an die Reserven	–

Die vorgeschlagene Gewinnverwendung entspricht Artikel 51 der Statuten der Bank.

Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank

für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	2005 Statutarische Reserven insgesamt
Stand am 31. März 2004		68,3	2 648,7	109,5	5 404,3	8 230,8
Verwendung des Gewinns 2003/04		–	86,4	20,5	325,2	432,1
Wiederveräußerung eigener Aktien	18	–	80,3	–	–	80,3
Stand am 31. März 2005 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung		68,3	2 815,4	130,0	5 729,5	8 743,2
Vorgeschlagene Zuweisungen an Reserven	16	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Stand am 31. März 2005 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung		68,3	2 841,1	136,0	5 954,3	8 999,7

Veränderungen des Eigenkapitals der Bank

für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	Aktien- kapital	Statuta- rische Reserven	Gewinn und Verlust	Eigene Aktien	Sonstige Eigen- kapital- posten	Eigen- kapital insgesamt
Eigenkapital am 31. März 2003		661,4	7 522,7	575,4	(739,1)	908,8	8 929,2
Zahlung der Dividende 2002/03		–	–	(97,1)	–	–	(97,1)
Verwendung des Gewinns 2002/03		–	478,3	(478,3)	–	–	–
Neu begebene Aktien	15	22,5	229,8	–	–	–	252,3
Zurückgenommene Aktien – Effekt des Schiedsgerichtsurteils	17	–	–	–	(113,5)	–	(113,5)
Bewertungsänderungen bei Goldanlageaktiva netto	20	–	–	–	–	261,7	261,7
Bewertungsänderungen bei Anlagepapieren netto	20	–	–	–	–	(158,7)	(158,7)
Reingewinn 2003/04		–	–	536,1	–	–	536,1
Eigenkapital am 31. März 2004		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0
Zahlung der Dividende 2003/04		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)
Verwendung des Gewinns 2003/04		–	432,1	(432,1)	–	–	–
Wiederveräußerung eigener Aktien	18	–	80,3	–	456,4	–	536,7
Bewertungsänderungen bei Goldanlageaktiva netto	20	–	–	–	–	(74,0)	(74,0)
Bewertungsänderungen bei Anlagepapieren netto	20	–	–	–	–	(86,3)	(86,3)
Reingewinn 2004/05		–	–	370,9	–	–	370,9
Eigenkapital am 31. März 2005 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung		683,9	8 743,2	370,9	(396,2)	851,5	10 253,3
Vorgeschlagene Dividende		–	–	(114,4)	–	–	(114,4)
Vorgeschlagene Zuweisungen an Reserven		–	256,5	(256,5)	–	–	–
Eigenkapital am 31. März 2005 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung		683,9	8 999,7	–	(396,2)	851,5	10 138,9

Per 31. März 2005 sind in den statutarischen Reserven Aktienagios in Höhe von SZR 811,7 Mio. enthalten (31. März 2004: SZR 811,7 Mio.).

Anmerkungen zum Jahresabschluss

1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, „die Bank“) ist eine internationale Finanzorganisation, die entsprechend dem Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 sowie ihrem Grundgesetz und ihren 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).

Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ, die Zusammenarbeit unter den 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. Dem Verwaltungsrat der Bank gehören die Präsidenten der Gründerzentralbanken der BIZ an, d.h. der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, den USA und dem Vereinigten Königreich, die ihrerseits je ein weiteres Verwaltungsratsmitglied berufen, sowie die Präsidenten der Zentralbanken von Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden und der Schweiz.

Der vorliegende Jahresabschluss enthält auch die nach Artikel 49 der Statuten der Bank erforderliche Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung.

2. Wesentliche Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden

A. Berichtswährung

Die Berichtswährung der Bank ist das Sonderziehungsrecht (SZR), wie es vom Internationalen Währungsfonds (IWF) definiert wird.

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 derzeitigter 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, das nächste Mal im Dezember 2005.

Sämtliche im vorliegenden Jahresabschluss enthaltenen Zahlen beziehen sich auf Mio. SZR, sofern nicht anders angegeben.

B. Währungsumrechnung

Finanzinstrumente werden zum Wechselkurs am Bilanzstichtag in SZR umgerechnet, andere Aktiva und Passiva zum Wechselkurs des Transaktionstags. Gewinne und Verluste werden zu einem Durchschnittskurs in SZR umge-

rechnet. Umrechnungsdifferenzen infolge der wiederholten Umrechnung von Finanzinstrumenten sowie infolge der Abwicklung von Transaktionen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

C. 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 Kredite, Einlagen und nicht börsengehandelte 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.

D. 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 dem historischen Einstandswert, die durch auflaufende Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge zustande kommen, werden dabei jeweils unter „Zinsertrag“ (Aktiva und derivative Instrumente) bzw. unter „Zinsaufwand“ (Passiva) verbucht. Bei Abgabe, Rückkauf und vorzeitiger Tilgung realisierte Gewinne gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

Die meisten Finanzinstrumente bilanziert die Bank auf der Basis des Handelsdatums zum Marktwert. Derivate werden bei für die Bank positivem Marktwert des Kontrakts auf der Aktivseite, bei für die Bank negativem Marktwert auf der Passivseite ausgewiesen. Ausgenommen von der grundsätzlichen Bewertung zum Marktwert 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 Basis des Abwicklungsdatums zum Kapitalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

Die Behandlung nicht realisierter Gewinne bzw. Verluste aus Neubewertung hängt von der Klassifizierung des Finanzinstruments ab:

1. Währungseinlagen (Passiva) sowie damit verbundene Bankgeschäftsaktiva und Derivate

Für bestimmte Währungseinlageninstrumente tritt die Bank als Marktmacher auf. Das damit verbundene Marktrisiko wird auf Makrobasis gesteuert. Die Bank bilanziert daher diese Finanzinstrumente alle zum Marktwert, und sämtliche

Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

2. Aktiva, Passiva und Derivate, die vorwiegend mit durch Eigenkapital gedeckten Anlagen zusammenhängen

Diese Aktiva werden langfristig – wenn auch nicht unbedingt bis zur Fälligkeit – gehalten. Sie gelten als Anlageaktiva und werden zunächst zum Einstandswert bilanziert. Danach werden sie zum Marktwert neu bewertet; unrealisierte Gewinne oder Verluste werden auf dem Wertpapierbewertungskonto verbucht, das in der Bilanz in „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist.

Die mit der Verwaltung dieser Anlagen verbundenen Passiva, hauptsächlich kurzfristige Repo-Geschäfte, werden zum Marktwert bilanziert; alle Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ 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“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

E. Gold und Goldeinlagen

Goldaktiva und -passiva werden zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet), zuzüglich aufgelaufener Zinsen. Die Zinsen für Goldeinlagen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsertrag“ (Aktiva) bzw. „Zinsaufwand“ (Passiva) verbucht.

Die eigenen Goldbestände der Bank sind als Anlageaktiva eingestuft. Der Betrag, um den der Buchwert der Goldanlageaktiva der Bank den Einstandswert übersteigt, wird auf dem Goldbewertungskonto verbucht, das in der Bilanz in „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist. Für die Goldanlageaktiva, die am 31. März 2003 bestanden (als die Bank ihre Berichtswährung von Goldfranken in SZR änderte), beträgt die neu als Einstandswert erachtete Basis rund SZR 151 je Unze. Dies entspricht dem Wert von USD 208, der von 1979 bis 2003 aufgrund eines BIZ-Verwaltungsratsbeschlusses galt, umgerechnet zum Wechselkurs vom 31. März 2003.

Gewinne oder Verluste aus der Neubewertung von Goldeinlagen Dritter auf der Passivseite und den entsprechenden Goldeinlagenaktiva gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

F. 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.

G. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

Die Kosten der Gebäude und der Geschäftsausstattung der Bank werden aktiviert und linear über die geschätzte Nutzungsdauer dieser Aktiva wie folgt abgeschrieben:

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: bis 4 Jahre

Sonstige Sachanlagen: 4–10 Jahre

Die Grundstücke der Bank werden nicht abgeschrieben. Die Bank überprüft Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung jährlich 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.

H. 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.

I. Vorsorgeverpflichtungen

Die Bank unterhält für ihr Personal ein leistungsorientiertes Pensionssystem mit Fondsvermögen. Ferner führt sie einen Pensionsplan für die Verwaltungsratsmitglieder sowie eine Kranken- und Unfallversicherung für derzeitige und ehemalige Personalmitglieder. Diesen beiden liegt kein Fondsvermögen zugrunde.

Pensionsfonds

Die Verbindlichkeit aus dem Pensionsfonds des Personals basiert auf dem Barwert der unter dem Leistungsprinzip ermittelten Verpflichtung zum Bilanzstichtag, abzüglich des Marktwerts des Pensionsfonds-Vermögens zum Bilanzstichtag sowie bereinigt um nicht erfasste versicherungsmathematische Gewinne und Verluste und den nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwand. Der Umfang dieser leistungsorientierten Verpflichtung wird jährlich von unabhängigen Aktuaren mithilfe der Anwartschaftsbarwertmethode berechnet. Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung wird anhand der geschätzten zukünftigen Mittelabflüsse ermittelt, wobei Diskontierungssätze für Schweizer-Franken-Unternehmensanleihen mit hohem Rating und mit ähnlichen Restlaufzeiten wie die entsprechende 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 entsprechend dem nachstehend beschriebenen „Korridor“-Konzept 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. Der Umfang dieser Verpflichtungen wird jedes Jahr von unabhängigen Aktuaren neu ermittelt.

„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 der betreffenden Personalmitglieder amortisiert.

J. Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente

Die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente umfassen Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken sowie Kündigungskonten. Letztere sind sehr kurzfristige Finanzaktiva, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben.

3. Verwendung von Schätzungen

Beim Erstellen des Jahresabschlusses muss die Geschäftsleitung der Bank teilweise Schätzungen vornehmen, um zu den ausgewiesenen Beträgen der Aktiva und Passiva, der Offenlegung von Eventualforderungen und -verbindlichkeiten zum Bilanzstichtag sowie den ausgewiesenen Beträgen von Aufwand und Ertrag im Geschäftsjahr zu gelangen. Sie stützt sich dabei auf verfügbare Informationen, eigene Annahmen und ihr Urteilsvermögen. Die späteren Ergebnisse können stark von den Schätzungen abweichen.

4. 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.

5. Gold und Goldeinlagen (Aktiva)

A. Goldbestände insgesamt

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Mio. SZR	2005	2004
Goldbarren bei Zentralbanken	5 170,2	5 463,9
Termineinlagen in Gold insgesamt	3 446,8	3 609,9
Gold und Goldeinlagen insgesamt	8 617,0	9 073,8
Davon:		
Goldanlageaktiva	1 646,5	1 780,7
Gold und Goldeinlagen – Bankgeschäftsaktiva	6 970,5	7 293,1

B. Goldanlageaktiva

Die durch Eigenkapital gedeckten Goldanlageaktiva der Bank werden zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet), zuzüglich aufgelaufener Zinsen. Der Betrag, um den dieser Wert die neu als Einstandswert erachtete Basis übersteigt, wird auf dem Goldbewertungskonto verbucht (in der Bilanz unter „Sonstige Eigenkapitalposten“), und realisierte Gewinne oder Verluste aus der Veräußerung von Goldanlageaktiva werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

In Anmerkung 20 wird das Goldbewertungskonto näher erläutert. Der Nettozufluss aus der Veräußerung von eigenen Goldanlageaktiva ist in Anmerkung 29 aufgeschlüsselt.

Die Goldanlageaktiva der Bank entwickelten sich wie folgt:

Mio. SZR	2005	2004
Stand am 1. April	1 780,7	1 519,0
Nettoveränderung der Goldanlageaktiva		
Platzierter Einlagen	400,5	391,9
Veräußerungen von Gold	(108,6)	–
Fälligkeiten und andere Nettoveränderungen	(402,6)	(391,9)
	(110,7)	–
Goldpreisveränderung	(23,5)	261,7
Stand am 31. März	1 646,5	1 780,7

Am 1. April 2004 beliefen sich die Goldanlageaktiva der Bank auf 192 Tonnen Feingold. In dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr wurden 12 Tonnen veräußert (Anmerkung 29). Am 31. März 2005 betrug der Bestand 180 Tonnen Feingold.

6. Bankgeschäftsaktiva und Anlageaktiva in Währungen

A. Bestände insgesamt

Zu den Bankgeschäfts- und Anlageaktiva in Währungen gehören Schatzwechsel, mit Rückgabevereinbarung angekauft Wertpapiere, Terminguthaben und Kredite an Banken sowie Staats- und andere Wertpapiere. Die Bankgeschäftsaktiva kommen durch die Wiederanlage von Kundeneinlagen zustande. Die Anlageaktiva sind die Anlagen, die durch Eigenkapital der Bank gedeckt sind.

Mit Rückgabevereinbarung angekauft 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. Diese Anlagen schließen befristete Kredite, Kündigungskonten und Darlehen an Zentralbanken und

Mio. SZR	2005			2004		
	Bankgeschäft	Anlageaktiva	Insgesamt	Bankgeschäft	Anlageaktiva	Insgesamt
Schatzwechsel	31 307,4	–	31 307,4	30 240,7	–	30 240,7
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	13 071,5	962,8	14 034,3	20 609,7	1 225,5	21 835,2
Terminguthaben und Kredite an Banken						
Auf Termin	77 336,8	–	77 336,8	65 515,0	–	65 515,0
Kündigungskonten	2 979,7	–	2 979,7	2 640,6	6,8	2 647,4
	80 316,5	–	80 316,5	68 155,6	6,8	68 162,4
Staats- und andere Wertpapiere						
Staatspapiere	7 766,3	5 569,7	13 336,0	3 853,5	4 978,4	8 831,9
Finanzinstitute	16 629,7	876,4	17 506,1	15 508,2	1 221,8	16 730,0
Sonstige (einschl. öffentl. Sektor)	7 934,2	1 003,3	8 937,5	6 584,3	1 336,9	7 921,2
	32 330,2	7 449,4	39 779,6	25 946,0	7 537,1	33 483,1
Bankgeschäftsaktiva und Anlageaktiva in Währungen insgesamt	157 025,6	8 412,2	165 437,8	144 952,0	8 769,4	153 721,4
Davon:						
Zahlungsmitteläquivalente	2 979,7	–	2 979,7	2 640,6	6,8	2 647,4
Sonstige Bankgeschäftsaktiva und Anlageaktiva in Währungen	154 045,9	8 412,2	162 458,1	142 311,4	8 762,6	151 074,0

internationale Organisationen im Rahmen von Standby-Fazilitäten (mit oder ohne feste Zusage) ein. Kündigungsconten sind sehr kurzfristige Finanzaktiva, die in den meisten Fällen eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben. Sie sind in den „Zahlungsmitteläquivalenten“ in der Mittelflussrechnung der Bank enthalten.

Staats- und andere Wertpapiere sind Anlagen bei Zentralbanken, internationalen Organisationen und Geschäftsbanken in Form von fest und variabel verzinslichen Anleihen sowieforderungsunterlegten Wertpapieren.

In der obenstehenden Tabelle werden die Bestände der Bank an Bankgeschäfts- und Anlageaktiva in Währungen aufgeschlüsselt.

B. Anlageaktiva in Währungen

Die Anlageaktiva der Bank werden zum Marktwert bilanziert. Der Betrag, um den der Marktwert den historischen Einstandswert übersteigt, wird auf dem Wertpapierbewertungskonto verbucht (in der Bilanz unter „Sonstige Eigenkapitalposten“), und realisierte Gewinne oder Verluste aus der Veräußerung von Anlagepapieren werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

In Anmerkung 20 wird das Wertpapierbewertungskonto näher erläutert. Der Nettogewinn aus der Veräußerung von Anlagepapieren ist in Anmerkung 28 aufgeschlüsselt.

Die Währungsanlageaktiva der Bank entwickelten sich wie folgt:

Mio. SZR	2005	2004
Stand am 1. April	8 769,4	7 494,8
Veränderung der Zahlungsmitteläquivalente	(6,8)	(3,7)
Nettoveränderung der Anlageaktiva in Währungen		
Zugänge	14 133,8	16 725,0
Abgänge	(3 384,2)	(5 263,7)
Fälligkeiten und andere Nettoveränderungen	(10 956,8)	(10 240,7)
	(207,2)	1 220,6
Nettoveränderung der Geschäfte vor Abwicklung	(63,9)	62,0
Marktwert- und sonstige Veränderungen	(79,3)	(4,3)
Stand am 31. März	8 412,2	8 769,4

7. Derivative Finanzinstrumente

Die Bank verwendet für Sicherungs- und Handelszwecke folgende derivative Instrumente:

Zins- und Anleihefutures sind vertragliche Verpflichtungen, einen Nettobetrag, basierend auf Veränderungen von 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 Zahlungsmittel oder marktfähige Wertpapiere besichert, und Wertveränderungen des Kontrakts werden täglich mit der Börse abgerechnet.

Devisen- und Anleiheoptionen sind vertragliche Vereinbarungen, in denen der Verkäufer dem Käufer das Recht einräumt, aber ihn nicht verpflichtet, an oder bis zu einem festgelegten Termin in einem bestimmten Umfang eine Fremdwährung, eine Anleihe oder Gold zu einem festgelegten Preis zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option). Als Gegenleistung erhält der Verkäufer vom Käufer eine Prämie.

Devisen- und Goldswaps, Zins-/Währungsswaps und Zinsswaps sind Verpflichtungen zum Austausch einer Art von

Zahlungsströmen gegen eine andere. Swapgeschäfte beinhalten einen wirtschaftlichen Tausch von Währungen, Gold oder Zinssätzen (z.B. eines festen Zinses gegen einen variablen) oder einer Kombination von Zinssätzen und Währungen (Zins-/Währungsswaps). Außer bei bestimmten Devisen- und Goldswaps und Zins-/Währungsswaps findet kein Austausch von Kapitalbeträgen statt.

Währungs- und Goldterminkontrakte sind Verpflichtungen, zu einem späteren Zeitpunkt Fremdwährungen oder Gold zu kaufen. Darin eingeschlossen sind noch nicht belieferte Kassageschäfte.

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.

Swaptions sind Optionen, bei denen der Verkäufer dem Käufer das Recht einräumt, aber ihn nicht verpflichtet, an oder bis zu einem bestimmten Termin einen Devisen- oder Zinsswap zu einem festgelegten Preis abzuschließen.

In der nachstehenden Tabelle wird der Marktwert der derivativen Finanzinstrumente aufgeschlüsselt.

Mio. SZR	2005			2004		
	Nominalwert	Marktwert		Nominalwert	Marktwert	
		Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva
Anleihefutures	721,1	1,0	(1,2)	212,7	–	–
Anleiheoptionen	82,7	0,7	–	388,4	0,1	–
Devisenoptionen	2 276,2	0,7	(4,4)	16,6	–	–
Devisen- und Goldswaps	31 993,1	480,6	(145,3)	37 990,0	53,7	(750,1)
Forward Rate Agreements	45 074,2	5,3	(3,2)	17 623,0	4,7	(5,0)
Optionen auf Futures	3 306,0	0,9	(0,5)	–	–	–
Swaptions	2 818,0	0,9	(16,6)	1 589,4	–	(25,0)
Währungs- und Goldterminkontrakte	1 297,6	16,0	(9,0)	2 209,5	17,7	(5,6)
Zinsfutures	19 195,0	1,4	(0,2)	42 143,9	0,4	(0,4)
Zinsswaps	202 919,6	1 433,8	(1 038,5)	85 894,0	3 003,1	(1 099,1)
Zins-/Währungsswaps	10 619,0	246,7	(2 221,7)	11 388,0	241,4	(2 454,5)
Derivative Finanzinstrumente insgesamt am 31. März	320 302,5	2 188,0	(3 440,6)	199 455,5	3 321,1	(4 339,7)
Derivative Finanzinstrumente netto am 31. März			(1 252,6)			(1 018,6)

8. Kurzfristige Forderungen

Mio. SZR	2005	2004
Finanzgeschäfte vor Abwicklung	4 018,1	1 598,0
Sonstige Forderungen	10,5	11,6
Kurzfristige Forderungen insgesamt	4 028,6	1 609,6

Bei den „Finanzgeschäften vor Abwicklung“ handelt es sich um kurzfristige Forderungen (die Fälligkeit beträgt in der Regel höchstens drei Tage), bei denen die Transaktion schon ausgeführt wurde, jedoch noch keine Überweisung von Geld stattgefunden hat. Dazu gehören Vermögenswerte, die verkauft, und Schulden, die begeben wurden.

9. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

Mio. SZR	Grundstücke	Gebäude	IT und sonstige Sachanlagen	2005		2004 Insgesamt
				Insgesamt	Insgesamt	
Historischer Einstandswert						
Stand am 1. April	41,2	185,1	88,1	314,4	305,7	
Investitionen	–	–	14,9	14,9	10,5	
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(16,8)	(16,8)	(1,8)	
Stand am 31. März	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4	
Abschreibungen						
Kumulierte Abschreibungen am 1. April	–	68,3	56,1	124,4	109,3	
Abschreibungen	–	4,2	11,5	15,7	16,9	
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(16,8)	(16,8)	(1,8)	
Stand am 31. März	–	72,5	50,8	123,3	124,4	
Nettobuchwert am 31. März	41,2	112,6	35,4	189,2	190,0	

Der Abschreibungsbedarf für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr umfasste eine zusätzliche Abschreibung von SZR 2,4 Mio. nach einer Überprüfung auf Wertminderungen (2004: SZR 3,3 Mio.).

Nach einer Überprüfung der kapitalisierten Kosten in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr wurden SZR 16,8 Mio. aus kapitalisierten, aber voll abgeschriebenen Kosten für IT und sonstige Sachanlagen ausgebucht.

10. Währungseinlagen

Währungseinlagen sind Buchforderungen gegenüber der Bank; sie sind in der untenstehenden Tabelle aufgegliedert.

Mio. SZR	2005	2004
Mit 1-2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente		
Medium-Term Instruments (MTI)	42 694,7	41 198,8
FIXBIS	53 712,0	35 212,5
	96 406,7	76 411,3
Sonstige Währungseinlagen		
Sonstige Einlageninstrumente (FРИBIS)	3 192,4	6 200,2
Sichtkonten, Kündigungskonten und Termineinlagen	51 019,7	50 541,0
	54 212,1	56 741,2
Währungseinlagen insgesamt	150 618,8	133 152,5

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. Ver-

luste 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 2005, auf SZR 151 115,9 Mio. (2004: SZR 131 482,6 Mio.) beläuft.

Die Bank schätzt den Marktwert ihrer Währungseinlagen aufgrund von Finanzmodellen. Diese Modelle bewerten die erwarteten Zahlungsströme von Finanzinstrumenten mithilfe von Diskontierungsfaktoren, die teils aus notierten Zinssätzen (z.B. LIBOR, Swapsätze), teils aus Spreadannahmen abgeleitet werden. Die Bank ermittelt diese Spreads auf der Basis jüngst getätigter Marktgeschäfte. In dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr verringerte sich der Gewinn der Bank infolge veränderter Spreadannahmen für die Bewertung der Währungseinlagen um SZR 7,9 Mio.

11. Goldeinlagen (Passiva)

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken.

12. 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, die Einlage bei Rückgabe der Sicherheit zurückzuzahlen. Diese Einlagen stammen ausschließlich von Geschäftsbanken.

13. Kurzfristige Verbindlichkeiten

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten umfassen die Finanzgeschäfte vor Abwicklung, d.h. die 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 zurückgekaufte Schulden.

14. Sonstige Verbindlichkeiten

Mio. SZR	2005	2004
Vorsorgeverpflichtungen – Anmerkung 21		
Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder	4,2	4,0
Kranken- und Unfallversicherung	127,3	111,2
Verbindlichkeiten gegenüber ehemaligen Aktionären	3,9	14,5
Sonstige	15,9	14,7
Sonstige Verbindlichkeiten insgesamt	151,3	144,4

15. Aktienkapital

Das Aktienkapital der Bank setzte sich wie folgt zusammen:

Mio. SZR	2005	2004
Genehmigtes Kapital: 600 000 Aktien im Nominalwert von je SZR 5 000	3 000,0	3 000,0
Begebenes Kapital: 547 125 Aktien	2 735,6	2 735,6
Eingezahltes Kapital (25%)	683,9	683,9

Dividendenberechtigte Aktien:

	2005	2004
Begebene Aktien	547 125	547 125
Abzüglich: Eigene Aktien	(36 933)	(77 052)
Umlaufende dividendenberechtigte Aktien	510 192	470 073
Davon:		
Volle Dividende	470 073	452 073
Anteilige Dividende ab Zeichnungsdatum	40 119	18 000
Dividende je Aktie (SZR)	235	225

Bei den Aktien mit anteiliger Dividende ab Zeichnungsdatum handelt es sich zum einen um eigene Aktien, die in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr wieder veräußert wurden (Anmerkung 18), zum anderen um Aktien, die im vorherigen Geschäftsjahr an sechs neue Mitgliedszentralbanken ausgegeben worden waren.

16. Statutarische Reserven

Die Statuten der Bank sehen die Zuweisung des jährlichen Reingewinns der Bank durch die Generalversammlung

gemäß Vorschlag des Verwaltungsrats an drei bestimmte Reservefonds vor: den Gesetzlichen Reservefonds, den Allgemeinen Reservefonds und den Besonderen Dividenden-Reservefonds. Der nach Ausschüttung der Dividende verbleibende Reingewinn wird in der Regel dem Freien Reservefonds zugewiesen.

Gesetzlicher Reservefonds. Dieser Reservefonds hat derzeit die volle vorgeschriebene Höhe von 10% des eingezahlten Kapitals der Bank.

Allgemeiner Reservefonds. Derzeit sind 10% des nach Zahlung der Dividende verbleibenden jährlichen Reingewinns der Bank dem Allgemeinen Reservefonds zuzuwiesen. Wenn dieser Reservefonds das Fünffache des eingezahlten Kapitals der Bank erreicht hat, sinkt die jährliche Zuweisung auf 5% des verbleibenden Reingewinns.

Besonderer Dividenden-Reservefonds. Ein Teil des verbleibenden Reingewinns des Geschäftsjahrs kann dem Besonderen Dividenden-Reservefonds zugewiesen werden. Dieser kann bei Bedarf zur Zahlung der gesamten festgelegten Dividende oder eines Teils davon herangezogen werden. In der Regel wird die Dividende aus dem Reingewinn der Bank gezahlt.

Freier Reservefonds. Ein nach den obengenannten Zuweisungen noch verbleibender Betrag des Reingewinns wird in der Regel dem Freien Reservefonds zugewiesen.

Der Erlös aus der Zeichnung von BIZ-Aktien wird dem Gesetzlichen Reservefonds zugewiesen, bis dieser die volle vorgeschriebene Höhe erreicht hat, der Rest dem Allgemeinen Reservefonds.

Der Freie Reservefonds, der Allgemeine Reservefonds und der Gesetzliche Reservefonds stehen – in dieser Reihenfolge – zur Deckung etwaiger Verluste der Bank zur Verfügung. Im Falle der Liquidation der Bank werden die in den Reservefonds verbliebenen Beträge (nach Ablösung der Schulden der Bank und Zahlung der Liquidationskosten) unter den Aktionären verteilt.

17. 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 CHF 16 000 je Aktie gezahlt. Gleichzeitig nahm die Bank 2 304 Aktien dieser drei Ausgaben von anderen Zentralbanken zurück. Die Bank hielt diese Aktien als eigene Aktien. In dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr gab sie die 40 119 Aktien der belgischen und der französischen Ausgabe an die Zentralbanken dieser beiden Länder ab (Anmerkung 18).

Drei ehemalige Privataktionäre äußerten ihre Unzufriedenheit über die Höhe der Entschädigung, die die Bank ihnen im Zusammenhang mit der obligatorischen Aktienrücknahme gezahlt hatte, und erheben 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 zur endgültigen Abgeltung sämtlicher Ansprüche im Zusammenhang mit den zurückgenommenen Aktien an. Die Kosten der Rücknahme der insgesamt 74 952 Aktien erhöhten sich damit um SZR 153,8 Mio., wie folgt:

<i>Mio. SZR</i>	2004
Zulisten eigener Aktien:	
Zusätzliche Entschädigung über die Höhe der Rückstellung hinaus	113,5
Zulisten Gewinn- und Verlustrechnung:	
Zusätzliche Zinsen über die Höhe der Rückstellung hinaus	32,9
Währungsumrechnungsverlust	7,4
Insgesamt	153,8

Für über 99% der zurückgenommenen Aktien haben die ehemaligen Aktionäre die erforderlichen Dokumente zurückgesandt und die Zahlung beansprucht. Die noch nicht ausgezahlten Entschädigungen sind im Posten „Sonstige Verbindlichkeiten“ (Anmerkung 14) enthalten und belaufen sich auf SZR 3,9 Mio. (2004: SZR 14,5 Mio.).

18. Eigene Aktien

	2005	2004
Stand am 1. April		
In dem am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahr zurückgenommene Aktien	74 952	74 952
Sonstige	2 100	2 100
Insgesamt am 1. April	77 052	77 052
Wiederveräußerung an Aktionärszentralbanken	(40 119)	–
Stand am 31. März	36 933	77 052

Gemäß den Statuten der Bank können die Anfang 2001 zurückgenommenen und in der Folge von der Bank selbst gehaltenen Aktien (Anmerkung 17) vom Verwaltungsrat gegen einen Betrag in Höhe der den Privataktionären gezahlten Entschädigung (CHF 23 977,56 je Aktie) an Aktionärszentralbanken abgegeben werden. Dementsprechend hat die Bank in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr alle von ihr gehaltenen Aktien der belgischen und der französischen Ausgabe, d.h. insgesamt 40 119 Aktien, an die Zentralbanken dieser Länder veräußert. Der Erlös von CHF 962,0 Mio. – oder SZR 536,7 Mio. zum Kurs der jeweiligen Transaktionsdaten – wurde dem Eigenkapital der Bank wie folgt gutgeschrieben:

<i>Mio. SZR</i>	2005
Eigene Aktien	456,4
Allgemeiner Reservefonds – Wechselkursgewinn	80,3
Insgesamt	536,7

Der Betrag von SZR 456,4 Mio. entspricht dem SZR-Gegenwert der Entschädigung in Schweizer Franken, die den ehemaligen Privataktionären bei der Aktienrücknahme im Januar 2001 und nach dem endgültigen Urteil des Schiedsgerichts in Den Haag im September 2003 für die Aktien der belgischen und der französischen Ausgabe gezahlt wurde. Beim Eingang des Erlöses für die Wiederveräußerung dieser Aktien im Verlauf des Geschäftsjahres wurde ein Wechselkursgewinn von SZR 80,3 Mio. erzielt, weil der Schweizer Franken in der Zeit von 2001 bis zur Veräußerung der Aktien gegenüber dem SZR aufgewertet hatte.

Als eigene Aktien verbleiben nun noch 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe (34 833 im Jahr 2001 zurückgenommen, 1100 schon vorher von der Bank gehalten) und die 1000 suspendierten Aktien der albanischen Ausgabe. Anmerkung 40 enthält weitere Angaben zur Wiederveräußerung der Aktien der amerikanischen Ausgabe.

19. Ergebnis je Aktie

	2005	2004
Reingewinn für das Geschäftsjahr (Mio. SZR)	370,9	536,1
Gewichteter Durchschnitt dividendenberechtigter Aktien	486 673	462 114
Ergebnis je Aktie – (SZR je Aktie)	762,1	1 160

Für das am 31. März 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr wird eine Dividende von SZR 235 je Aktie vorgeschlagen (2004: SZR 225).

20. Sonstige Eigenkapitalposten

Die sonstigen Eigenkapitalposten entsprechen den Bewertungskonten für die Anlageaktiva in Gold und in Währungen (Anmerkungen 5 und 6).

Sie umfassen:

<i>Mio. SZR</i>	2005	2004
Wertpapierbewertungskonto	92,2	178,5
Goldbewertungskonto	759,3	833,3
Sonstige Eigenkapitalposten insgesamt	851,5	1 011,8

A. Wertpapierbewertungskonto

Auf diesem Konto wird die Differenz zwischen dem Marktwert und dem fortgeführt Einstandswert der Anlagepapiere der Bank verbucht.

Folgende Veränderungen ergaben sich während des Geschäftsjahres:

<i>Mio. SZR</i>	2005	2004
Stand am 1. April	178,5	337,2
Bewertungsänderungen netto		
Nettogewinn aus Veräußerungen	(7,0)	(154,4)
Marktwert- und sonstige Veränderungen	(79,3)	(4,3)
	(86,3)	(158,7)
Stand am 31. März	92,2	178,5

In den nachstehenden Tabellen wird der Stand des Wertpapierbewertungskontos aufgegliedert.

31. März 2005	Marktwert der Aktiva	Historischer Einstandswert	Wertpapier- bewertungs- konto	Bruttogewinne	Bruttoverluste
<i>Mio. SZR</i>					
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	962,8	962,8	–	–	–
Staats- und andere Wertpapiere	7 449,4	7 357,2	92,2	137,9	(45,7)
Insgesamt	8 412,2	8 320,0	92,2	137,9	(45,7)

31. März 2004	Marktwert der Aktiva	Historischer Einstandswert	Wertpapier- bewertungs- konto	Bruttogewinne	Bruttoverluste
<i>Mio. SZR</i>					
Mit Rückgabevereinbarung 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)
Insgesamt	8 769,4	8 590,9	178,5	193,0	(14,5)

B. Goldbewertungskonto

Auf diesem Konto wird die Differenz zwischen dem Buchwert und der neu als Einstandswert erachteten Basis der Goldanlageaktiva der Bank verbucht. Für die Goldanlageaktiva, die am 31. März 2003 bestanden (als die Bank ihre Berichtswährung von Goldfranken in SZR änderte), beträgt dieser neue Einstandswert rund SZR 151 je Unze. Dies entspricht dem Wert von USD 208, der von 1979 bis 2003 aufgrund eines BIZ-Verwaltungsratsbeschlusses galt, umgerechnet zum Wechselkurs vom 31. März 2003.

Folgende Veränderungen ergaben sich während des Geschäftsjahres:

<i>Mio SZR</i>	2005	2004
Stand am 1. April	833,3	571,6
Bewertungsänderungen netto		
Nettогewinn aus Veräußerungen	(50,5)	–
Goldpreisveränderung	(23,5)	261,7
	(74,0)	261,7
Stand am 31. März	759,3	833,3

<i>Mio. SZR</i>	2005	2004
Verbindlichkeit am 1. April	4,0	4,0
Eingezahlte Beiträge	(0,3)	(0,3)
Zulisten Gewinn- und Verlustrechnung	0,3	0,4
Umrechnungsdifferenzen	0,2	(0,1)
Verbindlichkeit am 31. März – Anmerkung 14	4,2	4,0
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust	0,1	0,6
Barwert der Verpflichtung	4,3	4,6

Der Berechnung dieser Leistungen liegen ähnliche versicherungsmathematische Annahmen zugrunde wie beim Pensionssystem des Personals (s. unten); allerdings wird eine jährliche Wachstumsrate von 1,5% für die Gehälter angenommen.

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 Aktuaren jährlich neu bewertet, zuletzt per 30. September 2004.

<i>Mio. SZR</i>	2005	2004
Barwert der gedeckten Verpflichtungen	596,4	527,8
Marktwert des Fondsvermögens	(566,6)	(525,4)
	29,8	2,4
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust	(29,8)	(2,4)
Verbindlichkeit am 31. März	–	–

21. 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. Während des Geschäftsjahres ergaben sich folgende Veränderungen:

Während des Geschäftsjahres ergaben sich folgende Veränderungen:

Mio. SZR	2005	2004
Verbindlichkeit am 1. April	–	–
Eingezahlte Beiträge	(15,1)	(14,5)
Zulisten Gewinn- und Verlustrechnung	15,1	14,5
Verbindlichkeit am 31. März	–	–

Folgende Beträge wurden in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht:

Mio. SZR	2005	2004
Laufender Dienstzeitaufwand	23,3	20,0
Zinskosten	18,9	17,4
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	(27,3)	(22,9)
Im Geschäftsjahr erfasster versicherungsmathematischer Verlust netto	–	2,9
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust / (Gewinn)	0,2	(2,9)
Im Geschäftsaufwand enthaltener Gesamtbetrag	15,1	14,5

In diesen Berechnungen wurden vor allem folgende versicherungsmathematische Annahmen verwendet:

	2005	2004
Diskontierungssatz – Marktzinssatz schweizerischer Unternehmensanleihen mit hohem Rating	3,25%	3,5%
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	5,0%	5,0%

Im Jahr 2005 betrug die tatsächliche Rendite des Fondsvermögens 3,2% (2004: 13,9%). Die Verpflichtung der Bank gegenüber ihren Beschäftigten entspricht dem Barwert der zugesagten Ruhestandsleistungen. Zu dessen Berechnung werden die Gehälter auf den Termin hochgerechnet, zu dem die Leistungen für die gegenwärtig Beschäftigten fällig werden. Derzeit wird eine Steigerungsrate von 4,1% für die Gehälter angenommen (2004: 4,1%). Darüber hinaus werden Schätzungen über zukünftige Erhöhungen der Pensionsleistungen im Umfang von 1,5% (2004: 1,5%) für derzeitige und künftige Mitglieder des Pensionssystems einbezogen.

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 entsprechenden Kosten und Verpflichtungen und die versicherungsmathematischen Annahmen für die Berechnung der Leistungen sind ähnlich wie beim Pensionssystem des Personals; allerdings wird zusätzlich ein langfristiger Kostenanstieg im Gesundheitswesen von 5% p.a. angenommen.

Während des Geschäftsjahres ergaben sich folgende Veränderungen:

Mio. SZR	2005	2004
Verbindlichkeit am 1. April	111,2	97,1
Eingezahlte Beiträge	(1,7)	(1,2)
Zulisten Gewinn- und Verlustrechnung	12,7	16,4
Umrechnungsdifferenzen	5,1	(1,1)
Verbindlichkeit am 31. März	127,3	111,2
– Anmerkung 14		
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust	52,5	18,1
Barwert der Verpflichtung	179,8	129,3

Folgende Beträge wurden in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht:

Mio. SZR	2005	2004
Laufender Dienstzeitaufwand	7,7	7,0
Zinskosten	4,7	4,1
Im Geschäftsjahr erfasster versicherungsmathematischer Verlust netto	0,3	0,4
Zusätzlicher Aufwand	–	4,9
Im Geschäftsaufwand enthaltener Gesamtbetrag	12,7	16,4

22. Zinsertrag

Mio. SZR	2005	2004
Zinsen auf Anlageaktiva		
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	14,5	9,9
Staats- und andere Wertpapiere	255,4	269,8
Goldanlageaktiva	23,4	25,4
293,3	305,1	
Zinsen auf Bankgeschäftsaktiva		
Schatzwechsel	335,5	233,4
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	81,6	104,3
Terminguthaben und Kredite an Banken	1 693,4	1 098,5
Staats- und andere Wertpapiere	767,5	721,6
Gold-Bankgeschäftsaktiva	7,2	8,2
2 885,2	2 166,0	
Zinsen auf derivative Finanzinstrumente		
	879,5	1 022,3
Sonstige Zinsen		
	0,8	0,5
Zinsertrag insgesamt	4 058,8	3 493,9
Davon: Zinseinkünfte während des Geschäftsjahrs	3 981,1	3 830,2

23. Zinsaufwand

Mio. SZR	2005	2004
Zinsen auf Goldeinlagen	5,8	7,0
Zinsen auf Währungseinlagen	3 364,2	2 665,7
Zinsen auf mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	14,1	8,4
Zinsaufwand insgesamt	3 384,1	2 681,1
Davon: Zinszahlungen während des Geschäftsjahres	3 320,7	2 676,6

24. Bewertungsänderungen netto

Mio. SZR	2005	2004
Nicht realisierte Wertänderungen finanzieller Vermögenswerte im Bankgeschäft	(247,9)	(98,9)
Realisierte Gewinne aus finanziellen Vermögenswerten im Bankgeschäft	20,9	32,1
Nicht realisierte Wertänderungen finanzieller Verbindlichkeiten	1 478,0	583,8
Realisierte Verluste aus finanziellen Verbindlichkeiten	(16,7)	(327,1)
Wertänderungen von derivativen Finanzinstrumenten	(1 417,4)	(448,6)
Bewertungsänderungen netto	(183,1)	(258,7)

25. Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen

Mio. SZR	2005	2004
Ertrag aus Gebühren und Provisionen	4,3	5,8
Aufwand für Gebühren und Provisionen	(3,0)	(4,4)
Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen	1,3	1,4

26. Nettodevisenverlust / -gewinn

Mio. SZR	2005	2004
Transaktionsgewinn netto	11,9	25,8
Umrechnungsverlust netto	(46,4)	(16,8)
Nettodevisen(verlust) / -gewinn	(34,5)	9,0

Verantwortlich für den Nettoumrechnungsverlust in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr war hauptsächlich die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem SZR mit ihren Auswirkungen auf die Short-Position der Bank in Schweizer Franken (Anmerkung 37F), die bestand, bevor die Zentralbanken Belgiens und Frankreichs die bis dahin von der BIZ selbst gehaltenen Aktien ihrer jeweiligen Ausgabe zeichneten. Am Zeichnungstag wurde dieser Verlust (ebenso wie die entsprechenden Umrechnungsverluste der Vorjahre, da diese Aktien 2001 von Privataktionären zurückgenommen worden waren) im Eigenkapital der Bank durch einen realisierten Wechselkursgewinn von SZR 80,3 Mio. (Anmerkung 18) ausgeglichen.

27. Geschäftsaufwand

In der nachfolgenden Tabelle wird der Geschäftsaufwand der Bank in Schweizer Franken (CHF) – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – aufgegliedert.

Mio. CHF	2005	2004
Verwaltungsrat		
Honorare	1,6	1,6
Renten	0,6	0,6
Reisen, auswärtige Sitzungen und sonstige Ausgaben	1,0	1,5
	3,2	3,7
Geschäftsleitung und Personal		
Vergütungen	97,1	96,1
Renten	30,9	30,2
Sonstiger Personalaufwand	38,3	44,4
	166,3	170,7
Sachaufwand	64,5	62,1
Verwaltungskosten in Mio. CHF	234,0	236,5
Verwaltungskosten in Mio. SZR	129,3	125,6
Abschreibungen in Mio. SZR	15,7	16,9
Geschäftsaufwand in Mio. SZR	145,0	142,5

In dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr hatte die Bank – in Vollzeitstellen umgerechnet – durchschnittlich 526 Beschäftigte (2004: 509).

28. Nettogewinn aus Veräußerung von Anlagepapieren

Mio. SZR	2005	2004
Veräußerungserlöse	3 384,2	5 263,7
Fortgeführte Einstandswerte	(3 377,2)	(5 109,3)
Nettогewinn	7,0	154,4
Davon:		
Realisierte Bruttogewinne	32,9	172,5
Realisierte Bruttoverluste	(25,9)	(18,1)

29. Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva

Bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva wurde in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr folgender Gewinn erzielt:

Mio. SZR	2005
Veräußerungserlöse	108,6
Neu als Einstandswert erachtete Basis – Anmerkung 20B	(58,1)
Realisierte Bruttogewinne	50,5

Im vorangegangenen Geschäftsjahr waren keine Goldanlageaktiva veräußert worden.

30. Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente

Für die Mittelflussrechnung gelten als Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente:

Mio. SZR	2005	2004
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	25,8	18,9
Kündigungskonten	2 979,7	2 647,4
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente insgesamt	3 005,5	2 666,3

31. 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.

32. Wechselkurse

Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kurse und Preise, die für die Umrechnung von Fremdwährungs- und Goldpositionen in SZR verwendet wurden.

	Kassakurs/-preis am 31. März		Durchschnitt im abgeschlossenen Geschäftsjahr	
	2005	2004	2005	2004
USD	0,661	0,675	0,671	0,700
EUR	0,859	0,827	0,845	0,821
JPY	0,00619	0,00649	0,00625	0,00620
GBP	1,248	1,239	1,238	1,183
CHF	0,554	0,530	0,549	0,531
Gold	282,7	286,5	277,9	263,8

31. März 2005

Prozent	USD	EUR	GBP	JPY	Sonstige Währungen
Aktiva					
Goldeinlagen					
Schatzwechsel	2,70	2,13	–	–	–
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	2,71	2,12	4,79	–	–
Terminguthaben und Kredite an Banken	2,77	2,24	4,93	–	4,15
Staats- und andere Wertpapiere	3,63	3,14	4,96	0,45	3,94
Passiva					
Währungseinlagen	3,00	2,29	4,73	–	3,29
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,46
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	2,43	–	–	–	–

33. Außerbilanzielle Geschäfte

Treuhandschäfte werden im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt, d.h. ohne Regress auf die Bank.

Sie werden nicht in der Bilanz ausgewiesen. Dazu gehören:

Mio. SZR	2005	2004
Nominalwert der Wertpapierbestände		
In Depotverwahrung für Kunden	10 009,2	9 153,5
Gemäß Pfandbestellungsvereinbarung	2 275,2	2 346,2
Im Rahmen von Portfoliomanagementmandaten	3 769,4	2 903,3
Insgesamt	16 053,8	14 403,0

Die im Rahmen solcher Vereinbarungen gehaltenen Finanzinstrumente sind bei externen Verwahrstellen – Zentralbanken oder kommerziellen Instituten – hinterlegt.

34. Zusagen

Die Bank stellt eine Reihe fest zugesagter Standby-Fazilitäten für die zu ihrem Kundenkreis zählenden Zentralbanken und internationalen Organisationen bereit. Am 31. März 2005 beliefen sich die offenen Zusagen, im Rahmen dieser Standby-Fazilitäten Kredit zu gewähren, auf SZR 5 480,4 Mio. (2004: SZR 3 677,3 Mio.); davon waren SZR 315,0 Mio. nicht besichert (2004: SZR 118,2 Mio.).

35. Effektive Zinssätze

Der effektive Zinssatz ist der Satz, um den die erwarteten künftigen Zahlungsströme eines Finanzinstruments auf den jeweiligen Buchwert abgezinst werden.

Die nachstehende Tabelle gibt einen Überblick über die effektiven Zinssätze der betreffenden Finanzinstrumente in den wichtigsten Währungen.

36. Konzentrationsanalyse

A. Verbindlichkeiten insgesamt

Mio. SZR	2005	2004
Afrika	14 024,8	9 771,6
Asien-Pazifik-Raum	80 642,4	70 611,0
Europa	41 772,5	47 577,3
Nord- und Südamerika	28 910,3	25 287,6
Internationale Organisationen	4 883,1	5 077,3
Insgesamt	170 233,1	158 324,8

Die Währungs- und Goldeinlagen bei der Bank, hauptsächlich von Zentralbanken und internationalen Organisationen, bilden 92,7% ihrer gesamten Verbindlichkeiten. Am 31. März 2005 bestanden Währungs- und Goldeinlagen von 159 Kunden (2004: 155). Diese Einlagen weisen erhebliche Einzelkundenkonzentrationen auf: Auf der Basis des Abwicklungsdatums entfallen auf drei Kunden je über 5% des Gesamtbetrags (2004: fünf Kunden). In Anmerkung 37 wird erläutert, wie die Bank das Klumpenrisiko in ihren Verbindlichkeiten handhabt.

B. Kreditzusagen

Mio. SZR	2005	2004
Asien-Pazifik-Raum	5 259,1	3 461,3
Europa	221,3	216,0
Insgesamt	5 480,4	3 677,3

Anmerkung 34 enthält nähere Angaben zu den Kreditzusagen der Bank.

C. Außerbilanzielle Positionen

Mio. SZR	2005	2004
Afrika	594,6	527,4
Asien-Pazifik-Raum	12 144,1	10 552,9
Europa	556,8	534,0
Nord- und Südamerika	2 758,3	2 788,7
Insgesamt	16 053,8	14 403,0

Anmerkung 33 enthält nähere Angaben zu den außerbilanziellen Geschäften der Bank.

D. Aktiva insgesamt

Die Bank legt ihre Mittel vorwiegend am Interbankmarkt (bei globalen Finanzinstituten mit Sitz in G10-Ländern)

sowie in G10-Staatsanleihen an. Auf eine geografische Gliederung der Aktiva der Bank wird hier verzichtet, da die Geschäftsleitung der Bank überzeugt ist, dass diese keinen angemessenen Eindruck des wirtschaftlichen Effekts der Anlagen der Bank vermitteln würde.

37. Eigenkapital und Risikomanagement

A. Risiken, denen die Bank ausgesetzt ist

Die Bank ist folgenden Risiken ausgesetzt:

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 der Aktiva und Passiva der Bank infolge nachteiliger 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 versagender oder unzureichender Abläufe, Fehlern von Mitarbeitern, Systemmängeln oder externer Ereignisse finanzielle Verluste und/oder Reputationsschäden entstehen.

B. Risikomanagement der Bank

Organisationsstruktur

Die Bank wird so geführt, dass sie ihre Aufgabe erfüllen kann, Dienstleistungen für Zentralbanken zu erbringen, und gleichzeitig eine angemessene Rendite erzielt, um ihre solide Eigenkapitalbasis zu halten. Aktiva und Passiva sind in zwei Bereichen organisiert:

Währungs- und Goldeinlagen (Passiva) sowie damit verbundene Bankgeschäftsaktiva und Derivate

In diesem Bereich geht die Bank ein begrenztes Zinsänderungs-, Goldpreis- und Fremdwährungsrisiko ein.

Aktiva, Passiva und Derivate, die vorwiegend mit als Eigenkapital definierten Anlagen zusammenhängen

Die Bank hält ihr Eigenkapital größtenteils in Finanzinstrumenten, die auf die Währungen des SZR-Korbs laufen. Sie werden unter Verwendung einer Anleihenbenchmark mit einem festen Durationsziel verwaltet. Der Rest wird in Gold gehalten.

Für ihr Risikomanagement hat die Bank ein unabhängiges Risikocontrolling mit regelmäßigen Risikoberichten an die zuständigen Managementausschüsse geschaffen. Risikomanagementverfahren und Risikopolitik der Bank sind in einem ausführlichen „Risk Manual“ dokumentiert, das regelmäßig aktualisiert wird. Die Kreditlimits der Bank sind in einem weiteren Handbuch dokumentiert. Für jegliche Änderung von Kreditlimits ist die Zustimmung des Managements erforderlich.

Finanzwesen und Rechtsdienst ergänzen das Risikocontrolling. Das Finanzwesen hat die Aufgabe, die Finanzausweise der Bank zu erstellen und ihre Ausgaben durch Aufstellen und Überwachen des Jahresbudgets zu kontrollieren. Der Rechtsdienst gibt bei vielfältigen Fragen im Zusammenhang mit der Tätigkeit der Bank Rat und Unterstützung aus juristischer Perspektive.

Die Compliance-Stelle der Bank hat die Aufgabe, hinreichend sicherzustellen, dass die Tätigkeit der BIZ und ihres Personals im Einklang steht mit anwendbaren Gesetzen und Verordnungen, den BIZ-Statuten, dem Verhaltenskodex der Bank, sonstigen internen Vorschriften und Grundsätzen sowie einschlägigen Best-Practice-Standards. Die Compliance-Stelle identifiziert und beurteilt Compliance-Risiken und sensibilisiert die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter für Compliance-Fragen. Ihre Rolle beinhaltet auch Überwachungs-, Meldungs- und – in Zusammenarbeit mit dem Rechtsdienst – Beratungsaufgaben.

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 Risikomanagementverfahren, der internen Kontrollsysteme, der Informationssysteme und der Führungsabläufe.

Für das Risikocontrolling, die Compliance und die Interne Revision der Bank ist der Stellvertretende Generaldirektor verantwortlich. Die Leiter der Compliance-Stelle und der Internen Revision unterstehen darüber hinaus dem Revisionskomitee des Verwaltungsrats.

C. Risikomanagementverfahren

Für die Bewertung ihrer Finanzinstrumente und die Messung des Risikos für ihren Reingewinn und ihr Eigenkapital bedient sich die Bank einer ganzen 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 Risikomanagementverfahren 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 für das Kreditrisiko, das Marktrisiko und das operationelle Risiko.

Beim Kreditrisiko verwendet die Bank dabei 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 F. weiter unten.

Beim operationellen Risiko beruht die Messgröße für das erforderliche ökonomische Kapital auf einem Modell, das die entsprechenden Verlusterfahrungen der Bank und externe Verlustdaten einbezieht.

Die wesentlichen verwendeten Annahmen bei der Berechnung des ökonomischen Kapitals für das Kredit-, das Markt- und das operationelle Risiko sind 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 Rahmenkonzepts der Basler Eigenkapitalvereinbarung vom Juli 1988 gemessen wird. Die folgende Tabelle stellt das Eigenkapital der Bank am 31. März 2005 dar.

Mio. SZR	2005	2004
Aktienkapital	683,9	683,9
Statutarische Reserven	8 743,2	8 230,8
Abzüglich: Eigene Aktien	(396,2)	(852,6)
Kernkapital	9 030,9	8 062,1
Gewinn- und Verlustrechnung	370,9	536,1
Sonstige Eigenkapitalposten	851,5	1 011,8
Eigenkapital insgesamt	10 253,3	9 610,0

Die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung wird nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung anhand von Quoten beurteilt, 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 derivativen Instrumente der Bank ermittelt. Wegen des Anteils von Staatspapieren (mit Risikogewicht null) an ihren Aktiva sind die Eigenkapitalquoten der Bank hoch. Am 31. März 2005 betrug die Kernkapitalquote der Bank 35,8% (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.

Erfüllungsrisiko – das Risiko eines 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 eingeschränkten Zugangs zu Fremdwährungen nicht in der Lage ist, ihre Fremdwährungsverpflichtungen zu erfüllen.

Die Bank steuert ihr Kreditrisiko, indem sie Limits für den Umfang des Risikos festlegt, das für einen einzelnen Schuldner oder eine Gruppe von Schuldner akzeptiert wird. Diese Risiken werden regelmäßig überwacht und mindestens einmal jährlich überprüft; wenn nötig, werden Anpassungen vorgenommen. Das wichtigste Kriterium bei der Überprüfung ist die Fähigkeit der Schuldner bzw. potenziellen Schuldner, ihre Verpflichtungen für Zins- und Tilgungszahlungen zu erfüllen. Die Limits für das Kreditrisiko werden vom Verwaltungsrat genehmigt. Die tatsächlich eingegangenen Risiken werden täglich mit den Limits verglichen.

Die Bank schließt Reverse Repos ab und nimmt außerdem Sicherheiten herein, um das Kreditrisiko bei derivativen Finanzinstrumenten zu mindern. Mit einigen Gegenparteien hat sie ferner bilaterale Aufrechnungsvereinbarungen abgeschlossen.

1. Ausfallrisiko

Die Bank kontrolliert ihr Ausfallrisiko auf der Ebene der Gegenpartei und auf Portfolioebene. Die eingegangenen Risiken werden mithilfe einer Reihe von Kreditlimits für die einzelnen Gegenparteien und Länder begrenzt. Die Bank führt eine eigene ausführliche, unabhängige Kreditanalyse durch, anhand deren sie dann interne Ratings vergibt. 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 bedeutet, werden die Wertpapiere abgestoßen. Das Ausfallrisiko bei außerbörslichen Derivaten wird mithilfe von Besicherungsvereinbarungen gemindert.

Die Bank stellt mit ihrer Kreditpolitik sicher, dass ihre Aktiva überwiegend in Staatspapieren oder bei Finanzinstituten mit einem Rating von mindestens A angelegt sind. Wegen der begrenzten Anlagemöglichkeiten hat die Bank erhebliche Gegenparteikonzentrationen innerhalb dieser Sektoren.

In den nachstehenden Tabellen werden die Kreditrisiken nach Sektor und nach Rating dargestellt.

Sektor Prozent	2005	2004
Staaten	32,5	29,0
Finanzinstitute	61,7	65,0
Sonstige	5,8	6,0
	100,0	100,0

Interne Bonitätseinstufung BIZ (ausgedrückt als entsprechendes langfristiges Rating) Prozent	2005	2004
AAA	26,3	25,1
AA	57,0	54,9
A	16,1	19,6
BBB+ und tiefer (einschl. Risiken ohne Rating)	0,6	0,4
	100,0	100,0

2. 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
- Bei Devisengeschäften nach Möglichkeit Abschluss von Aufrechnungsvereinbarungen für den Fall, dass eine Gegenpartei die Gegenwährung nicht liefert
- Berechnung und Begrenzung des Erfüllungsrisikos für die einzelnen Gegenparteien

3. Transferrisiko

Die Bank nimmt die Berechnung des Transferrisikos und die entsprechende Limitfestlegung auf Länderbasis vor.

F. Marktrisiko

Die wichtigsten Komponenten des Marktrisikos der Bank sind das Goldpreisrisiko, das Fremdwährungsrisiko 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 Verlustes – unter Annahme eines vorgegebenen Zeithorizonts und mit einem bestimmten Konfidenzniveau – für das aktuelle Portfolio aus.

Das zur Unterlegung des Marktrisikos erforderliche ökonomische Kapital wird für alle Komponenten des Marktrisikos aggregiert gemessen und gesteuert. Das Management limitiert das für das Marktrisiko einzusetzende ökonomische Kapital.

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 der höchsten Marktrisikopositionen.

1. Goldpreisrisiko

Das Goldpreisrisiko ist der potenzielle Effekt von Veränderungen des SZR-Goldpreises auf den Marktwert von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Goldpreisrisiko hauptsächlich durch ihre eigenen Goldanlageaktiva (180 Tonnen; 2004: 192 Tonnen) ausgesetzt. Dieses Gold wird in Verwahrung gehalten oder als Einlage bei Geschäftsbanken hinterlegt. Am 31. März 2005 machten die Goldbestände rund 16% des Eigenkapitals aus (31. März 2004: 18%). 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.

2. Fremdwährungsrisiko

Das Fremdwährungsrisiko ist der potenzielle Effekt von Wechselkursänderungen auf den Marktwert von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Fremdwährungsrisiko 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 Fremdwährungsrisiken ein. Die Bank verringert ihre Fremdwährungsrisiken, indem sie ihr Eigenkapital in Relation zur Zusammensetzung des SZR-Korbs in die Währungen des Korbs investiert und bei der Verwaltung von Kundeneinlagen und bei Devisengeschäften nur geringe Risikopositionen zulässt.

Die folgende Tabelle zeigt die Währungspositionen der Bank nach Bereinigung um ihre eigenen Goldanlageaktiva.

Nettoaktiva am 31. März

Mio. SZR	2005	2004
Schweizer Franken	(137,0)	(655,6)
US-Dollar	21,3	297,9
Euro	4,3	111,3
Yen	36,7	130,9
Pfund Sterling	12,7	57,7
Schwedische Krone	58,1	54,3
Sonstige Währungen	3,9	3,5

Die am 31. März 2005 ausgewiesene Short-Position in Schweizer Franken ist hauptsächlich auf die Vorsorgeverpflichtungen der Bank zurückzuführen (Anmerkung 21). Die am 31. März 2004 ausgewiesene Short-Position in Schweizer Franken war im Wesentlichen auf die Rücknahme von BIZ-Aktien im Jahr 2001 (Anmerkung 17) und zu einem kleineren Teil auf die Vorsorgeverpflichtungen der Bank zurückzuführen. Die Short-Position verringerte sich im Jahr 2005, als die Zentralbanken Belgiens und Frankreichs die Aktien ihrer jeweiligen Ausgabe zeichneten (zu einem Preis in Schweizer Franken), die zuvor von der BIZ als eigene Aktien gehalten worden waren.

3. 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 unter Verwendung einer Anleihenbenchmark mit einem festen Durationsziel verwaltet. Ferner ist die Bank im Zusammenhang mit der Hereinnahme und Wiederanlage von Kundeneinlagen einem begrenzten Zinsänderungsrisiko 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.

In der untenstehenden Tabelle wird dargestellt, wie sich eine Verschiebung der einschlägigen Zinsstrukturkurve um 1% nach oben auf das Eigenkapital der Bank auswirkt.

31. März 2005

Mio. SZR	Bis 6 Monate	7–12 Monate	1–2 Jahre	2–3 Jahre	3–4 Jahre	4–5 Jahre	Über 5 Jahre
Euro	(4,6)	(4,5)	(11,6)	(11,1)	(11,2)	(17,8)	(67,8)
Yen	2,0	(1,0)	(2,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)	(8,1)
Pfund Sterling	(0,8)	1,6	(9,8)	(6,1)	(5,4)	(9,9)	(12,1)
Schweizer Franken	(0,3)	0,3	0,1	–	–	–	–
US-Dollar	16,2	21,0	(46,4)	(7,4)	(9,0)	(17,4)	(56,6)
Sonstige Währungen	(0,3)	0,1	(0,1)	–	–	–	–
Insgesamt	12,2	17,5	(70,3)	(26,6)	(28,2)	(48,1)	(144,6)

G. Liquiditätsrisiko

Die Nettoveränderungen der Währungs- und Goldeinlagen von Zentralbanken, internationalen Organisationen und sonstigen öffentlichen Institutionen 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 Abzugs-

szenarien 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 weiter unten folgenden Tabellen zeigen Aktiva und Passiva (einschl. Derivaten auf Nettobasis) zu Buchwerten, gegliedert nach vertraglicher Restlaufzeit zum Bilanzstichtag.

H. Operationelles Risiko

Die Bank definiert das operationelle Risiko als das Risiko, dass ihr durch einen oder mehrere der folgenden Faktoren finanzielle Verluste und/oder Reputationsschäden entstehen:

- Personen (z.B. zu wenig Personal, Fehlen erforderlicher Kenntnisse, unzureichende Schulung, unzureichende Überwachung, Abgang wichtiger Mitarbeiter, unzureichende Nachfolgeplanung sowie Mangel an Integrität oder ethischen Maßstäben)

31. März 2005		Bis 1 Monat	1–3 Monate	4–6 Monate	6–9 Monate	9–12 Monate	1–5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbestimmte Laufzeit	Insgesamt
Mio. SZR										
Aktiva										
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken		25,8	–	–	–	–	–	–	–	25,8
Gold und Goldeinlagen	5 305,2	188,3	514,2	440,9	531,6	1 564,2	72,6	–	–	8 617,0
Schatzwechsel	5 908,1	12 716,2	6 718,6	3 044,3	2 920,2	–	–	–	–	31 307,4
Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere	14 034,3	–	–	–	–	–	–	–	–	14 034,3
Terminguthaben und Kredite an Banken	31 823,2	18 716,8	13 981,0	9 830,4	5 926,9	5,1	33,1	–	–	80 316,5
Staats- und andere Wertpapiere	3 454,0	4 086,4	3 014,8	2 795,1	5 110,3	16 167,4	5 151,6	–	–	39 779,6
Kurzfristige Forderungen	4 021,5	–	–	–	–	3,5	–	–	3,6	4 028,6
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–	–	–	–	189,2	189,2
Insgesamt	64 572,1	35 707,7	24 228,6	16 110,7	14 489,0	17 740,2	5 257,3	–	192,8	178 298,4
Passiva										
Währungseinlagen										
Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente	(8 204,1)	(14 081,1)	(14 153,1)	(16 175,8)	(10 937,5)	(30 176,3)	(2 678,8)	–	(96 406,7)	
Sonstige Währungseinlagen	(33 081,0)	(6 591,3)	(7 088,4)	(3 439,2)	(4 010,9)	(1,3)	–	–	(54 212,1)	
Goldeinlagen	(5 423,1)	(133,7)	(487,5)	(331,2)	(287,7)	(375,0)	(72,6)	–	(7 110,8)	
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	(1 159,4)	–	–	–	–	–	–	–	(1 159,4)	
Kurzfristige Verbindlichkeiten	(7 752,2)	–	–	–	–	–	–	–	(7 752,2)	
Sonstige Verbindlichkeiten	(17,3)	–	–	–	–	–	–	–	(134,0)	(151,3)
Insgesamt	(55 637,1)	(20 806,1)	(21 729,0)	(19 946,2)	(15 236,1)	(30 552,6)	(2 751,4)	–	(134,0)	(166 792,5)
Derivative Finanzinstrumente netto										
Fälligkeitsinkongruenz	9 002,3	15 074,4	2 347,5	(3 879,1)	(983,9)	(13 636,2)	2 269,5	58,8	10 253,3	

31. März 2004

Mio. SZR	Bis 1 Monat	1–3 Monate	4–6 Monate	6–9 Monate	9–12 Monate	1–5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbestimmte Laufzeit	Insgesamt
Aktiva									
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	18,9	–	–	–	–	–	–	–	18,9
Gold und Goldeinlagen	5 711,4	315,8	603,0	514,2	532,2	1 397,2	–	–	9 073,8
Schatzwechsel	5 903,4	15 450,9	6 615,6	908,9	1 361,9	–	–	–	30 240,7
Mit Rückgabevereinbarung 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
Insgesamt	68 382,2	35 419,7	25 442,7	7 401,6	4 407,0	19 062,4	4 304,6	193,5	164 613,7
Passiva									
Währungseinlagen									
Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist 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 Verbindlichkeiten	(26,6)	–	–	–	–	–	–	(117,8)	(144,4)
Insgesamt	(66 050,3)	(19 825,6)	(21 457,1)	(6 736,3)	(4 405,2)	(31 996,2)	(3 396,6)	(117,8)	(153 985,1)
Derivative Finanzinstrumente netto									
Fälligkeitsinkongruenz	2 229,0	15 108,3	3 841,0	668,5	(98,6)	(13 043,6)	829,7	75,7	9 610,0

- Versagen oder Unzulänglichkeit von Abläufen (eine interne Regelung oder ein Ablauf ist z.B. unzulänglich, schlecht konzipiert, ungeeignet oder ungenügend dokumentiert bzw. wird nicht richtig verstanden, umgesetzt, befolgt oder durchgesetzt)
- Versagen oder Unzulänglichkeit von Systemen (Hardware, Softwareanwendungen, Betriebssysteme oder Infrastruktur, die die Tätigkeit der Bank erfordert, sind z.B. schlecht konzipiert, ungeeignet, unzulänglich, nicht verfügbar, fallen aus oder funktionieren nicht wie geplant)
- externe Ereignisse (d.h. Ereignisse, die sich negativ auf die Bank auswirken, über die sie aber keine Kontrolle hat)

Die Bank handhabt das operationelle Risiko mittels interner Kontrollen wie Regeln, Verfahren, Praktiken und Organisationsstrukturen, mit deren Hilfe die Wahrscheinlichkeit vermindert werden soll, dass ein Risikoereignis eintritt, oder durch die zumindest der Schaden begrenzt werden kann. Die Bank stellt für das operationelle Risiko ökonomisches Kapital auf der Basis eines statistischen Modells bereit, das die

entsprechenden Verlusterfahrungen der Bank und externe Verlustdaten einbezieht. Derzeit arbeitet die Bank daran, mithilfe eines bankweiten Programms zur Selbsteinschätzung („Control Self-Assessment“, CSA) das operationelle Risiko zu identifizieren und zu bewerten sowie die Wirksamkeit bestehender Kontrollen zu beurteilen. Anhand der CSA-Ergebnisse soll die Quantifizierung des operationellen Risikos in der Bank verfeinert werden.

38. Nahestehende Personen

Die Bank betrachtet als nahestehend:

- die Mitglieder des Verwaltungsrats
- die Mitglieder der obersten Führungsebene der Bank
- nahe Angehörige dieser Personen
- Unternehmen, die einen erheblichen Einfluss auf ein Mitglied des Verwaltungsrats oder der obersten Führungsebene ausüben könnten, sowie Unternehmen, auf die eine dieser Personen erheblichen Einfluss ausüben könnte

- die Vorsorgesysteme der Bank
- Zentralbanken, deren Präsident Mitglied des Verwaltungsrats ist, und Institutionen, die mit diesen Zentralbanken verbunden sind

Eine Aufstellung der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Führungsebene findet sich in diesem *Jahresbericht* unter „Verwaltungsrat“ und „Oberste Führungsebene“. Angaben zu den Vorsorgesystemen der Bank finden sich in Anmerkung 21.

A. Nahestehende natürliche Personen

Die Bank bietet allen Personalmitgliedern und Verwaltungsratsmitgliedern persönliche Einlagenkonten an, deren Zinssatz vom Präsidenten der Bank festgelegt wird. Am 31. März 2005 betrug der Saldo auf den persönlichen Einlagenkonten der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Führungsebene insgesamt SZR 8,1 Mio. (2004: SZR 7,4 Mio.). Angaben zur Vergütungspolitik der Bank finden sich in diesem *Jahresbericht* unter dem Titel „Verwaltung der Bank“.

B. Nahestehende Zentralbanken und verbundene Institutionen

Die BIZ erbringt Bankdienstleistungen für Zentralbanken, internationale Organisationen und sonstige öffentliche Institutionen. Dabei schließt sie im Rahmen des normalen Geschäftsgangs Geschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen ab. Zu diesen Geschäften gehören die Gewährung von Krediten sowie die Hereinnahme von Währungs- und Goldeinlagen.

Bei diesen Geschäften gelten grundsätzlich die gleichen Konditionen wie bei Geschäften mit nicht verbundenen Kunden.

Währungseinlagen von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Mio. SZR	2005	2004
Stand am 1. April	34 030,3	33 475,3
Entgegengenommene Einlagen	104 844,2	101 407,8
Fälligkeiten, Tilgungen und Marktwertänderungen	(101 906,6)	(103 202,0)
Nettoveränderung bei Kündigungskonten	2 839,0	2 349,2
Stand am 31. März	39 806,9	34 030,3
Anteil an Währungseinlagen insgesamt am 31. März	26,4%	25,6%

Goldeinlagen von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Mio. SZR	2005	2004
Stand am 1. April	5 049,1	4 208,8
Entgegengenommene Einlagen	154,3	224,5
Nettoabzüge und Goldpreisentwicklung	(394,8)	615,8
Stand am 31. März	4 808,6	5 049,1
Anteil an Goldeinlagen insgesamt am 31. März	67,6%	69,2%

Von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere

Mio. SZR	2005	2004
Stand am 1. April	4 448,0	218,5
Entgegengenommene Einlagen	1 200 762,4	294 192,5
Fälligkeiten und Marktwertänderungen	(1 200 293,1)	(289 963,0)
Stand am 31. März	4 917,3	4 448,0
Anteil an mit Rückgabe-vereinbarung angekauften Wert-papieren insgesamt am 31. März	35,0%	20,4%

Sonstige Positionen gegenüber nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Die Bank hält Sichtkonten in Währungen bei nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen. Am 31. März 2005 betrug der Saldo dieser Konten insgesamt SZR 7,4 Mio. (2004: SZR 10,4 Mio.). Die Gold-Sichtkonten bei nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen beliefen sich am 31. März 2005 auf insgesamt SZR 5 170,3 Mio. (2004: SZR 5 463,9 Mio.).

Derivativgeschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen

Die BIZ schließt mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen Derivativgeschäfte ab, darunter Devisenkontrakte und Zinsswaps. Der gesamte Nominalwert dieser Geschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr betrug SZR 4 184,5 Mio. (2004: SZR 2 846,4 Mio.).

39. Eventualverbindlichkeiten

Die Bank ist in zwei separate Gerichtsverfahren verwickelt (abgesehen von dem Verfahren vor dem Schiedsgericht in Den Haag, das 2003 abgeschlossen wurde), die im Zusammenhang mit dem Beschluss vom 8. Januar 2001 zur Rücknahme aller BIZ-Aktien in Händen von Privataktionären angestrengt wurden (Anmerkung 17).

Eine Gruppe ehemaliger Privataktionäre leitete im Dezember 2001 ein Verfahren vor dem Handelsgericht in Paris ein. 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 legte daraufhin vor dem Pariser Appellationsgericht Berufung gegen diese Verfahrensentscheidung ein und brachte vor, 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 stellten einige der an der ursprünglichen Klage beteiligten ehemaligen Privataktionäre vor dem französischen Kassationsgericht den Antrag, die Entscheidung des Appellationsgerichts in der Zuständigkeitsfrage aufzuheben. Ende 2004 reichten sowohl die

Kläger als auch die Bank ihre Rechtsschriften zur Zuständigkeitsfrage ein; das Urteil des Kassationsgerichts steht noch aus. Die Bank erachtet diese Klage als unbegründet und hat dementsprechend keine gesonderte Rückstellung für diese Forderungen gebildet.

Ein anderes Verfahren wurde von einer Gruppe von Klägern angestrengt, die geltend machen, sie hätten im Zeitraum zwischen der Ankündigung der geplanten Aktienrücknahme am 11. September 2000 und dem entsprechenden Beschluss der außerordentlichen Generalversammlung vom 8. Januar 2001 ihre BIZ-Aktien am Markt verkauft. Die Klage wurde nicht gegen die BIZ eingereicht, sondern gegen JPMorgan & Cie SA und Barbier Frinault, die Finanzberater, die die Bank zur Bestimmung der ursprünglichen Entschädigung herangezogen hatte. Die Bank könnte aber dennoch indirekt haften, nämlich aufgrund einer Schadlos haltungsklausel im Vertrag mit JPMorgan & Cie SA in Bezug auf etwaige Gerichtsverfahren und Kosten im Zusammenhang mit den erbrachten Beratungsdienst-

leistungen. Für diese Ansprüche ist keine Rückstellung gebildet worden.

Außer den genannten Verfahren ist derzeit kein Gerichts- oder Schiedsverfahren anhängig, an dem die BIZ beteiligt ist.

40. Ereignis nach dem Bilanzstichtag

Am 10. Januar 2005 beschloss der Verwaltungsrat, den Aktionärszentralbanken die 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe, die die Bank als eigene Aktien hält, zum Preis von CHF 23 977,56 je Aktie anzubieten (Anmerkung 18). Letzter Termin für die Annahme des Angebots war der 15. April 2005. Bis dahin waren von Aktionärszentralbanken Kaufangebote für alle 35 933 Aktien eingegangen. Der Verkauf wird am 31. Mai 2005 abgeschlossen. Das Eigenkapital der Bank erhöht sich dabei um CHF 861,6 Mio. (oder SZR 477,5 Mio., umgerechnet zum Kurs vom 31. März 2005).

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 236) 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 Geschäftsleitung 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 durchgeföhrten 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 durchgeföhrten 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 2005 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entspricht er den Statuten der Bank.

PricewaterhouseCoopers AG

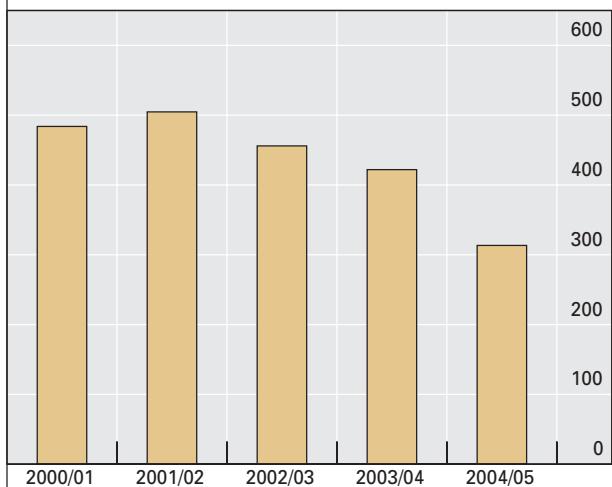
Anthony W. Travis

Albert Schönenberger

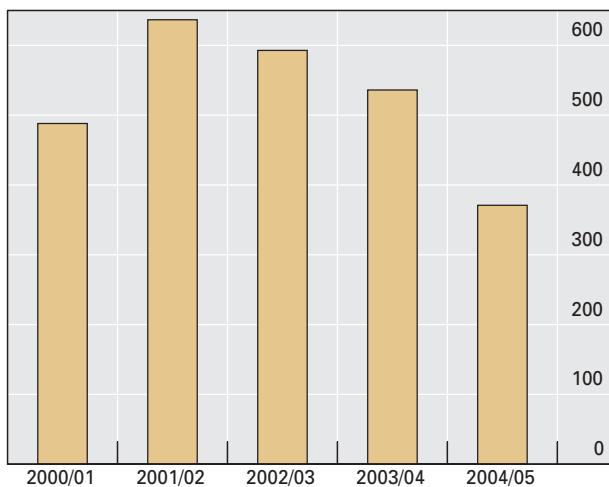
Basel, 9. Mai 2005

5-Jahres-Überblick

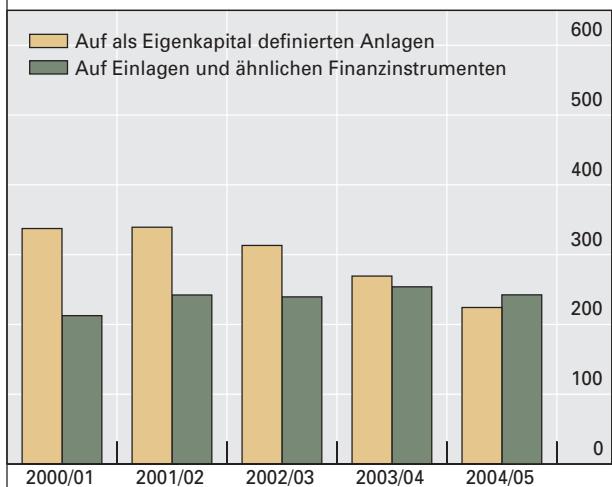
Operativer Gewinn
Mio. SZR



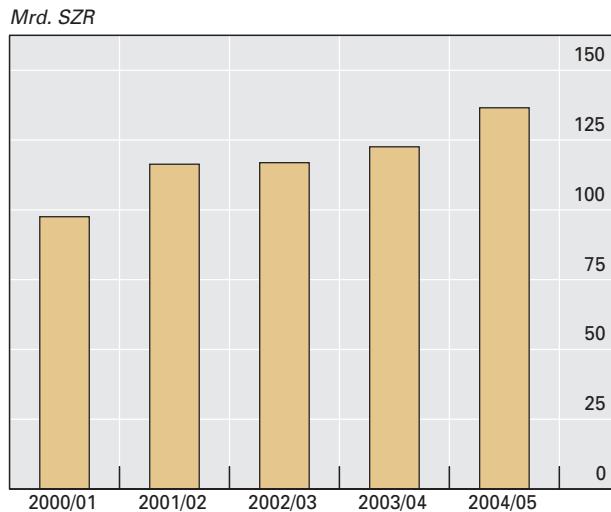
Reingewinn
Mio. SZR



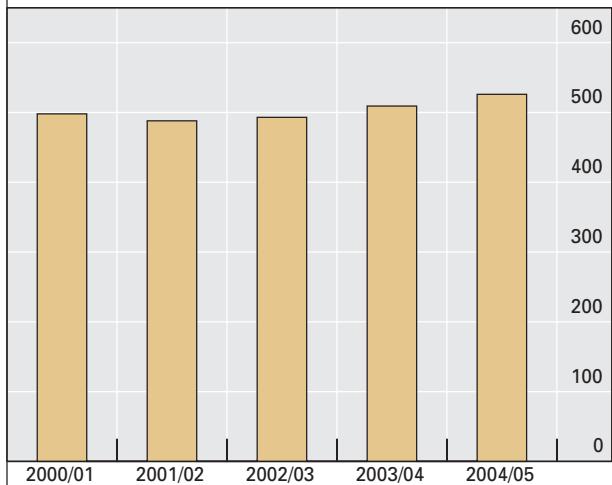
Nettozinsitertrag auf Währungsanlagen
Mio. SZR



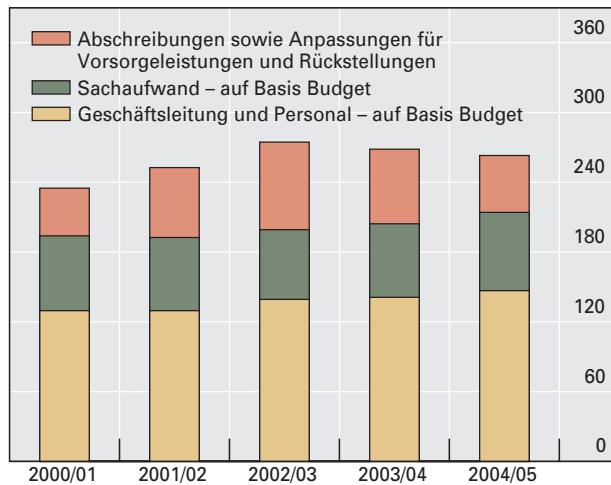
Durchschnittliche Währungseinlagen (Basis Valutadatum, periodengerecht abgegrenzt)



Durchschnittliche Anzahl Beschäftigte
In Vollzeitstellen umgerechnet



Geschäftsauwand
Mio. CHF



Anmerkung: Die Finanzdaten für die Jahre vor 2002/03 beruhen auf bestmöglichen Schätzungen.

