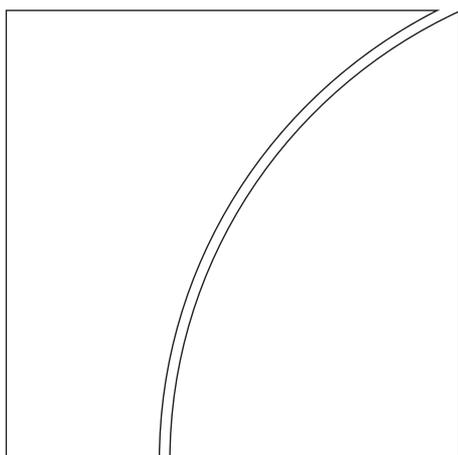




BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH



# **76. Jahresbericht**

1. April 2005 – 31. März 2006

Basel, 26. Juni 2006

Veröffentlichungen sind erhältlich bei:

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

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

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

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2006. Alle Rechte vorbehalten.  
Kurze Auszüge dürfen – mit Quellenangabe – wiedergegeben oder übersetzt  
werden.*

ISSN 1021-2485 (Druckversion)

ISSN 1682-7724 (Online)

ISBN 92-9131-360-2 (Druckversion)

ISBN 92-9197-360-2 (Online)

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

# Inhalt

Vorwort .....	1
<b>I. Einleitung: Widerstandsfähigkeit gegenüber wachsenden Anspannungen .....</b>	<b>3</b>
Die jüngsten Erfolge und ihre Herausforderungen .....	5
Strukturwandel und Änderungen der Geldpolitik .....	10
<b>II. Die Weltwirtschaft .....</b>	<b>13</b>
Schwerpunkte .....	13
Die Weltwirtschaft im Überblick .....	14
<i>Anhaltend lebhaftes Wachstum und niedrige Inflation</i> .....	14
<i>Anzeichen für einen ausgewogeneren Konjunkturaufschwung</i> .....	16
<i>Ausblick und Risiken</i> .....	17
Inflation und Lohnfestsetzung in der Weltwirtschaft .....	18
<i>Globale Inflationstrends</i> .....	18
<i>Lohnfestsetzung und Globalisierung</i> .....	21
<i>Ausblick</i> .....	24
Spartätigkeit und Investitionen des Privatsektors .....	25
<i>Trends</i> .....	25
<i>Unternehmensgewinne und -investitionen</i> .....	27
<i>Investitionen in Wohnimmobilien und Märkte für Wohneigentum</i> .....	29
Fiskalpolitik .....	32
<i>Herausforderungen für die fiskalpolitische Tragfähigkeit</i> .....	34
Leistungsbilanzen .....	35
<i>Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte verschärfen sich weiter</i> .....	35
<i>Abbau globaler Ungleichgewichte und Verwendung der Öleinnahmen</i> ...	37
<b>III. Anstehende Themen in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....</b>	<b>39</b>
Schwerpunkte .....	39
Gesamtwirtschaftlicher Überblick .....	39
<i>Entwicklung der Nachfrage</i> .....	40
<i>Wachsender Inflationsdruck</i> .....	43
<i>Ausblick und Risiken</i> .....	44
Zwei bedeutende externe Herausforderungen .....	45
<i>Verschiebungen der Terms of Trade</i> .....	45
<i>Große Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften</i> .....	47

Fiskalpolitik .....	53
<i>Wie viel fiskalpolitische Anpassung ist angezeigt?</i> .....	53
<i>Aspekte der Anpassung von Einnahmen und Ausgaben</i> .....	54
<i>Herausforderungen durch Rohstoffpreisanstieg</i> .....	56
<i>Abbau und Tragfähigkeit der Verschuldung</i> .....	57
Geld- und Wechselkurspolitik .....	58
<i>Auswirkungen schockartiger Veränderungen der relativen Preise</i> .....	59
<i>Reaktionen bei Aufwertungsdruck</i> .....	61
<i>Geld- und währungspolitische Reaktionen und Wechselkurssysteme</i> ....	62
<i>Konsequenzen der Reaktionen der Währungsbehörden</i> .....	64
<b>IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern</b> ....	<b>67</b>
Schwerpunkte .....	67
Entwicklungen im Einzelnen .....	68
USA .....	68
Euro-Raum .....	70
Japan .....	73
<i>Länder mit Inflationsziel</i> .....	75
Globalisierung und Geldpolitik .....	79
<i>Globalisierung, Motivation der Zentralbanken und Preisstabilität</i> .....	79
<i>Globalisierung und traditionelle geldpolitische Orientierungsgrößen</i> ....	82
<i>Globalisierung, Transmissionsmechanismus und geldpolitischer</i> <i>Handlungsspielraum</i> .....	85
<i>Herausforderungen, Risiken und mögliche geldpolitische Reaktionen</i> ....	86
<b>V. Devisenmärkte</b> .....	<b>90</b>
Schwerpunkte .....	90
Entwicklungen an den Devisenmärkten .....	90
<i>Lage an den Devisenmärkten</i> .....	93
<i>Trends bei den Währungsreserven</i> .....	95
Wechselkursbewegungen und ihre Bestimmungsfaktoren .....	95
<i>Wachstum und Zinsdifferenzen</i> .....	95
<i>Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA</i> .....	98
<i>Wechselkurspolitik in Asien</i> .....	98
Nettovermögenseinkommen und Tragbarkeit der außenwirtschaftlichen Position der USA .....	100
<i>Trends und Bestimmungsfaktoren des Nettovermögenseinkommens</i> ....	100
<i>Tragfähigkeit der außenwirtschaftlichen Position der USA</i> .....	106
<b>VI. Finanzmärkte</b> .....	<b>111</b>
Schwerpunkte .....	111
Langfristige Renditen weiterhin niedrig .....	111
<i>Abflachung der Renditenstrukturkurven in den USA und im Euro-Raum</i> ..	112
<i>Gedämpfte Inflationserwartungen</i> .....	113
<i>Geringe Volatilität und niedrige Laufzeitprämien</i> .....	114
<i>Institutionelle Nachfragefaktoren: Pensionsfonds und</i> <i>Versicherungsgesellschaften</i> .....	116
<i>Ausländische Nachfragefaktoren: asiatische Währungsreserven</i> <i>und Petrodollars</i> .....	117
Aktienmärkte reagieren gelassen auf Zinserhöhungen .....	119
<i>Gesamtwirtschaftlicher Ausblick begünstigt Aktienkursgewinne</i> .....	119

<i>Wieder höherer Verschuldungsgrad und Zunahme von Fusionen</i> .....	120
<i>Widersprüchliche Signale hinsichtlich der Bewertungen</i> .....	123
Kreditmärkte in robuster Verfassung .....	125
<i>Je nach Risikoart differenzierte Risikobereitschaft</i> .....	127
<i>Unternehmensbilanzen weiter in guter Verfassung</i> .....	129
<i>Anfälligkeit der Kreditmärkte für eine Neubewertung</i> .....	131
Historische Tiefstände der Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften .....	132

## VII. Finanzsektor .....

Schwerpunkte .....	136
Geschäfts- und Ertragsentwicklung im Finanzsektor .....	136
<i>Geschäftsbanken</i> .....	137
<i>Investment-Banking</i> .....	139
<i>Hedge-Fonds</i> .....	140
<i>Private Equity</i> .....	141
<i>Versicherungsgesellschaften</i> .....	144
<i>Pensionsfonds</i> .....	146
Schwachstellen .....	147
<i>Mögliche Belastungsfaktoren für die Rentabilität der Banken</i> .....	147
<i>Engagement an den Immobilienmärkten</i> .....	149
Finanzausweise und Risikomanagement von Finanzinstituten .....	152
<i>Rechnungslegung und Finanzaufsicht</i> .....	156

## VIII. Schlussbemerkungen: Risikobewältigung heute und morgen .....

Welches sind die gegenwärtigen Risiken? .....	159
Wie könnten die derzeitigen Risiken gemindert werden? .....	164
Was tun, wenn die Risiken zu Problemen werden? .....	168
Lassen sich ähnliche Risiken in Zukunft vermeiden? .....	172

---

## Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit .....

Verwaltungsrat und oberste Führungsebene .....	208
Mitgliedszentralbanken der BIZ .....	211
Jahresabschluss .....	213
Bericht der Buchprüfer .....	245
5-Jahres-Überblick .....	246

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 1. und 9. Juni 2006 abgeschlossen.

## Grafiken

II.1	Beiträge zum Weltwirtschaftswachstum .....	14
II.2	Öl- und Rohstoffpreise und Terms of Trade .....	15
II.3	Finanzierungsbedingungen und Kreditwachstum .....	17
II.4	Weltweite Inflation .....	19
II.5	Trends bei den relativen Preisen .....	21
II.6	Inflation, Löhne und Lohnquote .....	22
II.7	Globalisierung und Löhne .....	23
II.8	Importanteil und Löhne nach Wirtschaftszweig .....	24
II.9	Zyklen der Unternehmensinvestitionen .....	28
II.10	Vermögen und Verschuldung des privaten Sektors .....	29
II.11	Wohnimmobilienpreise und privater Konsum .....	31
II.12	Entwicklung des Staatshaushalts in verschiedenen Konjunkturphasen	34
II.13	Zahlungsbilanzindikatoren ölexportierender Volkswirtschaften .....	37
III.1	Beiträge zum realen BIP-Wachstum .....	41
III.2	Kredite an private Haushalte .....	42
III.3	Außenwirtschaftliche Positionen .....	46
III.4	Exporte .....	47
III.5	Aspekte der Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften .....	50
III.6	Entwicklung der öffentlichen Finanzen .....	53
III.7	Staatseinnahmen, Primärausgaben und öffentliche Verschuldung ...	55
III.8	Veränderungen der relativen Preise und Inflation .....	59
III.9	Reale Leitzinsen .....	61
III.10	Reale effektive Wechselkurse .....	62
III.11	Finanzmarktbedingungen .....	65
IV.1	Wirtschaftsindikatoren in den USA .....	68
IV.2	Renditedifferenz, Inflation und Konjunkturzyklen in den USA .....	70
IV.3	Wirtschaftsindikatoren im Euro-Raum .....	71
IV.4	Monetäre Analyse und Geldpolitik im Euro-Raum .....	72
IV.5	Wirtschaftsindikatoren in Japan .....	73
IV.6	Zinssätze in Japan .....	74
IV.7	Inflationsziele und Leitzinsen .....	76
IV.8	Importpreise und Inflation .....	78
IV.9	Inflation weltweit .....	79
IV.10	Schlüsselindikatoren der Globalisierung .....	80
IV.11	Volatilität von Wachstum und Inflation in fortgeschrittenen Industrieländern .....	81
IV.12	Abflachende Phillips-Kurven in fortgeschrittenen Industrieländern ...	82
IV.13	Globale Determinanten der Inlandsinflation .....	83
IV.14	Inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) .....	84
IV.15	Geldpolitik und weltweite Liquidität in fortgeschrittenen Industrieländern .....	87
IV.16	Geldpolitik und weltweite Liquidität in aufstrebenden Volkswirtschaften .....	88

V.1	Wechselkurse, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Euro und Yen	91
V.2	Wechselkurse anderer Industrieländer	92
V.3	Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften	92
V.4	Aktuelle reale effektive Wechselkurse in langfristiger Perspektive	93
V.5	Wechselkurse und Zinsdifferenzen	96
V.6	Wechselkurs und Sharpe-Ratio	97
V.7	Leistungsbilanzsaldo und Nettoauslandsvermögen der USA	98
V.8	Chinesischer Renminbi: Kassa- und Terminkurs	100
V.9	Beteiligungen und Schuldtitel	102
V.10	Renditen der US-Direktinvestitionen	102
V.11	Ausländische Direktinvestitionen der USA	105
V.12	Szenarien für die außenwirtschaftliche Position der USA	108
V.13	Nettoportfolioinvestitionen der USA in Schuldtitel	109
VI.1	Zinssätze	112
VI.2	Prognosen für 2006 und Inflationsaufschlag	112
VI.3	Terminzinstrukturen	113
VI.4	Implizite Volatilität und geschätzte Laufzeitprämien	115
VI.5	Pensionsfonds und Anleihespreads	116
VI.6	Anlagen in langfristigen US-Wertpapieren	118
VI.7	Aktienkurse	119
VI.8	Aktionärsfreundliche Maßnahmen	121
VI.9	Fusionen und Übernahmen	122
VI.10	Bewertungen und Volatilität an Aktienmärkten	123
VI.11	Bewertungen und Gewinne in den USA	125
VI.12	Spreads auf Unternehmensanleihen	126
VI.13	Risikobereitschaft an den Kreditmärkten	127
VI.14	Verschuldungsgrad von Unternehmen	129
VI.15	Aussichten für die Bonität von Unternehmen	130
VI.16	Anleihespreads und Kreditrating aufstrebender Volkswirtschaften	133
VI.17	Prognosen von Länderratings und Spreads	134
VII.1	Kreditwachstum	138
VII.2	Indikatoren für das Investmentgeschäft der Banken	140
VII.3	Größe, Wertentwicklung und Hebeleffekt bei Hedge-Fonds	141
VII.4	Größe von Private-Equity-Fonds	142
VII.5	Private Equity: Zahlungsströme und Wertentwicklung	143
VII.6	Fremdfinanzierte Übernahmen: Umfang und Risiko der Kredite	144
VII.7	Versicherungsgesellschaften: Aktienbestände und Ertragslage	145
VII.8	Risikopreise an den Konsortialkredit- und Anleihemärkten	148

## Tabellen

II.1	Wachstum und Inflation	13
II.2	2005: ein ungewöhnliches Jahr	18
II.3	Beitrag eines gemeinsamen Faktors zur Inflation in fortgeschrittenen Volkswirtschaften	20
II.4	Globale Trends von Ersparnis und Investitionen	26
II.5	Gewinnindikatoren für ausgewählte weltweite Wirtschaftszweige	27
II.6	Baugewerbe in ausgewählten Volkswirtschaften	30
II.7	Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage und mittelfristige Prognosen	33
II.8	Leistungsbilanzsalden weltweit	36

III.1	Wirtschaftswachstum und Leistungsbilanzsaldo .....	40
III.2	Anlageinvestitionen .....	43
III.3	Verbraucherpreise .....	44
III.4	Private Nettokapitalströme in aufstrebenden Volkswirtschaften .....	48
III.5	Währungsreserven .....	63
III.6	Geld- und währungspolitische Indikatoren in verschiedenen Wechselkurssystemen .....	64
V.1	Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr .....	94
V.2	US-Auslandsaktiva und -passiva, 2004 .....	101
V.3	Ausländische Direktinvestitionen, 2000–04 .....	103
V.4	Außenwirtschaftliche Position der USA .....	107
VII.1	Rentabilität großer Banken .....	137
VII.2	Sensitivität der Erträge von Banken auf das konjunkturelle Umfeld .....	147
VII.3	Preise gewerblicher Immobilien .....	150
VII.4	Wohnimmobilienpreise und Hypothekenschuldung .....	151

## 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.

## 76. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 26. Juni 2006 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das am 31. März 2006 abgeschlossene 76. Geschäftsjahr vorlegen.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr beträgt SZR 599,2 Mio., verglichen mit SZR 370,9 Mio. im Vorjahr. Nähere Angaben zum Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2005/06 finden sich im Abschnitt „Der Reingewinn und seine Verwendung“ (S. 205).

Der Verwaltungsrat schlägt der Generalversammlung in Anwendung von Artikel 51 der Statuten der Bank vor, SZR 132,4 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 245 je Aktie zu verwenden, zahlbar in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken. Im Vorjahr wurde eine Dividende von SZR 235 je Aktie gezahlt.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, SZR 46,7 Mio. dem Allgemeinen Reservefonds, SZR 6,0 Mio. dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von SZR 414,1 Mio. dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 2005/06 den Aktionären am 3. Juli 2006 gezahlt.

Basel, 9. Juni 2006

MALCOLM D. KNIGHT  
Generaldirektor



# I. Einleitung: Widerstandsfähigkeit gegenüber wachsenden Anspannungen

Letztes Jahr um diese Zeit herrschte sowohl Befriedigung als auch Überraschung angesichts der anhaltend hohen Dynamik der Weltwirtschaft. Befriedigung, weil das lebhaftes Wirtschaftswachstum und die weiterhin niedrige Inflation, vor allem in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, insgesamt einen höheren Lebensstandard und eine deutliche Verringerung der Armut bedeuteten. Überraschung, weil eine ganze Reihe von Ungleichgewichten, die diese Dynamik nach Einschätzung mancher Beobachter früher oder später gefährden könnten, noch immer nicht zum Störfaktor geworden waren. Viele makroökonomische Eckdaten, die erheblich und nachhaltig vom langjährigen Durchschnitt abwichen, zeigten überraschenderweise keines der typischen Anzeichen für eine Rückkehr dorthin. In den USA beeinträchtigten die sehr hohe und noch steigende Verschuldung der privaten Haushalte und ein weiterer Anstieg der Ölpreise die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben nicht. Auch die außergewöhnlich hohen Preise für Wohneigentum brachen nirgends ein. Der Investitionsboom in China setzte sich ungebrochen fort. Der reichliche Mittelfluss an Schuldner aller Kategorien geriet nicht ins Stocken. Zudem verursachte der unerwartete weitere sprunghafte Anstieg der ohnehin beispiellos hohen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte keine Unruhe an den Devisenmärkten.

Ein Jahr später erscheinen sowohl Befriedigung als auch Überraschung noch mehr gerechtfertigt. Es gibt immer noch Gründe, zufrieden zu sein. So hat sich nicht nur die Dynamik allgemein fortgesetzt (Kapitel II und III), sondern es gibt sogar Anzeichen dafür, dass sich die Ungleichgewichte in mancherlei Hinsicht vermindern. Die Erholung in Japan scheint fest etabliert zu sein, und in Deutschland ebenso wie in anderen Ländern Kontinentaleuropas wird ein nachhaltigeres Wachstum zunehmend wahrscheinlich. Dadurch ist der weltweite Aufschwung weniger von den beiden bisherigen Wachstumsmotoren, den USA und China, abhängig, und im Zuge des breiter abgestützten Aufschwungs könnten überdies die Ungleichgewichte im Außenhandel verringert werden. Gründe, überrascht zu sein, gibt es noch mehr. Andere Ungleichgewichte, die zuvor Anlass zur Sorge gegeben hatten, sind im Verlauf des letzten Jahres noch größer geworden. Insbesondere sind durch ein weiteres Jahr massiver Mittelaufnahme die Schuldenstände und der potenzielle Schuldendienst erneut gestiegen. Trotzdem blieb die Weltwirtschaft auf Expansionskurs.

Dieses anhaltend starke Wirtschaftswachstum ruft jedoch allmählich Besorgnis über einen globalen Inflationsdruck hervor. Angesichts dessen wird die

geldpolitische Ausrichtung, die zuvor überall auf der Welt zu außerordentlich lockeren monetären Bedingungen beigetragen hatte, seit ungefähr einem Jahr angepasst (Kapitel IV). So wird in den USA und in Europa die Geldpolitik weiter gestrafft, in Japan wurden die „quantitative Lockerung“ sowie die Devisenmarktinterventionen eingestellt, und China hat eine Änderung seines Wechselkursregimes bekannt gegeben (Kapitel V). Das Erfreuliche ist, dass diese Schritte bislang (Ende Mai) nicht mit schwerwiegenden Spannungen an den Finanzmärkten einhergingen – was wiederum sowohl mit Befriedigung als auch mit Überraschung zur Kenntnis genommen wurde. Die Befürchtung, dass höhere Leitzinsen vor dem Hintergrund der bestehenden Ungleichgewichte die Finanzmärkte sowie die Ausgabenneigung – und auf diesem Weg Wirtschaftswachstum und Beschäftigung weltweit – beeinträchtigen könnten, bestätigte sich zum Glück nicht.

Das heißt nicht, dass die jüngsten geldpolitischen Straffungen ohne Reaktion blieben. Einiges deutet darauf hin, dass in gewisser Weise ein Wendepunkt erreicht sein könnte. Die langfristigen Anleiherenditen ziehen – vor allem seit der Jahreswende – endlich an, und es gibt immer mehr Hinweise darauf, dass andere Finanzmärkte zunehmend betroffen sind (Kapitel VI). Zudem haben sich in den USA und einer Anzahl anderer Länder der Anstieg der Preise für Wohneigentum (Kapitel VII) sowie die Bautätigkeit in letzter Zeit etwas abgeschwächt. Wünschenswert wäre natürlich, dass sich diese sanfte Abbremsung fortsetzt und die Wirtschaft letztlich reibungslos auf einen nachhaltigen Wachstumspfad einschwenkt. Dies entspricht tatsächlich dem Konsens der Prognosen und wird auch vom IWF und von der OECD erwartet.

Aber wie sicher können wir sein, dass sich diese Erwartungen erfüllen? Der vielleicht wichtigste Aspekt ist, dass der Zyklus der geldpolitischen Straffung weltweit – anders als in den USA – nicht weit fortgeschritten ist. Darüber hinaus haben die langfristigen Renditen, die an so vielen Finanzmärkten eine Schlüsselrolle spielen, erst Anfang 2006 begonnen, nennenswert zu steigen. Größere Verwerfungen könnten daher immer noch auftreten. Die Erfahrung Japans, Deutschlands und Südostasiens in jüngerer Vergangenheit weist darauf hin, dass kostspielige Wirtschaftsabschwünge selbst nach langen Phasen außerordentlichen Wachstums möglich sind. Dieselben Beispiele zeigen auch, dass lange Phasen der Preisstabilität keine Garanten für ein späteres robustes Wachstum sind.

Auch heute sollten umsichtige Entscheidungsträger nicht vergessen, über die verbleibenden Risiken und die Möglichkeiten, ihnen zu begegnen, nachzudenken. Wie lassen sich die Wahrscheinlichkeit von Problemen und die Größenordnung etwaiger Verluste von vornherein minimieren? Was könnte während und nach dem Auftreten von Problemen getan werden, um Folgeschäden zu mindern? In den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts wird auf diese zukunftsorientierten, eher normativen Fragen eingegangen.

Der anhaltende strukturelle Wandel in der Weltwirtschaft erschwert es uns, sowohl sich abzeichnende Probleme als auch mögliche Lösungen zu beurteilen. Neue Technologien und die Öffnung zuvor geschlossener Volkswirtschaften haben tiefgreifende Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Auch der

Inflationsprozess hat sich verändert, möglicherweise sogar grundlegend. Der Finanzsektor hat die kombinierten Auswirkungen von Globalisierung, Konsolidierung und größerem Einfluss der Marktkräfte ebenfalls zu spüren bekommen. Glücklicherweise sind sich die Zentralbanken dieser Veränderungen und der damit verbundenen Unsicherheiten offenbar sehr bewusst. Die vorhandenen strategischen Rahmenkonzepte wurden im vergangenen Jahr zunehmend infrage gestellt, und es scheint, dass sie daraufhin erheblich angepasst wurden. Wandel bewirkt Wandel, und das ist keine schlechte Sache.

## Die jüngsten Erfolge und ihre Herausforderungen

Die lebhaftere Konjunktur im Berichtszeitraum zog sich durch alle wichtigen Wirtschaftsräume. Der Impuls für den Aufschwung war vor allem von den USA und Asien ausgegangen, und Länder, die dorthin exportieren, konnten als Erste davon profitieren. Die höhere Nachfrage wiederum hatte einen beträchtlichen Anstieg der Energie- und sonstigen Rohstoffpreise zur Folge. Durch Mengen- ebenso wie Preiseffekte wurden hiervon die aufstrebenden Volkswirtschaften allgemein begünstigt, und dies galt im dritten aufeinanderfolgenden Jahr auch für Afrika. Japan und Kontinentaleuropa waren zwar auf der Kehrseite dieser Preisverschiebung, ließen aber ebenfalls deutlichere Anzeichen einer Erholung erkennen.

Trotz dieser willkommenen Dynamik in genereller Betrachtung war das Bild der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben in einigen der am schnellsten wachsenden Länder nach wie vor höchst ungewöhnlich. In den USA und etlichen anderen Ländern sind sowohl der private Verbrauch als auch die privaten Investitionen in Wohnimmobilien auffallend hoch. Beide Komponenten haben Auftrieb erhalten durch lockere Kreditbedingungen, steigende Preise für Wohneigentum und gut entwickelte finanzielle Möglichkeiten zur Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum. Die Folgen sind eine weiterhin sehr niedrige Sparquote der privaten Haushalte (in einigen Ländern ist sie sogar deutlich negativ) und ein anhaltender Anstieg ihrer Verschuldung. In China dagegen sind die Anlageinvestitionen auffallend hoch. Auch hier spielen lockere Kreditbedingungen eine wesentliche Rolle sowie die politische Einflussnahme auf die Bereitstellung von Krediten für Projekte, die üblichen Kreditrisikokriterien nicht unbedingt genügen würden. Direktinvestitionen aus dem Ausland sind ebenfalls von erheblicher Bedeutung, wobei ein Großteil der hinzugewonnenen Produktion für ausländische Märkte bestimmt ist. Stark vereinfacht lässt sich diese ungewöhnliche Entwicklung so beschreiben: Für den Konsum handelbarer Güter sind die englischsprachigen Länder der weltweite Wachstumsmotor geworden, Asien – mit China in der Hauptrolle – für deren Produktion.

Was die übrigen Länder betrifft, so bestand die auffallendste Abweichung von einer herkömmlicheren Ausgabenentwicklung in der hartnäckig niedrigen Investitionsquote bei den Unternehmen, während die Ersparnis der privaten Haushalte hoch blieb. Dass in so vielen Ländern nach wie vor nur wenig

investiert wird, erstaunt angesichts der allgemein hohen ausgewiesenen Gewinne und der wohl immer noch als sehr günstig zu beurteilenden Finanzierungsbedingungen umso mehr. Plausible Erklärungen für diese Investitionsschwäche sind möglicherweise ein Zögern mit Blick auf vorangegangene Übersteigerungen sowie geforderte Mindestrenditen, die für ein Niedrigzinsumfeld zu hoch sind. Der Einfluss solcher Faktoren dürfte sich mit der Zeit verringern. Eine tiefgreifendere Erklärung sind vielleicht Zweifel an den künftigen Ertragsaussichten. Ein Grund dafür könnte die Vermutung sein, dass das Gewinnwachstum in der Vergangenheit in erster Linie einmaligen Faktoren zu verdanken war, nämlich rückläufigen Zinssätzen, Steuererleichterungen und Kostensenkungen. Ein weiterer Grund ist womöglich die Überzeugung, dass das derzeitige hohe Ausgabenniveau der privaten Haushalte in Ländern wie den USA auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten ist. Ein dritter Grund könnte schließlich die Furcht vor künftigen Wettbewerb sein, insbesondere aus China und Indien.

International gesehen hatten die gemessen an den Inlandsinvestitionen sehr niedrigen Sparquoten der USA und einer Reihe weiterer Länder – im Vergleich zu den hohen Quoten anderer Volkswirtschaften – zur Folge, dass die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte auf Rekordhöhen gestiegen sind. Ende 2005 entsprach das US-Leistungsbilanzdefizit  $6\frac{1}{2}\%$  des BIP, obwohl das Nettovermögenseinkommen bis vor Kurzem stets positiv gewesen war. Zu dem entsprechenden Überschuss auf der anderen Seite hat beinahe jede Region der Welt beigetragen, China und Japan sowie zuletzt die ölexportierenden Länder jedoch am meisten.

Blieb die robuste weltweite Nachfrage im letzten Jahr eine Quelle der Befriedigung, so galt das Gleiche für die weltweite Inflationsentwicklung. Zwar drückten die höheren Energiepreise die Inflationsrate allgemein nach oben, doch schlug dies kaum auf die Kerninflation durch. Löhne und Lohnnebenleistungen blieben in den meisten Ländern insgesamt unter Kontrolle. Außerdem wurden in Ländern mit höheren Lohnsteigerungen, z.B. den USA, zumeist auch größere Produktivitätszuwächse erzielt, was sich ausgleichend auf die Lohnstückkosten auswirkte. Dass weltweit der Anteil der Unternehmensgewinne an den Faktoreinkommen im Jahr 2005 trotz höherer Rohstoffpreise Rekordhöhen erreichte, hatte ebenfalls einen günstigen Effekt. Neu aufkommender Kostendruck könnte eine Zeitlang durch eine Verringerung der Gewinnspannen eingedämmt werden.

Wie bei der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zeigt jedoch auch hier eine genauere Betrachtung latente Warnsignale. Erstens könnten die Daten unter Umständen die grundlegenden Inflationstrends nicht zuverlässig wiedergeben, zumal diese aufgrund der massiven Verschiebungen der relativen Preise in den letzten Jahren ohnehin schwierig zu bestimmen sind. In den meisten Ländern steigen beispielsweise die Kosten für Wohnraum rapide, aber sie werden bei der Berechnung der Verbraucherpreisindizes entweder unzureichend berücksichtigt oder sogar ignoriert. Zweitens beruht das Konzept der Kerninflationsrate auf der Bereinigung um volatile Preiskomponenten, doch die herausgerechneten Energiepreise befinden sich inzwischen seit über drei Jahren im Aufwärtstrend. Die Tatsache, dass sich die Verbraucher höheren

Kosten für Energie und Wohnraum gegenübersehen, könnte sich immer noch in den Tarifvereinbarungen niederschlagen. Drittens wurden die Auswirkungen höherer Energiepreise in vielen Ländern durch Subventionen und andere staatliche Eingriffe gedämpft, doch diese werden im Laufe der Zeit abgeschafft werden müssen. Viertens dürfte ein höherer Inflationsdruck zu erwarten sein, je mehr sich die Weltwirtschaft der vollen Kapazitätsauslastung nähert.

Die zunehmenden Bedenken in den letzten Quartalen und die geforderte Wachsamkeit gegenüber potenziellem Inflationsdruck erhalten vor dem Hintergrund des über viele Jahre sehr akkommodierenden Geld- und Kreditumfelds zusätzliche Bedeutung. Die realen Leitzinsen in den USA und im Euro-Raum waren einige Jahre lang negativ und lagen seit Beginn dieses Jahrzehnts deutlich unter den Potenzialwachstumsraten. Bei den Geldmengen- und Kreditaggregaten sieht es nicht viel anders aus. Alle haben sich in den letzten Jahren kräftig ausgeweitet, und bei den meisten hat sich der Anstieg im Berichtszeitraum beschleunigt. Ein ähnliches Bild zeigt sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Darin kommen sowohl die Tendenz zu einer rascheren Kreditschöpfung im Inland als auch der Effekt der hohen Kapitalzuflüsse auf die inländische Liquidität zum Ausdruck. Der anschließende Mittelrückfluss in die Industrieländer in Form von Währungsreserven vollendet den Prozess, durch den der öffentliche Sektor für einen weltweiten Liquiditätszuwachs gesorgt hat.

Auch andere finanzielle Variablen ließen im Berichtszeitraum den Einfluss der anhaltend lockeren geldpolitischen Bedingungen erkennen. Die – wegen ihrer Auswirkungen auf eine breite Palette von Märkten – vielleicht wichtigste Entwicklung war, dass die langfristigen Anleiherenditen in den USA trotz beträchtlicher Anhebungen des Tagesgeldsatzes und weiterhin lebhaften Wirtschaftswachstums lange nicht anstiegen. Nach einem hartnäckigen Rückgang erreichten sie erst im März 2006 wieder das Niveau, das sie zu Beginn der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve im Juni 2004 verzeichnet hatten. In den übrigen Industrieländern entwickelten sich die Anleiherenditen ähnlich, jedoch – gerechtfertigt durch schwächere Wirtschaftsdaten – auf niedrigerem Niveau. Einerseits schienen mehrere Studien darauf hinzuweisen, dass der Grund für diese Entwicklung in massiven Käufen langfristiger Anleihen durch zwei Gruppen von Akteuren lag: ausländische Zentralbanken, die vor allem in US-Dollar-Anleihen investierten, sowie Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, die ihre langfristigen Verbindlichkeiten absichern wollten. Andererseits ließ sich nicht völlig ausschließen, dass der Markt lediglich die größere Wahrscheinlichkeit einer längeren konjunkturellen Rezession – möglicherweise als Reaktion auf die aktuellen Übersteigerungen – in den Preisen berücksichtigte.

Die Entwicklung an anderen Finanzmärkten schien diese pessimistischeren Interpretationen jedoch weniger zu stützen. So waren die Preise fast aller längerfristigen Finanzvermögenswerte durchgängig hoch. Die Spreads auf hochrentierende Unternehmensanleihen fielen beinahe auf zyklische Tiefs. Die Spreads auf Staatsanleihen sanken noch stärker und erreichten Rekordtiefstände, die bisher im Wesentlichen bestehen geblieben sind. Außer an den

US-Märkten sind die weltweiten Aktienkurse im Jahr 2005 fast überall zumindest stetig gestiegen; in Japan und vielen aufstrebenden Volkswirtschaften ist die Hausse nahezu als spektakulär zu bezeichnen. Wie bereits festgehalten, setzte sich in den meisten Ländern auch der Höhenflug der Preise für Wohneigentum fort. Ebenfalls im Einklang mit den optimistischen Prognosen waren außerdem die Kosten der Absicherung gegen die erwartete Volatilität – wie sie durch Optionspreise impliziert wird – in den letzten Quartalen ungewöhnlich niedrig.

An jedem dieser Märkte lassen sich ohne Weiteres spezifische Faktoren finden, die diese positiven Zukunftserwartungen untermauern. Beispielsweise waren die Ausfälle bei Unternehmensanleihen in den letzten Jahren außerordentlich gering. Darüber hinaus profitierten viele staatliche Schuldner von einer verbesserten Wirtschaftspolitik im Inland, einer günstigeren außenwirtschaftlichen Position und einer geringeren gesamtwirtschaftlichen Volatilität in den Industrieländern. Doch die Tatsache, dass all diese langfristigen Vermögenspreise gleichzeitig stiegen, lässt natürlich auch an die Möglichkeit einer einheitlichen Ursache für diese Entwicklung an den Finanzmärkten denken. In unterschiedlichem Umfang dürften sie durchweg die erwähnte lange Phase lockerer Kreditbedingungen widerspiegeln. Diese Interpretation wird durch die jüngste Preisentwicklung bei Rohstoffen und insbesondere bei Öl und Gold zusätzlich gestützt. Der nahezu ununterbrochene Aufwärtstrend all dieser Preise begann etwa Mitte 2003, als die Leitzinssätze in den wichtigsten Industrieländern ihren niedrigsten Stand in diesem Zyklus erreichten.

Die Zentralbanken fast sämtlicher größeren Industrieländer strafften im Berichtszeitraum ihre Geldpolitik, wenn auch nicht immer aus genau den gleichen Gründen. Am weitesten vorangeschritten war diese Straffung nach wie vor in den USA, wo der Leitzins nach jeder Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve um 25 Basispunkte angehoben wurde. Mitte Mai 2006 war ein Stand von 5% erreicht. Während das von der Federal Reserve vorzugsweise verwendete Maß für die Kerninflation unter Kontrolle blieb, erreichte die Inflationsrate vor allem unter dem Einfluss höherer Energiepreise im Jahr 2005 Höchstwerte um 4½%. Geringere gemessene Kapazitätsüberhänge in der Binnenwirtschaft sowie der anhaltende und rasche Anstieg der Preise für Wohneigentum deuteten außerdem auf ein weiteres Inflationspotenzial hin. Auch die EZB hob ihre Zinssätze trotz vergleichsweise höherer Kapazitätsreserven zweimal an, wobei Besorgnis über die Entwicklung beider strategischen Säulen geäußert wurde: Die höheren Ölpreise trieben die Inflationsrate nach oben, weshalb Wachsamkeit gegenüber entsprechenden Lohnerhöhungen noch dringlicher erschien, und das Kreditwachstum – insbesondere in Form von Hypotheken privater Haushalte – beschleunigte sich kräftig.

Selbst in Japan, wo jahrelang die Notwendigkeit zur Beseitigung deflationärer Tendenzen im Mittelpunkt gestanden hatte, kam die Zentralbank zu dem Schluss, dass sie mit einer vorsichtigen Rückführung ihrer Politik der „quantitativen Lockerung“ beginnen konnte, da sich endlich ein Erfolg abzeichnete. Die Bank of Japan machte jedoch auch deutlich, dass dies

durchaus nicht einem Beschluss zur Anhebung der kurzfristigen Leitzinsen gleichkäme. Ebenso wie die „maßvollen“ Leitzinserhöhungen in den USA sollte diese Erklärung verhindern, dass die Finanzpositionen, die während der langen Phase extrem niedriger japanischer Zinsen eingegangen worden waren, allzu abrupt aufgelöst würden. In den übrigen Industrieländern wurde die Geldpolitik aus ganz ähnlichen Gründen ebenfalls behutsam gestrafft.

Diese Straffungen hatten einen unwillkommenen Nebeneffekt. Da die Leitzinsen in den USA stärker stiegen als in anderen Ländern, festigte sich der Dollar in effektiver Betrachtung im Jahr 2005 die meiste Zeit erheblich, bevor er sich dann etwas abschwächte. Dies lief den Erwartungen derjenigen zuwider, die vor allem das wachsende und auf Dauer unhaltbare US-Leistungsbilanzdefizit im Blick gehabt hatten. Außerdem trug die Aufwertung des Dollars möglicherweise dazu bei, dass das Defizit höher ausfiel, als es sonst der Fall gewesen wäre. Die Importe stiegen gemessen am BIP drastisch an, was nur zum Teil an den höheren Ölpreisen lag. In anderen Industrieländern half eine schwächere Währung, die allgemein negativen Auswirkungen der höheren Rohstoffpreise und sich verschlechternden Terms of Trade auf die Leistungsbilanz abzumildern.

Es wäre auch zu erwarten gewesen, dass die Aufwertung des Dollars gemeinsam mit den höheren US-Leitzinsen die Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften bremst, was dort eine Abschwächung der Währungen zur Folge hätte. Wiederum entgegen den Erwartungen festigten sich aber die meisten dieser Währungen über den größten Teil des Berichtszeitraums, manche sogar erheblich. Zum Teil war dies einer Stärkung der Handelsbilanzen wegen höherer Rohstoffeinnahmen und einer verbesserten Wirtschaftspolitik im Inland zuzuschreiben, doch auch Kapitalzuflüsse verschiedenster Art nahmen sprunghaft zu. Mit den steigenden US-Zinsen verlagerte sich die Mittelbeschaffung für Carry-Trades, die hinter diesen Kapitalzuflüssen stehen, offenbar einfach zu anderen Industrieländern mit niedrigeren Zinssätzen.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften reagierten auf diesen Druck mit einer jeweils unterschiedlichen Kombination von Währungsaufwertung, Devisenmarktinterventionen und geldpolitischer Lockerung. Grundsätzlich waren sie eher bereit als zuvor, Währungsaufwertungen hinzunehmen. Außer in Lateinamerika wurden jedoch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften – sehr ähnlich wie in den meisten Industrieländern – die Realzinssätze fast während des ganzen Berichtszeitraums nahe null gehalten. Im Zusammenhang mit den Devisenmarktinterventionen stiegen die Währungsreserven aufstrebender Volkswirtschaften – wenn auch weniger rasant – auf Rekordstände. Beinahe jedes Land verzeichnete einen Zuwachs, aber in China war er geradezu riesig.

Von Februar bis Mitte Mai 2006, als sich kräftigeres Wirtschaftswachstum und geldpolitische Straffung in den Industrieländern verbreitet durchsetzten, begann sich ein Wandel des finanziellen Umfelds abzuzeichnen. Am wichtigsten war vielleicht, dass sich die langfristigen Anleiherenditen in den USA ebenso wie in Europa und Japan deutlich nach oben bewegten. Der Dollar gab zudem erneut nach, ab April sogar in beschleunigtem Tempo,

während der Yen und der Euro zulegten. Hochrentierende Währungen wie der Neuseeland-Dollar, der ungarische Forint und die isländische Krone, die bei den Spekulanten zuvor sehr beliebt gewesen waren, verloren drastisch an Wert, als die binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (z.B. ein rascher Anstieg der Preise für Wohneigentum und niedrige private Sparquoten) und die damit zusammenhängenden hohen außenwirtschaftlichen Defizite in den Blickpunkt rückten. Die Aktienmärkte im Nahen Osten, der beträchtlich von den höheren Energiepreisen profitiert hatte, brachen noch stärker ein, da die Anleger aus der Region ihren früheren Überschwang zügelten. Auch in vielen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften kam es im Mai 2006 durch den Rückzug ausländischer Aktienanleger zu beträchtlichen Kursverlusten. Ob diese Entwicklungen eine allgemeine und längerfristige Rückkehr zu vorsichtigerem Anlegerverhalten erkennen lassen, bleibt offen. Ein solcher Sinneswandel ist in der jüngeren Vergangenheit schon oft fälschlich vorhergesagt worden, wenn auch nicht vor dem Hintergrund einer weltweiten Straffung der Geldpolitik.

## Strukturwandel und Änderungen der Geldpolitik

Die Produktionsprozesse in der Weltwirtschaft sind im Laufe der Zeit, vor allem seit Anfang der 1990er Jahre, sehr viel stärker integriert worden. Dies hat sowohl eine höhere globale Produktivität als auch einen massiven Anstieg des effektiven weltweiten Arbeitskräfteangebots mit sich gebracht. Zusammen haben diese Faktoren nach wie vor einen direkten Abwärtsdruck auf die Preise gehandelter Güter und Dienstleistungen ausgeübt, wengleich dieser Effekt im Jahr 2005 möglicherweise geringer war als in den Vorjahren. Es gibt jedoch auch weiterhin indirekte Effekte mit entsprechenden Folgewirkungen für die Lohn- und Preisfestsetzung. Es stehen nicht nur in immer größerem Maße ausländische Arbeitskräfte zur Abdeckung von Engpässen zur Verfügung, auch Drohungen, ganze Fabriken in kostengünstigere Länder zu verlagern, werden immer glaubwürdiger. Im vergangenen Jahr trugen Fusionen und Übernahmen ebenfalls zu diesen längerfristigen Trends bei, insbesondere in Europa. Viel deutlicher ins Blickfeld rückten außerdem die Anstrengungen von Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften, die Kontrolle über Unternehmen in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften sowie in Industrieländern zu erlangen. Die Globalisierung tritt damit in eine neue und politisch sensiblere Phase.

Im weiteren Jahresverlauf zeichnete sich immer mehr Widerstand gegenüber all diesen Kräften ab. In den USA verstärkte das steigende bilaterale Außenhandelsdefizit gegenüber China den politischen Druck, den Außenwert des Renminbi zu erhöhen. Die leichte Aufwertung im Juli 2005 und die gleichzeitige Ankündigung eines neuen Wechselkursregimes auf der Basis eines Währungskorbs wurden in den USA vielfach als nicht ausreichend bewertet. Daher wurden in den US-Kongress eine Reihe von Gesetzesvorlagen eingebracht, die chinesische Importe mit Strafzöllen belegen würden. Außerdem gab es in den USA erheblichen politischen Widerstand gegenüber Versuchen

von Unternehmen aus China und später auch aus dem Nahen Osten, Mehrheitsbeteiligungen an bestimmten US-Unternehmen zu erwerben. In Europa zeigte sich der Widerstand in Form von Maßnahmen zur Beschränkung der Liberalisierung der Dienstleistungsbranchen innerhalb der Europäischen Union sowie zur Verhinderung grenzüberschreitender Übernahmen, vor allem im Finanz- und Energiesektor. In Frankreich äußerten sich die vom Globalisierungsprozess hervorgerufenen Unsicherheiten und Ängste u.a. in verbreiteten Protesten gegen Maßnahmen zur Liberalisierung der Arbeitsmärkte.

Auch die weltweiten Finanzmärkte waren im Berichtszeitraum vom anhaltenden Strukturwandel geprägt. Begrüßenswert war, dass es Schuldern in aufstrebenden Volkswirtschaften leichter fiel, Anleihen in Landeswährung mit zum Teil recht langen Laufzeiten zu emittieren. Im Laufe des Jahres schien sich hieraus sogar eine neue Anlagekategorie zu entwickeln, die bei Pensionsfonds und vielen anderen auf Interesse stieß. Oberflächlich betrachtet scheint dies das Konzept der „Erbsünde“ zu widerlegen, wonach Ländern, die in der Vergangenheit makroökonomische Probleme aufwiesen, nie wieder die Möglichkeit gegeben wird, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden. Es ließe sich jedoch auch die Frage stellen, ob diese Finanzierungsquelle lediglich vorübergehend wieder fließt, weil die geldpolitischen Bedingungen locker sind und die Risikobereitschaft zugenommen hat.

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung war das anhaltend spektakuläre Wachstum an den Märkten für die Übertragung von Kreditrisiken, insbesondere bei verschiedenen Arten von strukturierten Schuldverschreibungen, die durch eine wachsende Palette risikoreicher Vermögenswerte, z.B. Gewerbeimmobilien, unterlegt sind. Auch dies stellt – trotz der damit verbundenen Risiken – einen bedeutsamen Schritt zu vollkommeneren und effizienteren Märkten dar. Eine Arbeitsgruppe des privaten Sektors, die im vergangenen Jahr über diese Märkte berichtete, wies speziell auf die häufigen Mängel in der juristischen Dokumentation dieser Instrumente sowie auf andere operationelle Risiken hin. Die Aufsichtsbehörden in New York und London, wo die meisten dieser Märkte angesiedelt sind, reagierten unverzüglich mit energischen Maßnahmen zur Herbeiführung von Verbesserungen.

Für die Zentralbanken bringt dieser Strukturwandel sowohl unterstützende Impulse als auch Herausforderungen mit sich. Insbesondere ist es durch positive Angebotsschocks, darunter die Auswirkungen der Globalisierung auf die Arbeitsmärkte, leichter geworden, die Inflation auf niedrigem Niveau zu halten. In gewisser Weise könnte diese Entwicklung allerdings gleichzeitig eine falsche Sicherheit hervorrufen, dass der Kampf gegen die Inflation endgültig gewonnen sei. Zudem scheinen an den vollkommeneren und insgesamt effizienteren Finanzmärkten die Risiken gelegentlich unterbewertet und die Kreditzuwächse übermäßig hoch gewesen zu sein. Diese Kombination billigen Geldes und niedriger Risikoprämien könnte in Zukunft letztlich Inflation bzw. finanzielle Ungleichgewichte oder auch beides nach sich ziehen.

In den letzten Jahren haben die Zentralbanken größere Bereitschaft gezeigt, solche Aspekte in ihren strategischen Rahmenkonzepten zu berücksichtigen. Immer öfter weisen sie darauf hin, dass die Zinssätze wieder auf ein

„normaleres“ bzw. „neutraleres“ Niveau angehoben werden müssen. Die Bank of Japan hat offiziell angekündigt, bei ihren künftigen geldpolitischen Schritten zwei „Perspektiven“ zu berücksichtigen: die kurzfristigen Inflationsaussichten und die Notwendigkeit, längerfristige Probleme wie diejenigen, die Ende der 1980er Jahre entstanden, zu vermeiden. Der 2-Säulen-Ansatz der EZB hat sich offenbar in eine ähnliche Richtung weiterentwickelt. All diese Anpassungen werden durch immer umfangreichere empirische Forschung gestützt, die darauf schließen lässt, dass Geld, Kredit und finanzielles Umfeld für die Sicherung längerfristiger makroökonomischer Stabilität durchaus weiterhin von Bedeutung sein dürften.

## II. Die Weltwirtschaft

### Schwerpunkte

Die Weltwirtschaft verzeichnete 2005 ein starkes Wachstum, die Inflation hingegen blieb trotz eines weiteren sprunghaften Anstiegs der Preise für Öl und andere Rohstoffe gedämpft. Nachdem Anfang 2005 die USA und China die globale Expansion angeführt hatten, gewann diese im Laufe des Jahres an Breite und dehnte sich auf Japan und Kontinentaleuropa aus.

Das Wachstum der Weltwirtschaft und die niedrige globale Inflation übertrafen im vergangenen Jahr die optimistischen Prognosen von Anfang 2005, und dies ungeachtet der widrigen Umstände, die sich aus Veränderungen des makroökonomischen Umfelds ergaben. Erstens war nach wie vor kaum Inflationsdruck zu spüren, obwohl die Rohstoffpreise vor dem Hintergrund der im dritten Jahr in Folge kräftig expandierenden Weltwirtschaft weiter stiegen. Zweitens bewahrte die US-Wirtschaft trotz des Energiepreisanstiegs und schwerwiegender Schäden infolge von Wirbelstürmen eine beträchtliche Dynamik. Drittens blieben die Finanzierungsbedingungen weltweit ausgesprochen

Wachstum und Inflation								
Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
	Reales BIP				Verbraucherpreise <sup>1</sup>			
	Durchschnitt 1991–2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>	Durchschnitt 1991–2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>
Insgesamt <sup>3</sup>	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>3</sup>	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
USA	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Euro-Raum	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Japan	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	-0,0	-0,3	0,4
Vereinigtes Königreich	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Sonstige <sup>3, 4</sup>	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asien <sup>3, 5</sup>	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
Lateinamerika <sup>3, 6</sup>	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Mittel- und Osteuropa <sup>3, 7</sup>	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Sonstige <sup>3, 8</sup>	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

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

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

wachstumsfördernd, obgleich die akkommodierende geldpolitische Ausrichtung in den USA und – in geringerem Maße – im Euro-Raum schrittweise zurückgeführt wurde. Viertens schließlich ließen sich die Finanzmärkte trotz der weiteren massiven und unerwarteten Verschlechterung der US-Leistungsbilanz während des Jahres nicht aus der Ruhe bringen. Obwohl 2005 das US-Leistungsbilanzdefizit die Prognosen um rund \$ 100 Mrd. überstieg, wertete der Dollar im Jahresverlauf auf realer effektiver Basis auf.

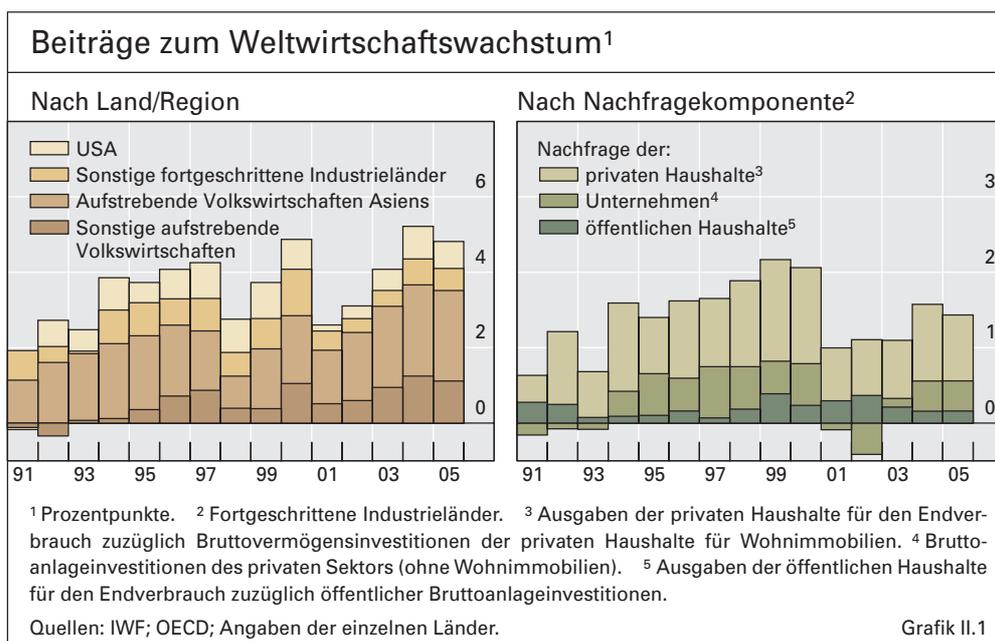
Der Konsens der Prognosen für 2006 ist, dass das kräftige globale Wachstum anhält und die Inflation weltweit niedrig bleibt (Tabelle II.1). Das freundliche Geschäftsklima und eine geringe bzw. abnehmende Arbeitslosigkeit untermauern diese optimistische Einschätzung der kurzfristigen Wachstumsperspektiven. Allerdings bringt der gegenwärtige globale Aufschwung auch mehrere weniger positive Entwicklungen mit sich: Die öffentlichen Haushalte weisen erhebliche Defizite aus, die Sparquote der privaten Haushalte befindet sich in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf einem Niveau, das auf Dauer zu tief erscheint, die Investitionsquote der Unternehmen ist nach wie vor niedrig, und die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte sind so groß wie nie zuvor. Gleichzeitig herrscht größere Unsicherheit über die Inflationssichten, da die Ölpreise neue Rekordstände erreicht haben und sich die Produktionslücken in vielen Ländern verengen oder gar schließen.

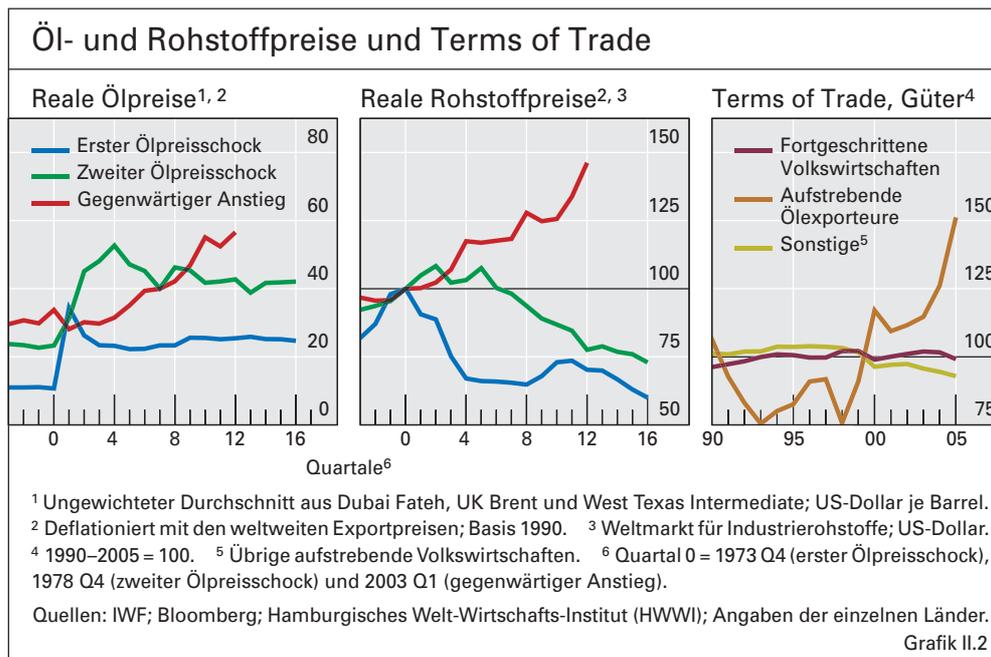
## Die Weltwirtschaft im Überblick

### *Anhaltend lebhaftes Wachstum und niedrige Inflation*

Das globale BIP-Wachstum überstieg 2005 im dritten Jahr in Folge die Marke von 4%. Der gegenwärtige Aufschwung ist damit der stärkste seit Beginn der 1970er Jahre. Während die Produktion auf dem amerikanischen Kontinent sowie in Europa geringfügig langsamer zunahm als 2004, beschleunigte sich

Seit drei Jahren starkes Wachstum





das Wachstum in Asien weiter. In China setzte sich die Expansion unvermindert fort, und die seit Langem erwartete Belebung in Japan verstärkte die Wirtschaftsdynamik der Region zusätzlich, nicht zuletzt aufgrund der beträchtlichen Komplementaritäten, die Japan und die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens in ihrer Handelsstruktur aufweisen. Insgesamt entfiel auf die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens mehr als die Hälfte des weltweiten Produktionszuwachses im vergangenen Jahr (Grafik II.1).

Erneuter Anstieg der Rohstoffpreise ...

Das rasche Nachfragewachstum (vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens) war 2005 mit ein Grund für den weiteren Anstieg der Rohstoffpreise, wobei Kapazitätsengpässe bei der Produktion und Raffination von Erdöl den Preisauftrieb noch verstärkten. Ende August 2005 erreichten die Preise für Rohöl am Spotmarkt \$ 70 je Barrel – eine Steigerung von rund 60% gegenüber dem Jahresbeginn. Der stetige Anstieg der realen Ölpreise in den vergangenen zwei Jahren steht in scharfem Kontrast zu den angebotsseitigen Ölpreisschocks der 1970er Jahre, bei denen sich ein Teil des anfänglichen jähen Anstiegs relativ rasch zurückbildete. Die Preise für Basismetalle und andere Rohstoffe erhöhten sich parallel zur Ölpreisentwicklung (Grafik II.2).

... doch weiterhin dynamisches Weltwirtschaftswachstum ...

Die Weltwirtschaft erwies sich gegenüber dem erneuten drastischen Anstieg der Energiepreise als bemerkenswert widerstandsfähig. In den OECD-Ländern entsprachen die Nettoölimpporte rund 1½% des jeweiligen BIP. Das ist ½ Prozentpunkt mehr als 2004, doch nur etwa halb so viel wie in den 1970er Jahren. Während in den ölimportierenden Ländern der Konjunkturaufschwung intakt blieb, trieben in den öl- und rohstoffexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften in Lateinamerika, im Nahen Osten und in Afrika beträchtliche Terms-of-Trade-Gewinne das Wachstum voran.

... gestützt von gedämpfter Inflation ...

Die nach wie vor gedämpfte Inflation federte die Auswirkungen der hohen Energiepreise auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den ölimportierenden Ländern ab. Der Verbraucherpreisauftrieb verstärkte sich

gegenüber 2004 nur mäßig. Zweitrundeneffekte blieben im Wesentlichen aus, da weiterhin Lohnzurückhaltung herrschte und die Unternehmen bei der Preissetzung nur begrenzten Spielraum hatten. Die längerfristigen Inflationserwartungen blieben fest verankert. Vor diesem Hintergrund führten die Federal Reserve und ab einem späteren Zeitpunkt auch die EZB und die Bank of Japan ihren akkommodierenden geldpolitischen Kurs allmählich zurück (Kapitel IV).

Die anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen weltweit bildeten ein weiteres Gegengewicht zu dem Einfluss der steigenden Energiepreise auf das Wirtschaftswachstum. Die kurz- und langfristigen Realzinssätze der großen Währungsräume hielten sich deutlich unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Gleichzeitig stützten niedrige Risikoprämien die Bewertung von Vermögenspositionen aller Art: Die Preise für Wohnimmobilien zogen in vielen Ländern kräftig an (Kapitel VII), und praktisch überall erreichten die Aktienkurse mehrjährige Höchststände (Kapitel VI). Ungewöhnlich niedrige Kreditrisikoprämien begleiteten eine Beschleunigung des Kreditwachstums auf ähnlich hohe Raten wie in den späten 1990er Jahren.

... und günstigen Finanzierungsbedingungen

#### *Anzeichen für einen ausgewogeneren Konjunkturaufschwung*

Die USA und China blieben Anfang 2005 die Hauptantriebskräfte für das globale Wachstum. Gleichzeitig halfen die lebhaften US-Konsumausgaben und eine weiterhin sehr dynamische Investitionstätigkeit in China dem Euro-Raum und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, eine Schwächephase in Zusammenhang mit einer Anpassung der Lagerbestände in der verarbeitenden Industrie zu überwinden. Tatsächlich zogen die Exporte – auch in den zuvor nachhinkenden Hochtechnologiebranchen – im ersten Halbjahr 2005 in Europa und später in den verbleibenden asiatischen Ländern an.

Anhaltende Expansion in den USA und China ...

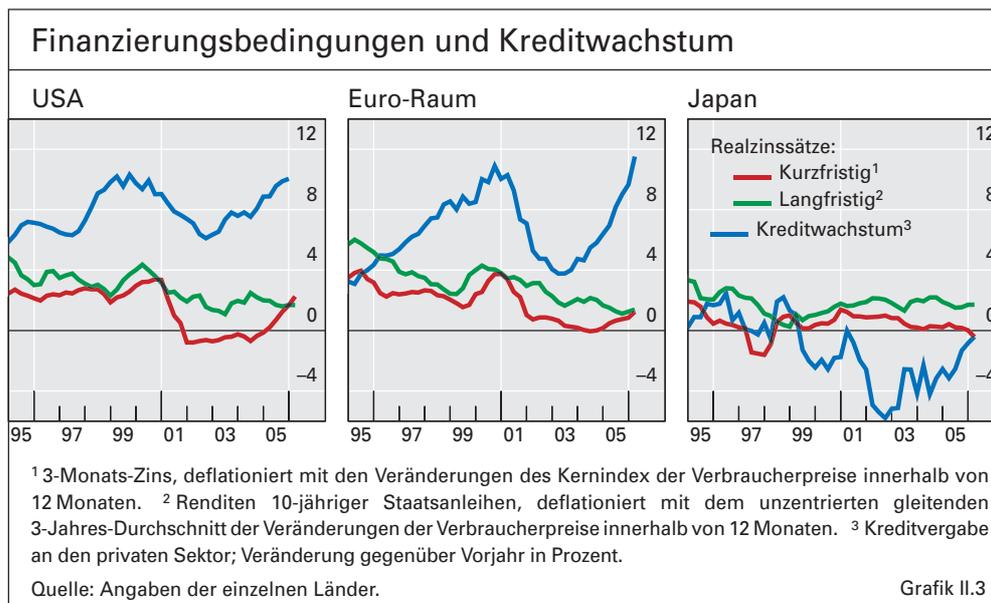
Der globale Aufschwung weitete sich im Laufe des Jahres aus. Während die US-Wirtschaft eine beträchtliche Dynamik beibehielt und sich das Wachstum in China unvermindert fortsetzte, stützte eine steigende Inlandsnachfrage den Aufschwung in Kontinentaleuropa. Vor dem Hintergrund eines lebhaften Gewinnwachstums, eines sich verbessernden Geschäftsklimas und zuletzt auch einer zunehmenden Kapazitätsauslastung verzeichnete der Euro-Raum den stärksten Anstieg der Unternehmensausgaben seit 2000. Der private Verbrauch erholte sich allerdings nicht. Die großen Volkswirtschaften des Euro-Raums expandierten weiterhin in sehr unterschiedlichem Tempo. So war die Wachstumsrate in Spanien hoch, in Deutschland und Frankreich unterdurchschnittlich und in Italien stagnierend.

... die auch den Euro-Raum erfasst ...

In Japan bekräftigte die anziehende Inlandsnachfrage die Zuversicht, dass die Konjunkturerholung festen Fuß gefasst hatte. Hohe Unternehmensausgaben und die Wende beim Kreditwachstum deuteten darauf hin, dass der Prozess der Bilanzbereinigungen im Unternehmens- und Finanzsektor abgeschlossen war (Grafik II.3). Der private Verbrauch erholte sich angesichts sich verbessernder Arbeitsmarktbedingungen. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zog die Inlandsnachfrage an (Kapitel III).

... und sich in Japan festigt

Außerdem umfasst der Konjunkturaufschwung gleichmäßiger als zuvor alle Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. In zahlreichen fort-



Ausgewogeneres Wachstum bei allen Nachfragekomponenten

geschrittenen Volkswirtschaften belebten sich endlich die Unternehmensinvestitionen. In den USA und Japan war deren Beitrag zum Wachstum der Inlandsnachfrage im Jahr 2005 mit früheren Konjunkturaufschwüngen zu vergleichen, während er im Euro-Raum etwas geringer ausfiel als in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Auf die Ausgaben der privaten Haushalte – einschließlich der Investitionen in Wohneigentum – entfielen rund 67% des gesamten BIP-Wachstums in den OECD-Ländern. In der ersten Hälfte der laufenden Dekade hatte dieser Anteil mehr als 80% betragen. Zuzuschreiben ist der jüngste Rückgang der Verlangsamung bei den Investitionen in Wohnimmobilien und beim privaten Verbrauch aufgrund einer Abschwächung am Wohnimmobilienmarkt in Australien wie auch im Vereinigten Königreich und infolge der gravierenden Schäden im Zusammenhang mit den Wirbelstürmen in den USA.

#### Ausblick und Risiken

Allgemeine Erwartung eines anhaltend starken Wachstums 2006 ...

Der Konsens für 2006 ist, dass das Weltwirtschaftswachstum erneut 4% übersteigt und sich die moderate Inflation fortsetzt. In der Tat erscheint das wirtschaftliche Umfeld in vielerlei Hinsicht günstig. Das Geschäftsklima hat sich weltweit verbessert, was auf ein weiteres Anziehen der Unternehmensinvestitionen hoffen lässt. Der Arbeitsmarkt in den USA und Japan hat sich gefestigt, und im Euro-Raum gibt es Anzeichen für eine Verbesserung. In Asien scheint sich eine starke selbsttragende Wachstumsdynamik zu entfalten. Auch in Lateinamerika wird mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet, während es in Mittel- und Osteuropa kräftig bleiben dürfte.

... mit potenziellen Ereignisrisiken ...

Es gibt jedoch auch Risiken. Abgesehen von potenziell katastrophalen Ereignissen wie einer Vogelgrippe-Pandemie oder einer geopolitischen Krise ist aus mehreren Gründen fraglich, ob die derzeitigen makroökonomischen Trends auf mittlere Sicht tragfähig sind.

2005: ein ungewöhnliches Jahr						
Jahresdurchschnitt bzw. Jahreswert						
	2005	Höchststand		Tiefstand		Durchschnitt 1980–2004
		Wert	Jahr	Wert	Jahr	
Wachstum des weltweiten BIP	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Reale Ölpreise <sup>1</sup>	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Langfristiger Realzinssatz in den G3 <sup>2</sup>	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Sparquote der privaten US-Haushalte <sup>3</sup>	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Finanzierungssaldo des US-Unternehmenssektors <sup>4</sup>	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Leistungsbilanzsalden <sup>5</sup>	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

<sup>1</sup> Ungewichteter Durchschnitt aus Dubai Fateh, UK Brent und West Texas Intermediate; US-Dollar je Barrel. Deflationiert mit den weltweiten Exportpreisen; Basis 1990. <sup>2</sup> Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, deflationiert mit dem unzentrierten gleitenden 3-Jahres-Durchschnitt der Veränderungen der Verbraucherpreise innerhalb von 12 Monaten. Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>3</sup> In Prozent des verfügbaren Einkommens. <sup>4</sup> Ersparnis minus Investitionen, in Prozent des BIP. <sup>5</sup> Summe der Leistungsbilanzsalden der Defizitländer, in Prozent des weltweiten BIP.

Quellen: IWF; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.2

Die aktuelle Konstellation wichtiger makroökonomischer Variablen ist ausgesprochen ungewöhnlich (Tabelle II.2). Erstens haben die Ölpreise neue Rekordstände erreicht und sind real etwa doppelt so hoch wie ihr langfristiger Durchschnitt. Früher oder später könnte sich der Inflationsdruck erhöhen, zumal sich die Produktionslücken in vielen Ländern verengen oder gar schließen. Zweitens sind die langfristigen Realzinssätze selbst unter Berücksichtigung des seit Anfang 2006 verzeichneten Anstiegs nach wie vor sehr niedrig. Weder die Gründe für das historisch niedrige Realzinsniveau noch die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines drastischen Anstiegs nach einer langen Niedrigzinsphase sind genau bekannt. Drittens drehte sich die gemessene Ersparnis der privaten Haushalte in den USA im vergangenen Jahr ins Minus, während die US-Unternehmen Nettosparer sind. Viertens schließlich weiteten sich die Leistungsbilanzdefizite auf ein bisher nicht gekanntes Maß aus. Insgesamt belaufen sich die Leistungsbilanzsalden der Defizitländer auf mehr als 2½% des weltweiten BIP. Der Großteil davon entfällt auf die USA.

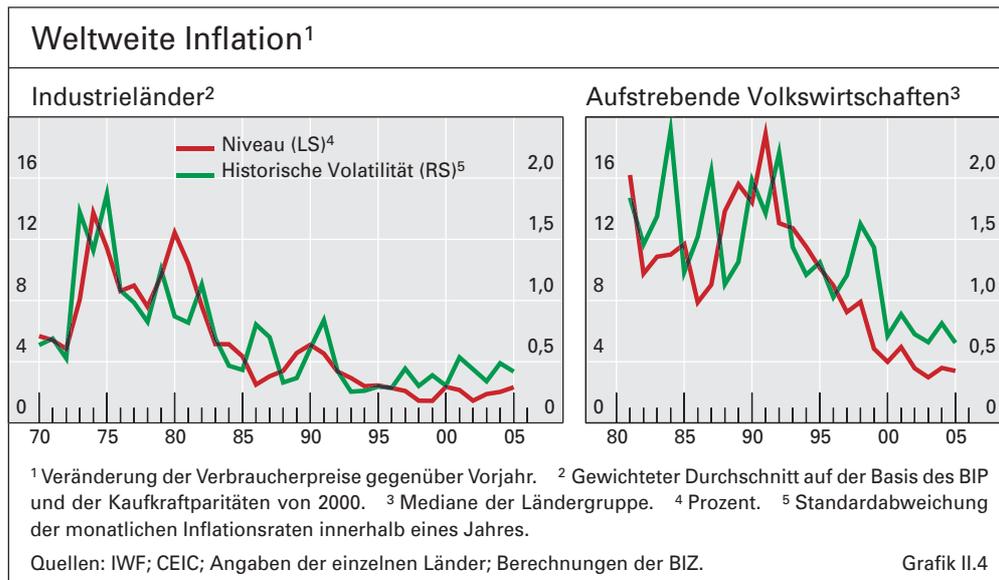
... und Fragezeichen bezüglich der Nachhaltigkeit des derzeitigen Wachstumsverlaufs

## Inflation und Lohnfestsetzung in der Weltwirtschaft

### Globale Inflationstrends

Weltweit blieben die Inflationsraten im Berichtszeitraum trotz des anhaltend starken Wirtschaftswachstums und der steigenden Energiepreise niedrig und stabil (Grafik II.4). Die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflationsrate stieg in den USA im letzten Herbst, als die Benzinpreise nach den Wirbelstürmen Rekordhöhen erreichten, auf 4¾% an, ging aber gegen Jahresende wieder zurück. In anderen fortgeschrittenen Industrieländern tendierte sie im

Anhaltend niedrige und stabile Inflation



vergangenen Jahr ebenfalls nach oben, war im langjährigen Vergleich aber nach wie vor niedrig. In Lateinamerika schwächte sich der Anstieg der Verbraucherpreise ab, und in Mittel- und Osteuropa blieb er relativ stabil. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens waren die Inflationstrends unterschiedlich: Während die Teuerung in China trotz des anhaltend rasanten Wirtschaftswachstums sank, stieg sie in mehreren anderen Ländern an (Kapitel III).

Kerninflation im Wesentlichen unverändert

Die Kerninflationen blieben in den USA und Europa weitgehend unverändert, was im dritten Quartal 2005 zu einer besonders großen Differenz zwischen Verbraucherpreisanstieg und Kerninflation führte. In Japan stieg die Inflation (ohne frische Nahrungsmittel) um die Jahreswende auf ½%. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war die Kerninflation im Wesentlichen stabil.

Weltweit geringere Persistenz ...

Dass der Verbraucherpreisanstieg nicht der Aufwärtsbewegung der Energiepreise folgte, steht in markantem Gegensatz zu den Lohn-Preis-Spiralen der 1970er Jahre, deckt sich jedoch mit dem neuerdings zu beobachtenden Trend einer rückläufigen Inflationpersistenz. Von 1970 bis 1989 bestanden in den G7-Ländern mehr als 80% der in den jeweils vorangegangenen sechs Monaten verzeichneten Preisanstiege im darauffolgenden Monat fort. Dieser Anteil fiel in den USA nach den 1990er Jahren auf weniger als 50% und ging auch in Japan, Kanada und dem Vereinigten Königreich zurück. Im Euro-Raum ist das Bild uneinheitlicher. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften gibt es ebenfalls Hinweise auf eine Abnahme der Inflationpersistenz.

... wie auch geringe Variation der Inflation

Ein anderer globaler Trend, der weiter anhält, ist die geringere Variation der Inflationsraten im Ländervergleich. Die Inflationsraten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich einander kontinuierlich angenähert und bewegten sich 2005 in einer Bandbreite von etwa 0–3%, verglichen mit einer Spanne von rund 20 Prozentpunkten im Jahr 1980. Die Variationskoeffizienten der Inflationsraten betragen 2005 weniger als 0,5, nachdem sie Mitte der 1980er Jahre noch bei 1,2 gelegen hatten. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften haben erfolgreiche gesamtwirtschaftliche

Stabilisierungsbemühungen die Variation der Inflationsraten seit Mitte der 1990er Jahre ebenfalls verringert.

Die Bestimmungsfaktoren dieser langfristigen Trends im Inflationsprozess sind nicht ganz geklärt. Zum größten Teil lässt sich der Rückgang bei Niveau und Schwankungsbreite der Inflationsraten mit einem gemeinsamen Faktor erklären (Tabelle II.3). Allerdings erfasst dieses Maß wohl recht unterschiedliche ökonomische Faktoren. Eine Komponente sind Änderungen der Geldpolitik. Unter diesem Gesichtspunkt sind gemeinsame globale Inflationstrends das Ergebnis einer gleichzeitigen Änderung der auf das Inland bezogenen Wirtschaftspolitik vieler Länder. Eine andere und wirklich globale Komponente ist die zunehmende internationale Integration der Märkte für Güter und Produktionsfaktoren, die mit einer Veränderung der Angebots- und Nachfragebedingungen weltweit einhergeht. In dieser Hinsicht spielen die wirtschaftliche Öffnung Chinas, Indiens und des ehemaligen Ostblocks, aber auch die zunehmende Wirtschaftskraft Asiens und Lateinamerikas eine Schlüsselrolle. Die offenbar gestiegene Bedeutung globaler Maße für das ungenutzte Produktionspotenzial als Triebkräfte der Inflation in einem bestimmten Land weist darauf hin, dass der Inflationsprozess immer stärker globalen Charakter annimmt (Kapitel IV).

Bestimmungsfaktoren gemeinsamer Inflationstrends

Markante Verschiebungen der relativen Preise auf globaler Ebene, die in den vergangenen rund fünf Jahren zu beobachten waren, stützen die These, dass realwirtschaftliche Veränderungen die weltweite Inflationsdynamik beeinflusst haben. Einerseits sind die Rohstoffpreise um mehr als 30% gestiegen (Grafik II.5). Dieser Anstieg ging mit einer lebhaften Nachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften nach Roh- und Grundstoffen sowie Energie einher: Rund zwei Drittel des Zuwachses von 20%, den die globale Nachfrage nach Öl von 1995 bis 2005 verzeichnete, entfielen auf Nicht-OECD-Länder. Andererseits

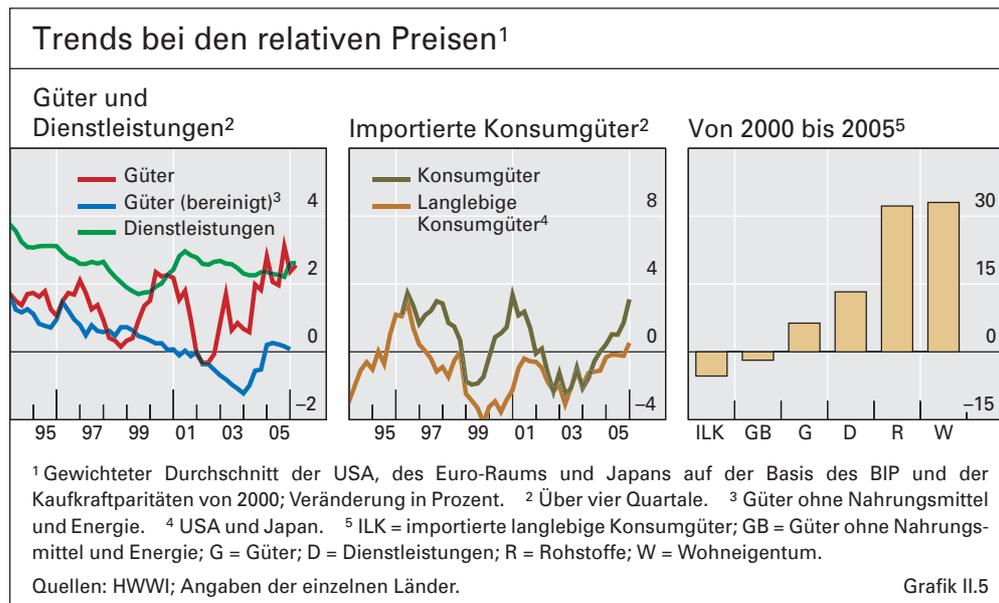
Verschiebungen der relativen Preise im Einklang mit der These, dass Inflation durch Globalisierung beeinflusst wird ...

Beitrag eines gemeinsamen Faktors zur Inflation in fortgeschrittenen Volkswirtschaften <sup>1</sup>										
	Niveau der Inflationsrate					Volatilität der Inflationsrate				
	Durchschnitt 1970–89	Durchschnitt 1990–2005	Differenz <sup>2</sup>			Durchschnitt 1970–89	Durchschnitt 1990–2005	Differenz <sup>2</sup>		
			Insgesamt	Erklärt durch				Insgesamt	Erklärt durch	
				Gemeinsamer Faktor <sup>3</sup>	Länderspezifisch <sup>3</sup>				Gemeinsamer Faktor <sup>3</sup>	Länderspezifisch <sup>3</sup>
USA	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Japan	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Deutschland	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3
Frankreich	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Vereinigtes Königreich	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Italien	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Kanada	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
OECD	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

<sup>1</sup> Die Inflationsraten von 22 OECD-Ländern werden mittels eines dynamischen Faktormodells in einen gemeinsamen (den Gleichlauf zwischen Ländern beschreibenden) Faktor sowie länderspezifische Faktoren zerlegt. <sup>2</sup> Differenz zwischen 1970–89 und 1990–2005. <sup>3</sup> Beitrag zur Differenz.

Quellen: OECD; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.3



ist das Angebot an Industriegütern durch die Exporte dieser neu integrierten aufstrebenden Volkswirtschaften in die Höhe geschneit. Beispielsweise steigerte sich das Exportvolumen in den asiatischen Entwicklungsländern von 2000 bis 2005 jährlich um rund 15%. In diesem Zeitraum gingen die Preise für importierte langlebige Konsumgüter in den wichtigsten Industrieländern um 5% zurück, während die Preise für viele nicht handelbare Güter weiter stiegen.

... und in deutlichem Gegensatz zu früheren Erfahrungen

Diese Verschiebungen der relativen Preise stehen in deutlichem Kontrast zu den während des Ölpreisschocks Ende der 1970er Jahre beobachteten Verlaufsmustern. Von 1978 bis 1981 stiegen die Preise für Waren, Dienstleistungen und Rohstoffe in den G3 weitgehend parallel in der Größenordnung von 25–35%.

### *Lohnfestsetzung und Globalisierung*

Dauerhafte Zurückhaltung beim Nominallohnwachstum ...

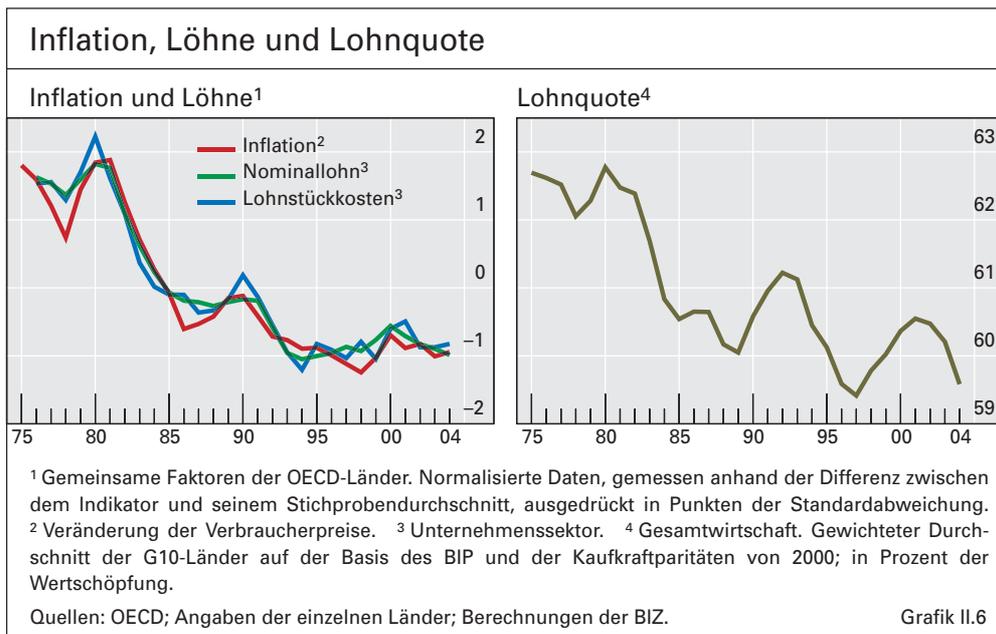
Der nachhaltige Rückgang der Inflationsraten wurde von großer Zurückhaltung beim nominalen Lohnwachstum begleitet. Parallel zur Entwicklung der Nominallöhne hat sich auch der Anstieg der Lohnstückkosten verlangsamt, und die gesamtwirtschaftlichen Lohnquoten sind in den letzten rund drei Jahrzehnten um 5% zurückgegangen (Grafik II.6).

... aufgrund mehrerer Faktoren

Zweifellos haben dabei mehrere Faktoren eine Rolle gespielt. Häufig wird argumentiert, die größere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, erreicht durch ein energischeres Reagieren auf Inflationsschocks, dämme den Lohnanstieg ein, weil sie die Inflationserwartungen fester verankere (Kapitel IV). Außerdem hat das höhere Wachstum der Arbeitsproduktivität infolge gesteigerter Kapitalintensität und technologischen Fortschritts dazu beigetragen, den Anstieg der Lohnstückkosten in Grenzen zu halten. Schließlich hat die in den letzten rund zehn Jahren zu beobachtende Deregulierung der inländischen Arbeitsmärkte zusammen mit der Abnahme des gewerkschaftlichen Organisationsgrads und stärker dezentralisierten Tarifverhandlungen die Verhandlungsmacht einiger Gruppen von Arbeitnehmern tendenziell geschwächt.

Globalisierung beeinflusst Lohnentwicklung ...

Gleichzeitig sollte man den Einfluss der Globalisierung nicht unterschätzen. Durch die Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in den



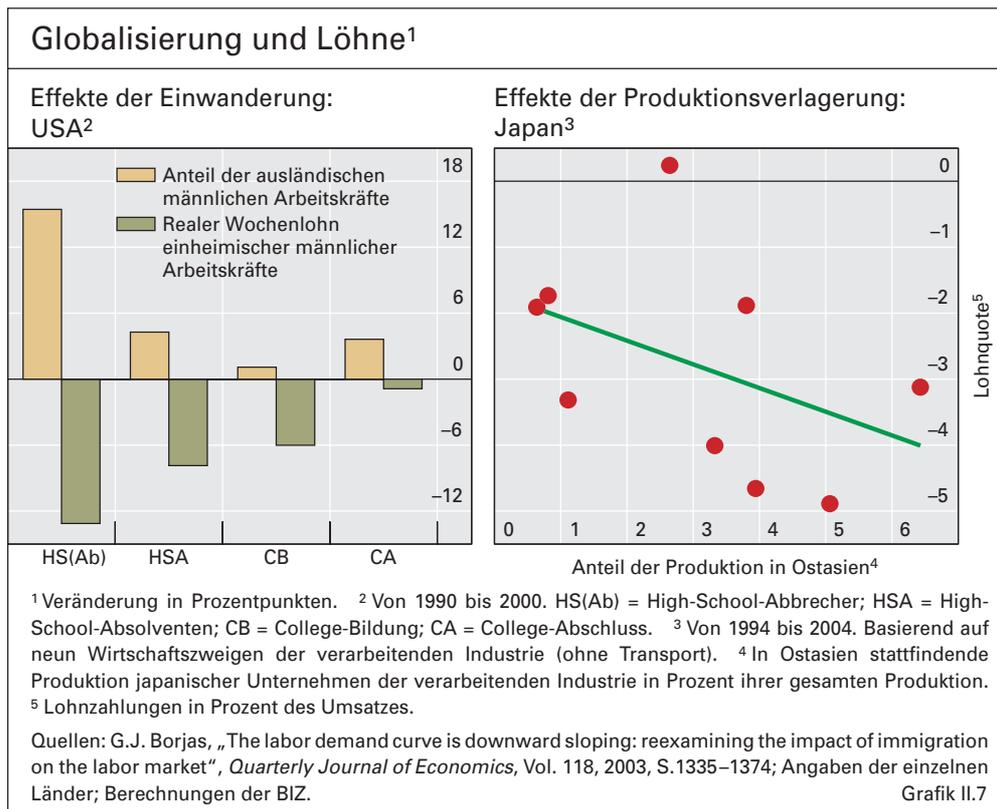
globalen Produktionsprozess hat sich manchen Schätzungen zufolge das Angebot an für die Weltwirtschaft verfügbaren Arbeitskräften effektiv verdoppelt. Zusammen mit anderen Aspekten der Globalisierung dürfte dies die Arbeitsmarktpolitik und das Lohnfestsetzungsverhalten in den fortgeschrittenen Industrieländern beeinflusst haben. Mindestens drei Faktoren scheinen bei diesem Prozess eine Rolle gespielt zu haben.

Erstens hat die erhöhte internationale Mobilität des Faktors Arbeit zur Verringerung von Angebotsknappheiten an den inländischen Arbeitsmärkten beigetragen. Dies hat offenbar den Aufwärtsdruck auf die Löhne – insbesondere die Löhne wenig qualifizierter Arbeitskräfte – abgeschwächt (Grafik II.7). Das Bewusstsein, dass eine wachsende Zahl von Arbeitsplätzen der Konkurrenz durch Zuwanderer ausgesetzt ist, könnte in Ländern, zu deren Arbeitsmarkt ausländische Arbeitskräfte leichten Zugang haben, die Löhne erheblich beeinflussen. In den USA beispielsweise hat der Zustrom der Einwanderer in der Zeit von 1980 bis 2000 das Angebot an männlichen Arbeitskräften um 11% erhöht und eine Verlangsamung der Lohnzuwächse um schätzungsweise 3 Prozentpunkte bewirkt. In Westeuropa hat sich das durchschnittliche Verhältnis von jährlicher Zuwanderung zur Gesamtbevölkerung seit dem Fall des Eisernen Vorhangs 1989 in etwa verdoppelt. Der Effekt der grenzüberschreitenden Arbeitskräftemobilität auf die Löhne in Europa dürfte sich nach der EU-Erweiterung 2004 noch verstärkt haben. So war 2005 im Vereinigten Königreich in Branchen, in denen Arbeitskräfte mit nicht britischer Staatsangehörigkeit einen hohen Anteil an den Beschäftigten haben, ein deutlicher Rückgang der Überstundenvergütungen zu beobachten.

... durch größere Mobilität der Arbeitskräfte ...

Zweitens hat die tatsächliche oder angedrohte Verlagerung der Produktion die Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern und Gewerkschaften in vielen Industrieländern beschnitten. Das rasche Wachstum des Handels mit Vor- und Zwischenprodukten wie Bauteilen und Komponenten ist ein Hinweis auf die

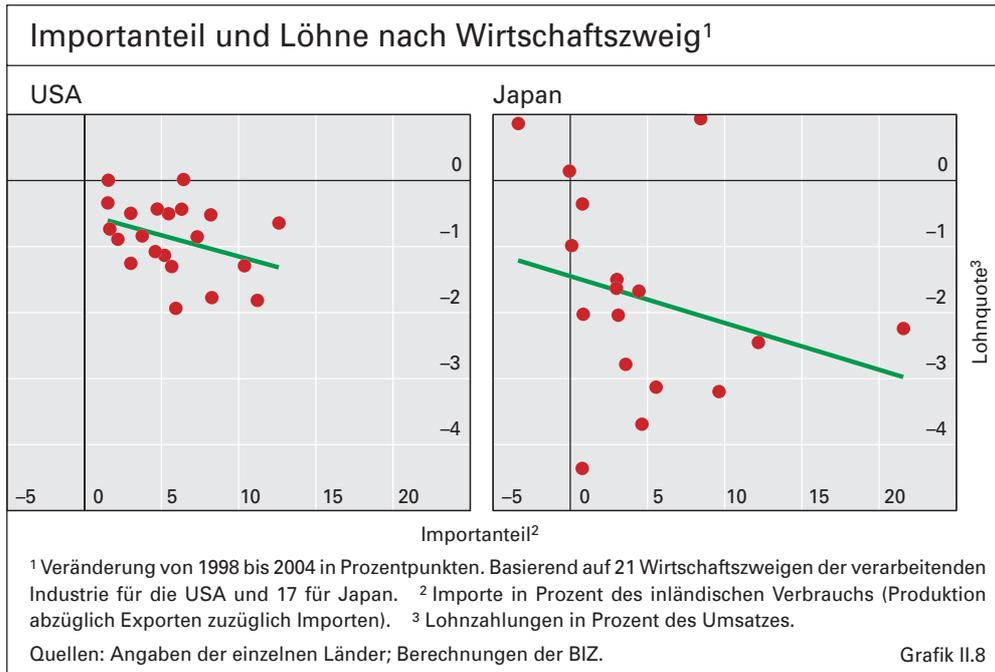
... Verlagerung der Produktion ...



zunehmende vertikale Integration der Produktionsprozesse auf globaler Ebene. Der Welthandel mit Bauteilen und Komponenten nahm im Zeitraum 1990–2000 um durchschnittlich 9% zu, der Welthandel insgesamt um 6½%. In den USA stieg der Anteil der importierten Vor- und Zwischenprodukte an den Gesamteinfuhren von 12% im Jahr 1992 auf 17% im Jahr 2000. Während diese Entwicklung bisher vor allem in der verarbeitenden Industrie sichtbar war, besteht inzwischen auch bei Arbeitsplätzen mit höheren Qualifikationsanforderungen und besserer Bezahlung in der Dienstleistungsbranche eine wachsende internationale Konkurrenz. Der Einfluss der Verlagerung von Produktionsstätten wird in Japan deutlich, wo die Branchen, die Produktionsverlagerungsstrategien zielstrebig verfolgen, die Lohnquote in der Regel stärker senken (Grafik II.7 rechts). In Deutschland gelang es großen Unternehmen, Reallohnkürzungen auszuhandeln, wenn sie im Gegenzug auf eine Produktionsverlagerung verzichteten.

... und verschärften Wettbewerb

Drittens schließlich hat die Tatsache, dass sich die Märkte für Waren und in zunehmendem Maße auch für Dienstleistungen dem internationalen Wettbewerb öffnen, den Wettbewerbsdruck auf die Hersteller in den fortgeschrittenen Industrieländern erhöht. Durch den leichteren Zugang von Wettbewerbern zu den Gütermärkten sehen sich führende inländische Unternehmen gezwungen, ihre Bemühungen um Kostensenkung zu verstärken. Die Senkung der Lohnkosten spielt eine zentrale Rolle in den Strategien, mit denen dem Kostenvorteil von Herstellern in den sich neu in den Globalisierungsprozess eingliedernden Ländern wie China und Indien begegnet wird. Die Lohnquote ist denn auch in den Branchen, die größerem Importdruck ausgesetzt sind, z.B. in der Bekleidungsindustrie, im Durchschnitt stärker zurückgegangen (Grafik II.8).



### Ausblick

Der Konsens der Prognosen rechnet damit, dass die Inflationsraten 2006 niedrig und stabil bleiben, obwohl der Ausblick inzwischen mit größeren Unsicherheiten behaftet ist. Mehrere Indikatoren deuten auf zunehmende Inflationsrisiken aus der steigenden Ressourcenauslastung hin. In vielen Ländern wird die Produktionslücke kleiner oder schließt sich sogar, und in den G3 liegt die Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie über dem jeweiligen langfristigen Durchschnitt. Doch lässt sich schwer abschätzen, wie groß die Kapazitätsunterauslastung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften tatsächlich noch ist. Zum Beispiel dürfte die Arbeitslosenquote, die langfristig mit einer stabilen Inflation vereinbar ist, infolge einer veränderten Erwerbsbeteiligung oder aufgrund von Strukturreformen geringer geworden sein. Noch wichtiger ist vielleicht, dass die Globalisierung möglicherweise die Reagibilität der Löhne auf inländische Produktionslücken reduziert und dadurch die Wahrscheinlichkeit von Inflationsdruck gesenkt hat.

Vor diesem Hintergrund lautet eine entscheidende Frage, ob die niedrige Inflation bei handelbaren Gütern trotz anhaltender Erhöhungen bei den Rohstoff- und Energiepreisen fortbestehen wird. Die Beschleunigung bei den Erzeugerpreisen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Verlauf des Jahres 2005 ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass sich Preisdruck aufbaut. Daher hängt viel davon ab, ob (bzw. wann) die Unternehmen Preissetzungsspielräume bei den Verbraucherpreisen zurückgewinnen und ob der Anstieg der Lohnkosten auch weiterhin begrenzt bleiben wird. Hier gehen von den verschiedenen Indikatoren unterschiedliche Signale aus.

Die ausländischen Direktinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind nach wie vor hoch, was vermutlich darauf hindeutet, dass der Prozess der Produktionsverlagerung noch nicht abgeschlossen ist. Die Markt-

Allgemeine Erwartung weiterhin niedriger Inflation

Wahrscheinlich erneut geringer Auftrieb bei Güterpreisen ...

... da Verlagerung der Produktion offenbar anhält ...

durchdringung mit importierten Gütern nimmt weiter zu, was auf anhaltenden Abwärtsdruck auf die inländischen Preise und Löhne schließen lässt. Der Anstieg der Nominallohne liegt in den wichtigsten Industrieländern bisher immer noch weit unterhalb historischer Normen. Zusammen mit den erwarteten hohen Steigerungen der Arbeitsproduktivität sollte dies dazu beitragen, das Wachstum der Lohnstückkosten in Grenzen zu halten.

... doch steigende Importpreise werfen Fragen auf

Zugleich scheint der Preisrückgang bei importierten langlebigen Konsumgütern und Konsumgütern ohne Nahrungsmittel und Energie gestoppt. Über die Lohn- und Preisbildung sowie die Arbeitsmärkte in den sich neu in den Globalisierungsprozess eingliedernden aufstrebenden Volkswirtschaften ist wenig bekannt. Vereinzelt Hinweise – etwa die zweistellige Wachstumsrate der Kosten für bestimmte Arbeitskräfte in der verarbeitenden Industrie der Küstengebiete Chinas – deuten auf eine rückläufige Kapazitätsunterauslastung hin. Gleichzeitig dürften die steigende Ressourcenauslastung und der anhaltend starke Aufwärtsdruck bei den Rohstoffpreisen darauf hinweisen, dass sich die Produktionslücke auch auf globaler Ebene verengt.

## Spartätigkeit und Investitionen des Privatsektors

### *Trends*

Höhere globale Sparquote wegen ölexportierender Länder und aufstrebender Volkswirtschaften Asiens ...

Die globale Sparquote stieg 2005 an und erreichte 22% des BIP. Damit lag sie etwa 1½ Prozentpunkte höher als beim Konjunkturtief 2002 und entsprach dem Durchschnittswert der 1990er Jahre (Tabelle II.4). Hinter dem jüngsten Anstieg stand weiterhin vor allem die höhere Spartätigkeit in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Ein wachsender Anteil der globalen Ersparnis entfiel 2005 auf die ölexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften; deren Sparquoten legten um 4 Prozentpunkte zu. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens war das Bild uneinheitlich. In China stieg die gesamtwirtschaftliche Sparquote weiter an und liegt mittlerweile bei rund 51%. Angesichts der anhaltenden Dynamik der chinesischen Unternehmensgewinne dürfte der Zuwachs 2005 in erster Linie auf eine höhere Ersparnisbildung der Unternehmen zurückzuführen sein. Dies würde bedeuten, dass die Sparquoten der privaten Haushalte in etwa auf dem sehr hohen Niveau von rund einem Viertel des BIP verharrten. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens dagegen waren die Sparquoten rückläufig. In Mittel- und Osteuropa sowie in Lateinamerika zeigten sie sich insgesamt stabil.

... dagegen unveränderte Sparquoten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

In den fortgeschrittenen Industrieländern blieben die gesamtwirtschaftlichen Sparquoten unverändert und damit weiterhin deutlich unter dem Durchschnitt des vergangenen Jahrzehnts. Allerdings bestanden erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. In Deutschland dürfte Vorsorgedenken zu einem weiteren Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte beigetragen haben. In den USA und Spanien hingegen, wo das Vermögen aus Wohneigentum 2005 sprunghaft zunahm, ging die Sparquote der privaten Haushalte stark zurück. Gleichzeitig blieben die Unternehmen in den USA und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Nettosparer. Insofern als die höhere Sparquote der Unternehmen den Wert der Forderungen der privaten Haushalte

Globale Trends von Ersparnis und Investitionen					
In Prozent des BIP					
	Durchschnitt 1990–99	Durchschnitt 2000–03	2004	2005	Nachrichtlich: 1991– 2005 <sup>1</sup>
Ersparnisbildung weltweit	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>2</sup>	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
USA	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Euro-Raum	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Japan	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
Asien	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
China	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
Lateinamerika	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Mittel- und Osteuropa	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Investitionen weltweit	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>2</sup>	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
USA	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Euro-Raum	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Japan	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
Asien	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
China	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
Lateinamerika	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Mittel- und Osteuropa	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

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

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

gegenüber dem Unternehmenssektor in den letzten Jahren erhöht hat, könnte das geringere Sparen der privaten Haushalte als Folge des zunehmenden Sparens der Unternehmen gesehen werden. Ungeachtet solcher Effekte erscheinen in den USA sowohl die Sparquote der privaten Haushalte, die sich 2005 nach den meisten Maßen ins Negative kehrte, als auch die gesamtwirtschaftliche Sparquote unhaltbar niedrig.

Die Investitionsquoten legten 2005 in den entwickelten Ländern leicht zu und blieben in den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt stabil. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien war das Bild wiederum uneinheitlich. In China stieg die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote erneut um 1 Prozentpunkt. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens blieben die Investitionsquoten weitgehend unverändert, und so waren die Bruttoanlageinvestitionen immer noch viel niedriger als vor der Asien-Krise.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verlagerte sich die Investitionstätigkeit von Wohnimmobilien hin zu den Anlageinvestitionen der Unternehmen. Das Wachstum der Wohnimmobilieninvestitionen in den OECD-Ländern verlangsamte sich von 6½% im Jahr 2004 auf 3½%. Die Investitionsausgaben der Unternehmen blieben in den USA kräftig und

Investitionen in China weiter gestiegen

In fortgeschrittenen Volkswirtschaften Umschwung zugunsten von Unternehmensinvestitionen

belebten sich u.a. in Japan und den nordischen Ländern, in rohstoff-exportierenden Ländern wie Australien und Kanada sowie in Teilen des Euro-Raums, z.B. in Belgien und Deutschland. Dagegen blieb die Investitionstätigkeit der Unternehmen im Vereinigten Königreich relativ schwach, und in Italien ging sie zurück.

#### *Unternehmensgewinne und -investitionen*

Weiterer Anstieg  
der Unternehmens-  
gewinne

Die Unternehmensgewinne nahmen 2005 weiter zu und erreichten gemessen am weltweiten BIP anscheinend historische Höchststände. Ihr Höhenflug in den letzten Jahren scheint globalen Ursprungs zu sein, doch auch sektorspezifische Entwicklungen spielten eine Rolle. Im Nichtfinanzsektor sind die Gewinnspannen in den vergangenen Jahren gestiegen (Tabelle II.5), und in vielen Wirtschaftszweigen kletterten sie über den Stand der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Insbesondere in den rohstoffnahen Bereichen liegen sie nun wesentlich darüber. Zwar blieb der Preissetzungsspielraum in vielen Branchen begrenzt, doch profitierten die operativen Gewinnspannen von einem erheblichen und breit abgestützten Rückgang der Arbeitskosten. Dass die Gewinne in der derzeitigen Aufschwungphase sogar noch mehr gestiegen sind, lässt sich zu einem wichtigen Teil auf eine andere weltweite Entwicklung, nämlich die wesentlich niedrigeren Zinsaufwendungen, zurückführen.

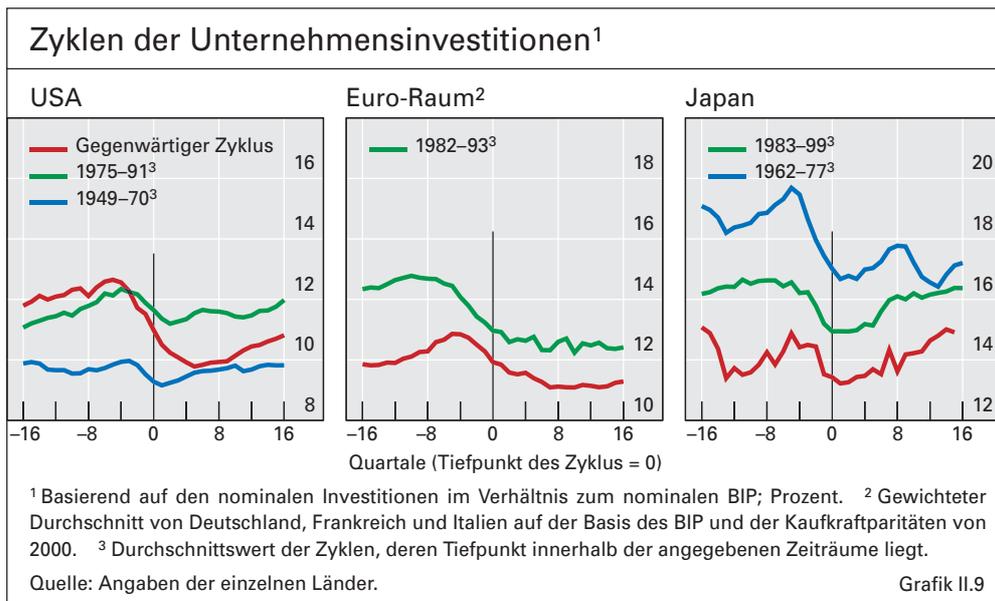
Investitionsvolumen  
im langfristigen  
Vergleich weiterhin  
niedrig

Rekordgewinne, hohe Liquidität und niedrige Zinssätze hatten keine entsprechend hohen Unternehmensinvestitionen zur Folge. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen erholten sich 2005 zwar und stiegen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in realer Betrachtung ähnlich wie in früheren Konjunkturzyklen. Die relativ schwachen Investitionen in der Frühphase des gegenwärtigen Aufschwungs wirken aber anscheinend bis heute nach. So

Gewinnindikatoren für ausgewählte weltweite Wirtschaftszweige <sup>1</sup>						
In Prozent der Erträge						
	Operativer Gewinn <sup>2</sup>			Gewinn nach Steuern		
	2004/05	Veränderung <sup>3</sup>		2004/05	Veränderung <sup>3</sup>	
		2001/02	1995–99		2001/02	1995–99
Automobilindustrie	4	0	0	2	1	0
Bergbau	22	4	9	17	6	9
Chemie	9	3	1	6	3	1
Einzelhandel	5	1	1	3	1	1
Fluggesellschaften	3	3	-3	2	3	-1
IT-Hardware	5	2	0	4	4	0
IT-Software	26	2	0	18	5	3
Maschinenbau	8	2	2	5	3	2
Öl- und Gasproduzenten	14	3	5	9	3	4
Telekommunikation	16	3	-2	9	13	-1
Versorgungsbetriebe	14	3	1	7	3	1

<sup>1</sup> Mit Erträgen gewichteter Durchschnitt der im World Equity Market Index enthaltenen Unternehmen.  
<sup>2</sup> Erträge abzüglich Geschäftsaufwendungen insgesamt. <sup>3</sup> Durchschnitt 2004/05 abzüglich Durchschnitt 2001/02 bzw. 1995–99.  
 Quellen: Datastream; Berechnungen der BIZ.

Tabelle II.5



blieben die Unternehmensinvestitionen gemessen am BIP in den G3-Volkswirtschaften im längerfristigen Vergleich niedrig (Grafik II.9). Dass in den meisten in Tabelle II.5 dargestellten Wirtschaftszweigen der Anteil der Sachanlagen am gesamten Unternehmensvermögen im Zeitraum 2004/05 deutlich geringer war als in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre, bestätigt den Eindruck einer relativen Investitionsschwäche.

Es bleibt ein Rätsel, weshalb die nominalen Investitionen in fast allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften als Anteil am nominalen BIP nach wie vor niedrig sind. Der Rückgang der relativen Preise bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen könnte eine Rolle spielen. Beispielsweise ist der relative Preis von Kapitalgütern in Japan und den USA seit 1980 um 25–40% gesunken. Dies führt zu niedrigeren nominalen Investitionsquoten, wenn der relative Preiseffekt nicht durch eine Steigerung der Kapitalintensität ausgeglichen wird.

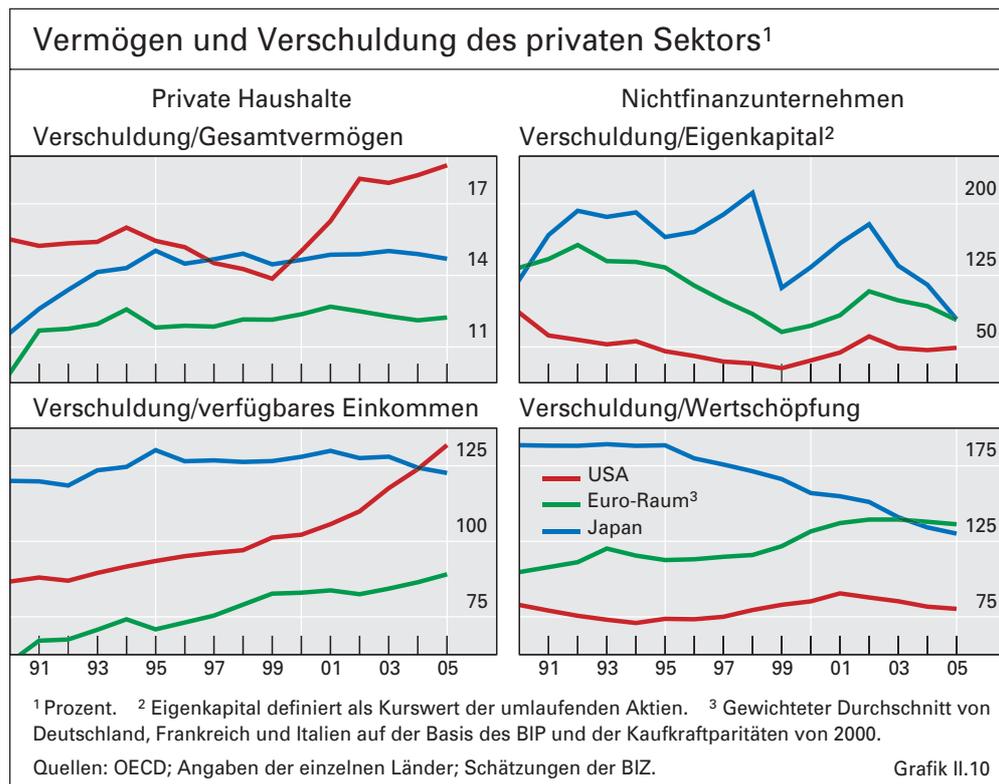
Strukturelle Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit könnten ein weiterer Grund für die niedrigeren gemessenen Investitionen sein. Immaterielle Vermögenswerte wie der Wert von Markennamen und Unternehmensabläufe spielen in der Produktion heute offenbar eine größere Rolle als im letzten Jahrzehnt. Allerdings sind solche Investitionen unter Umständen nur schwer statistisch erfassbar. Zudem könnte die Globalisierung der Produktionsprozesse die Investitionsquoten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gedrückt haben. Die ausländischen Direktinvestitionen sind insbesondere in China hoch, aber es ist nicht eindeutig auszumachen, ob sie an die Stelle von Inlandsinvestitionen getreten sind. Im Falle der multinationalen Unternehmen in den USA scheint die vertikale internationale Integration beides nach sich zu ziehen, nämlich höhere Inlands- wie auch Auslandsinvestitionen, und nicht nur eine Verlagerung der heimischen Produktion ins Ausland.

In einigen Wirtschaftszweigen mögen die im Vergleich zu den erwarteten Kapitalrenditen hohen geforderten Mindestrenditen die Unternehmensleitungen abgeschreckt haben, ihre Kapazitäten zu erweitern. Einer der Gründe hierfür könnten hohe Renditenforderungen der Aktionäre gewesen sein. Ein

Mögliche Gründe für die geringen Investitionen:  
niedrigere Kapitalgüterpreise ...

... und veränderte Produktionsprozesse

Geforderte Mindestrendite in einigen Wirtschaftszweigen vermutlich relativ hoch ...



anderer Faktor ist möglicherweise, dass Zweifel darüber, ob sich der Boom an bestimmten Märkten fortsetzen wird, die erwarteten Kapitalrenditen niedrig halten. Tatsächlich waren die Investitionen in der Ölindustrie weltweit offenbar relativ schwach, obwohl dort in den letzten Jahren ein sprunghafter Gewinnanstieg verzeichnet wurde.

... und Überinvestitionen in der Vergangenheit wohl noch nicht vergessen

Außerdem ist ungewiss, wie schnell die Nachwirkungen der früheren Überinvestitionen abklingen. Einerseits sind die Investitionen in einigen IT-Branchen in den vergangenen beiden Jahren wieder kräftig angestiegen. Die Rückführung des Verschuldungsgrads, die allgemein als Antwort auf die schwierigen Finanzierungsbedingungen nach dem Aktienmarkteinbruch 2001 und im Zuge der anschließenden Straffung der Unternehmensführung vorgenommen wurde, scheint abgeschlossen zu sein. Der Verschuldungsgrad in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich verringert (Grafik II.10). Andererseits zeigt der weltweite Boom von fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buy-Outs, LBO) im Jahr 2005, dass das Interesse am Kauf von bestehenden Sachanlagen größer ist als an der Schaffung von neuen.

#### *Investitionen in Wohnimmobilien und Märkte für Wohneigentum*

Hohe Investitionen in Wohnimmobilien ...

Trotz der leichten Wachstumsverlangsamung 2005 blieben die Investitionen in Wohnimmobilien hoch. In Australien und den USA lag ihr Anteil am BIP rund 1½ Prozentpunkte über dem langfristigen Durchschnitt von 5%. In Spanien betragen die Wohnimmobilieninvestitionen gemessen am BIP etwa 9%, fast 3 Prozentpunkte mehr als im Durchschnitt der vorangegangenen zehn Jahre. Deutschland und Japan bilden dagegen bemerkenswerte Ausnahmen vom Bild überdurchschnittlicher Wohnimmobilieninvestitionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Der Wohnbau blieb die wichtigste Kraft hinter dem jüngsten Aufschwung im Baugewerbe der USA, der sich auch Anfang 2006 fortsetzte. In Spanien verzeichnet der Bausektor gegenwärtig im dreizehnten Jahr in Folge eine Expansion. Dieses Wachstum wird im Wesentlichen aus dem Ausland angetrieben (und finanziert), vor allem von angehenden Rentnern der geburtenstarken Jahrgänge in Nordeuropa, die Zweitwohnsitze an der Mittelmeerküste erwerben.

... und rege  
Wohnbautätigkeit

In den letzten zwei Jahrzehnten durchlief das Baugewerbe (Wohnbau und gewerblicher Bau zusammengenommen) in den wichtigsten Industrieländern mehrere Konjunkturzyklen. Die Phasen intensiver Bautätigkeit waren meist recht lang, wobei der Aufschwung in den in Tabelle II.6 aufgeführten Ländern jeweils vier bis zehn Jahre oder noch länger andauerte. In diesen Phasen trug das Baugewerbe sicher 10–15% zum Gesamtwachstum des BIP bei, machte auf dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus bis zu 10% der gesamtwirtschaftlichen Produktion aus und beschäftigte bis zu 13% aller Arbeitnehmer. In den USA z.B. expandierte das Baugewerbe während des Hochs 1983–86 um durchschnittlich 8½% pro Jahr und trug 9% zum BIP-Wachstum in dieser Zeit bei. Der Bauboom der 1990er Jahre war weniger ausgeprägt, wenngleich die Bedeutung der Branche für die Beschäftigung etwas größer war. Aufschwünge im Baugewerbe wirken sich auch auf nahestehende Wirtschaftszweige wie Immobilien- und Leasing-Dienstleistungen positiv aus. In den USA stieg deren Anteil am BIP 1983-86 beispielsweise um 0,7%.

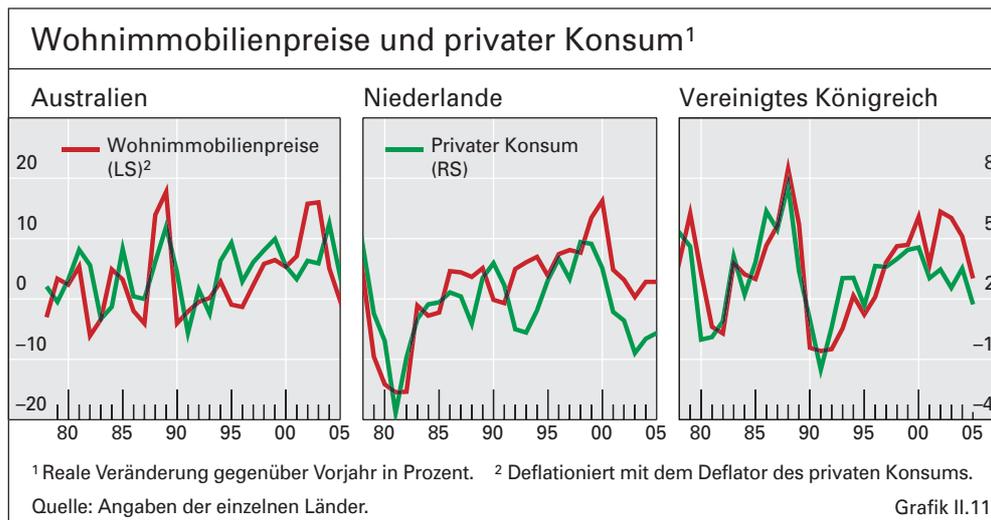
Merkmale früherer  
Konjunkturzyklen  
im Baugewerbe

Ebenso, wie die Aufschwünge im Baugewerbe tendenziell lange anhielten, waren auch die Abschwünge oft hartnäckig und heftig. In Deutschland, Japan, Spanien und den USA verringerte sich die Produktion in diesem Wirtschaftszweig während der stärksten Abschwünge in den letzten drei Jahrzehnten um real 13–21%, und die Beschäftigung in der Branche sank um bis zu 20%.

Abschwünge  
im Baugewerbe  
tendenziell  
langanhaltend ...

Baugewerbe in ausgewählten Volkswirtschaften <sup>1</sup>							
Prozent							
	Phase lebhafter Bautätigkeit <sup>2</sup>					Veränderung zwischen zyklischem Hoch und Tief <sup>5</sup>	
	Zeitraum	Durchschnittliche Wachstumsrate <sup>3</sup>	Wachstumsbeitrag <sup>4</sup>	Höchster Anteil am nominalen BIP	Höchster Anteil an der Beschäftigung	Reale Produktion	Beschäftigung
Deutschland	1988–94	3,1	9	6,3	8,5	-18	-20
Japan	1985–90	7,1	15	9,9	9,6	-21	-2
Spanien	1994–2004	4,9	11	9,7	13,2	-20	-19
USA	1983–86	8,3	9	4,7	5,0	-13	-8
	1992–2000	2,6	3	4,4	5,2		

<sup>1</sup> Definition der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (BIP nach Branche). <sup>2</sup> Phase anhaltenden durchschnittlichen Wachstums der realen Wertschöpfung im Baugewerbe von mindestens knapp 3% pro Jahr. <sup>3</sup> Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr. <sup>4</sup> Beitrag zum Wachstum des realen BIP in Prozent des BIP-Wachstums. <sup>5</sup> Veränderung zwischen dem zyklischen Hoch der Bautätigkeit und dem nachfolgenden Tief; Durchschnitt von bis zu drei erheblichen Abschwüngen seit 1970.  
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.6



... vor allem in Deutschland und Japan

In Deutschland und Japan war der jüngste Abschwung besonders ausgeprägt. In Deutschland gingen sowohl Produktion als auch Beschäftigung im Baugewerbe von 1994 bis 2004 um 30% zurück. Erst im Laufe des Jahres 2005 gab es schwache Anzeichen einer Wiederbelebung der Bautätigkeit. Auch das Baugewerbe in Japan hat sich noch immer nicht von dem Zusammenbruch des Immobilienbooms 1990 erholt. Die Produktion der Branche verringerte sich von 1990 bis 2003 ebenfalls real um fast 30%. Die Beschäftigung nahm jedoch leicht zu, da viele Arbeitnehmer aus dem Baugewerbe in Projekten des öffentlichen Sektors tätig waren, die im Rahmen der expansiven Fiskalpolitik in den 1990er Jahren lanciert wurden. Dennoch wirkte sich der Abschwung deutlich auf gesamtwirtschaftliche Messgrößen wie z.B. den privaten Konsum aus, denn die Löhne der Arbeitnehmer im Bausektor erfuhr erhebliche Einbußen.

Abschwächung am Markt für Wohneigentum müsste Konsum bremsen ...

Eine Abschwächung und niedrigere Preissteigerungen am Markt für Wohnimmobilien würden die Konsumausgaben auch über andere Kanäle tendenziell bremsen. Zunächst einmal wächst das Vermögen aus Wohneigentum langsamer (oder geht sogar zurück). In Zusammenhang damit wird es schwerer, Liquidität aus Wohneigentum abzuschöpfen, indem dieses als Sicherheit für Kredite verwendet wird. Australien, die Niederlande und das Vereinigte Königreich erlebten solche Phasen nachlassender Preissteigerungen bei Wohnimmobilien. In allen drei Fällen ging diese Entwicklung mit einer beträchtlichen Abschwächung des Wachstums des realen Konsums einher (Grafik II.11).

... doch bisher mäßige Auswirkungen

Allerdings wirkte sich zumindest in Australien und im Vereinigten Königreich die Verlangsamung der Preissteigerungen beim Wohneigentum weniger stark auf den Konsum aus als vielfach erwartet. In beiden Ländern hatten Veränderungen der realen Preise für Wohneigentum in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts sogar weniger Einfluss auf die Schwankungen des realen Konsums als in den vorangegangenen 25 Jahren. Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass die privaten Haushalte eine Korrektur der steil ansteigenden Preise in gewissem Maße vorwegnahmen. Eine andere wäre, dass die privaten Haushalte in Australien und im Vereinigten Königreich im jüngeren Umfeld soliden Wirtschaftswachstums und niedriger Arbeitslosigkeit ihre Ausgaben weniger

stark nach unten korrigierten als z.B. die privaten Haushalte in den Niederlanden während des Konjunkturabschwungs 2001–03. Hinzu kommt, dass die Preise für Wohnimmobilien in Australien und im Vereinigten Königreich zwar nicht mehr so rasch stiegen, aber in realer Betrachtung nicht nennenswert zurückgingen.

Sehr ungewiss bleibt, wie sich eine Abschwächung am Markt für Wohnimmobilien auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirken könnte. Der gegenwärtige Boom ist ungewöhnlich, was seine Dauer, seinen Umfang und die recht einheitliche Preisentwicklung im Ländervergleich betrifft. Die Wohnimmobilienpreise sind nicht nur in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, sondern auch in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften wie China und Korea drastisch gestiegen. Zudem haben sich gleichzeitig die Finanzierungsmöglichkeiten in vielen Ländern nachhaltig verändert. Auf der Angebotsseite steht Wohneigentümern ein breiteres Spektrum an Kreditverträgen offen. So ist die Kreditaufnahme mit Immobilien als Sicherheit preisgünstiger und leichter verfügbar geworden, was neuen Kategorien von privaten Haushalten Zugang zum Markt für Wohneigentum verschafft hat. Insbesondere wurde die Kreditvergabe an private Haushalte geringerer Bonität dort, wo die rechtlichen Rahmenbedingungen solche Kredite zulassen, erheblich ausgeweitet. Allerdings haben die niedrigen Zinssätze die Belastung durch den Schuldendienst trotz steigender Verschuldung bisher in Grenzen gehalten (Grafik II.10).

Weiterhin  
Ungewissheit über  
Folgen der  
Abschwächung am  
Markt für  
Wohnimmobilien

## Fiskalpolitik

Obwohl die Lage der öffentlichen Finanzen 2005 allgemein besser war als vor einem Jahr erwartet, blieben die Haushaltsdefizite in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hoch. Entsprechend der günstigen konjunkturellen Entwicklung wurde das ausgewiesene Defizit in den USA und in Japan gemessen am BIP um jeweils etwa einen Prozentpunkt und im Euro-Raum um rund ½ Prozentpunkt zurückgeführt (Tabelle II.7). Die – um konjunkturelle Effekte bereinigten – strukturellen Haushaltsdefizite verringerten sich ebenfalls, blieben in vielen Ländern aber auf einem Niveau, das weitere grundlegende fiskalpolitische Anpassungen angezeigt erscheinen lässt.

Verbesserung der  
öffentlichen  
Finanzen 2005 ...

Für die Verbesserung des US-Haushaltssaldos waren ein hohes Wachstum der Staatseinnahmen, insbesondere bei den Körperschaftsteuern, sowie die relativ starke Zurückhaltung bei den nicht diskretionären Ausgaben ausschlaggebend. Es wird erwartet, dass das Defizit 2006 infolge eines weniger dynamischen Einnahmenwachstums sowie bedingt durch die Kosten für den Wiederaufbau nach den Wirbelstürmen und die aktuellen Militäraktionen im Ausland in etwa unverändert bleibt.

... in den USA  
erheblich ...

Im Euro-Raum half das bescheidene Realwachstum, die Staatseinnahmenquoten leicht zu steigern, während die Ausgabenquoten im Großen und Ganzen stabil blieben. Allerdings verharrte das Defizit in vier Ländern des Euro-Raums (darunter Deutschland und Italien) über der Referenzmarke von 3%; in Frankreich lag es knapp darunter. In einem Umfeld, in dem sich das Wirtschaftswachstum den Prognosen nach dem Potenzial nähern dürfte, lassen

... und im Euro-  
Raum moderat

Jüngste Entwicklungen der Haushaltslage und mittelfristige Prognosen <sup>1</sup>											
	Finanzierungssaldo			Struktureller Haushaltssaldo <sup>2</sup>			Bruttoschuld		Veränderung der Haushaltslage auf mittlere Sicht <sup>3</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Jahr	Finanzierungs-saldo	Bruttoschuld
USA	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Euro-Raum	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Deutschland	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
Frankreich	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italien	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
Spanien	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Japan	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Vereinigtes Königreich	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Kanada	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australien	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	9 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Öffentlicher Gesamthaushalt in Prozent des BIP. <sup>2</sup> Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo in Prozent des BIP-Potenzials.  
<sup>3</sup> Veränderung in Prozentpunkten in dem angegebenen Jahr gegenüber 2005; Definition der einzelnen Länder. Ein positiver Wert zeigt ein geringeres Defizit/einen größeren Überschuss bzw. eine Verringerung der Bruttoschuld an. <sup>4</sup> Nettoschuld.  
Quellen: Europäische Kommission; IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.7

die Haushaltspläne im Euro-Raum für 2006 praktisch keine fiskalpolitische Straffung erkennen.

In Japan niedrigere Defizite, aber immer noch hohe Verschuldung

In Japan sank das Haushaltsdefizit schneller als erwartet, nämlich von über 8% des BIP in den Jahren 2002/03 auf gut 5% im Jahr 2005. Hinter dieser Verbesserung stehen die höher als erwartet ausgefallenen Einnahmen aus Körperschaft- und Einkommensteuern sowie einige Einsparungen im Nachtragshaushalt. Konjunkturbereinigt fiel das Haushaltsdefizit unter 5% des BIP. Nach einem Jahrzehnt hoher Defizite hat Japan jedoch mit über 170% des BIP die bei Weitem höchste staatliche Bruttoverschuldung unter den wichtigsten Industrieländern. Die Nettoschuld ist erheblich niedriger, aber mit rund 85% des BIP immer noch wesentlich höher als in den meisten anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Aussichten auf Haushaltskonsolidierung weiterhin ungewiss

Die Aussichten auf nennenswerte Fortschritte bei der haushaltspolitischen Konsolidierung nach 2006 sind in vielen Fällen weiterhin unsicher. In den USA wurde die Absicht bekannt gegeben, das Haushaltsdefizit des Bundes bis 2009 auf rund 1½% des BIP zu senken, wenngleich die Bestätigung konkreter Anpassungsmaßnahmen zur Erreichung dieses Ziels noch aussteht. Im Euro-Raum sind begrenzte fiskalpolitische Straffungen in nur maßvollem Tempo vorgesehen. Eine zentrale Frage dabei ist, inwieweit der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt durchgesetzt wird. Während die Meinungen hierüber auseinander gehen, sind die meisten wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger der Auffassung, dass die Neuregelung das „korrektive Element“ des Paktes (d.h. das Defizitverfahren) geschwächt habe und eine etwas größere fiskalpolitische Flexibilität erlaube. Deutschland sieht vor, sein Defizit 2007 im Wesentlichen durch eine Anhebung des Mehrwertsteuersatzes um 3 Prozentpunkte auf unter 3% des BIP zu senken. In Japan wurde beschlossen, den

Termin für die Erreichung des Gleichgewichts im Primärhaushalt um ein Jahr auf das Haushaltsjahr 2011 vorzuverlegen. Auch in diesem Fall müssen spezifische Maßnahmen zur Umsetzung des Ziels allerdings erst noch ausgearbeitet werden.

*Herausforderungen für die fiskalpolitische Tragfähigkeit*

Die grundlegende Voraussetzung für die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte – die staatliche Verschuldung soll langfristig nicht schneller wachsen als das nominale BIP – ist in den USA und im Euro-Raum seit 2001 und in Japan seit Ende der 1980er Jahre nicht mehr gegeben. Im Euro-Raum weiteten sich die strukturellen Haushaltsdefizite während des jüngsten raschen Aufschwungs sogar noch aus (Grafik II.12). In den USA verringerte sich das Strukturdefizit während der jüngsten Phase starken Wachstums (2002–05), allerdings viel weniger stark als während der Expansion der 1990er Jahre.

Fortbestand hoher Haushaltsdefizite ...

Der Fortbestand hoher Haushaltsdefizite trotz weltweit lebhaften Wachstums und niedriger Zinssätze hat Bedenken über die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den wichtigsten Industrieländern hervorgerufen. Verstärkt werden diese Bedenken durch drohende Haushaltsbelastungen infolge der demografischen Alterung und die damit verbundene Aussicht auf ein niedrigeres Potenzialwachstum.

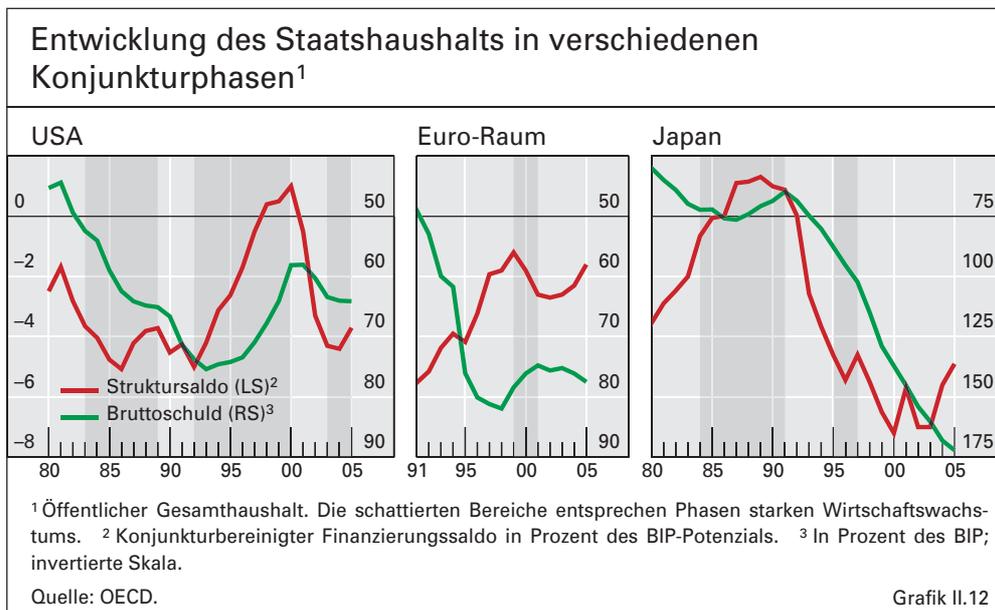
... verstärkt Bedenken zur Tragfähigkeit der Fiskalpolitik

Die Alterung der Bevölkerung wird die fiskalpolitische Tragfähigkeit in den kommenden Jahrzehnten zunehmend beeinflussen. Für die in Tabelle II.7 aufgeführten Länder wird erwartet, dass die staatlichen Ausgaben für Altersrenten bis 2050 im Durchschnitt um fast 3% des BIP steigen. Allerdings wird für die einzelnen Länder ein sehr unterschiedlicher Anstieg der Rentenausgaben projiziert. Im Vergleich zum Jahr 2000 soll das Verhältnis der Altersrenten zum BIP in Italien und im Vereinigten Königreich zurückgehen, sich in Spanien dagegen um 8 Prozentpunkte erhöhen.

Frage der Tragfähigkeit dringlicher infolge höherer Rentenausgaben ...

Die öffentlichen Ausgaben für Gesundheit und Langzeitpflege dürften massiv ansteigen. Projektionen der OECD zufolge könnten sie, wenn keine

... und steigender Gesundheitskosten



Maßnahmen getroffen werden, in den in Tabelle II.7 aufgeführten wichtigsten Industrieländern von durchschnittlich 7% des BIP im Jahr 2005 auf 13% im Jahr 2050 klettern. Darüber hinaus sind die erwarteten Ausgabensteigerungen für Gesundheit und Langzeitpflege im Gegensatz zu den Renten in allen Ländern recht einheitlich. Selbst unter Mitberücksichtigung der erwarteten Wirkung von Maßnahmen zur Eindämmung der Ausgabensteigerung in diesem Bereich würden sich die Durchschnittsaufwendungen immer noch um 3½ Prozentpunkte erhöhen und im Jahr 2050 10½% des BIP erreichen.

Zusätzliche Risiken durch geringeres Wachstum ...

Diese Projektionen gehen allesamt von relativ günstigen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen aus. Wüchse das Volkseinkommen langsamer als erwartet, würden sich die strukturellen Haushaltssalden noch schneller verschlechtern. Wenn der Alterungseffekt in der Bevölkerung nicht durch ein höheres Rentenalter und beschleunigte Produktivitätssteigerungen ausgeglichen wird, müssten sich der Euro-Raum und Japan auch auf einen deutlichen Rückgang des durchschnittlichen Potenzialwachstums einstellen. Dies unterstreicht wiederum die Notwendigkeit von Strukturreformen. Die USA dürften in dieser Hinsicht in einer günstigeren Lage sein. Sie dürften von der Abnahme des Bevölkerungswachstums weniger stark betroffen sein und hatten im letzten Jahrzehnt ein kontinuierlich höheres Produktivitätswachstum vorzuweisen.

... und höhere Zinssätze

Das Ausmaß des Problems der Staatsverschuldung wurde bis zu einem gewissen Grad von den niedrigen langfristigen Zinssätzen verdeckt. Die staatlichen Nettozinsszahlungen gingen in den USA von 2000 bis 2005 um 0,6 Prozentpunkte und im Euro-Raum um 0,8 Prozentpunkte des BIP zurück. In Japan sanken die Kosten für den Schuldendienst gemessen am BIP in diesem Zeitraum – trotz einer massiven Erhöhung der Staatsschuld – um 0,2 Prozentpunkte. Stiegen die langfristigen Zinssätze mehr als erwartet, wäre es für die fiskalpolitischen Entscheidungsträger also noch schwerer, den Staatshaushalt auf einen dauerhaft tragfähigen Pfad zu bringen. Hier stehen die USA aufgrund ihrer niedrigen gesamtwirtschaftlichen Sparquote ungünstiger da als andere Länder.

## Leistungsbilanzen

### *Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte verschärfen sich weiter*

Erneut sprunghafter Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits

Die Leistungsbilanzungleichgewichte weltweit vergrößerten sich 2005 erneut. Das US-Defizit erreichte \$ 800 Mrd. bzw. 6½% des BIP, was einem Anstieg von fast \$ 140 Mrd. innerhalb eines Jahres entspricht (Tabelle II.8). Während der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Raums in etwa ausgeglichen war, entwickelten sich die Leistungsbilanzen einzelner Mitgliedsländer in entgegengesetzte Richtungen: In Deutschland stieg der Überschuss auf über \$ 110 Mrd. (4% des BIP), und in Spanien kletterte das Defizit auf fast \$ 85 Mrd. (7½% des BIP). Japan verzeichnete mit rund \$ 170 Mrd. (3½% des BIP) weiterhin einen hohen Leistungsbilanzüberschuss. Eine Reihe kleinerer europäischer Volkswirtschaften wie Norwegen und die Schweiz wiesen ebenfalls große Überschüsse aus.

Leistungsbilanzsalden weltweit						
Mrd. US-Dollar						
	Durchschnitt 1991–2001	2002	2003	2004	2005	Nachrichtlich: 2005 <sup>1</sup>
USA	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Euro-Raum <sup>2</sup>	13	39	32	74	-16	-0,2
Deutschland	-21	41	46	102	115	4,1
Spanien	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Japan	105	112	137	171	168	3,7
Sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften	-3	34	55	48	44	0,8
China	14	35	46	69	161	7,2
Sonstige aufstrebende Volkswirtschaften Asiens	15	92	120	115	82	2,6
Lateinamerika	-49	-16	7	18	30	1,2
Mittel- und Osteuropa	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Ölexportierende Länder	5	87	143	239	417	9,6
Norwegen	9	24	29	35	49	16,7
Russland	12	29	35	59	84	11,0
Saudi-Arabien	-6	12	28	52	91	29,5
Ölimportierende Länder	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Fortgeschritten	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Aufstrebend	-34	89	128	127	168	1,8

<sup>1</sup> In Prozent des BIP. <sup>2</sup> Summe der Salden der einzelnen Länder des Euro-Raums.  
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.8

Einer der Hauptgründe für die wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichte waren auch 2005 die höheren Energiepreise. Die Handelsbilanz der fortgeschrittenen ölimportierenden Länder verschlechterte sich im Bereich Erdöl in einer Größenordnung von 1½% des betreffenden BIP. In den USA stiegen die Energieimporte im letzten Jahr netto um \$ 70 Mrd., was nahezu dem Gesamtzuwachs des Warenexports entspricht. Auf den Energiebereich entfällt inzwischen ein Drittel des US-Handelsbilanzdefizits.

Größere Defizite in fortgeschrittenen Volkswirtschaften infolge steigender Energiepreise

Durch die höheren Energiepreise verschob sich auch die Zusammensetzung der Leistungsbilanzüberschüsse erheblich. Der Überschuss der ölexportierenden Länder zusammengenommen wuchs von weniger als \$ 90 Mrd. vor dem Beginn des Ölpreisanstiegs im Jahr 2002 auf rund \$ 420 Mrd. im Jahr 2005. Auf die ölimportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften, deren Produktion in der Regel stärker erdölabhängig ist, hatten die hohen Ölpreise noch größere Auswirkungen. So verschlechterte sich z.B. die Handelsbilanz Chinas im Erdölbereich von 2002 bis 2005 um 4% des BIP. Dennoch stieg der Leistungsbilanzüberschuss der ölimportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt weiter und erreichte 2005 \$ 170 Mrd., verglichen mit etwa \$ 90 Mrd. im Jahr 2002. Vor dem Hintergrund eines unverändert kräftigen Exportwachstums und einer deutlichen Abschwächung des Importwachstums schnellte der Leistungsbilanzüberschuss Chinas auf \$ 160 Mrd. (7% des BIP) emp. Lateinamerika verzeichnete insgesamt ebenfalls einen

Veränderte Zusammensetzung der Überschüsse

wachsenden Überschuss, da eine Reihe von Ländern sowohl von steigenden Rohstoffpreisen als auch von einem größeren Exportvolumen profitierten (Kapitel III).

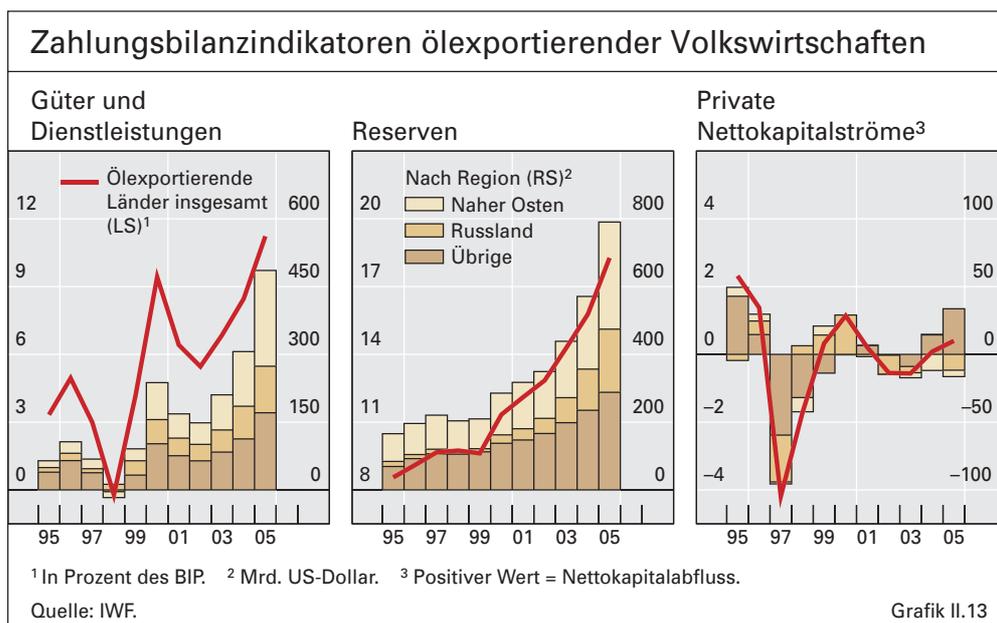
### Abbau globaler Ungleichgewichte und Verwendung der Öleinnahmen

Traditionelle Korrekturmechanismen weniger wirksam ...

Die traditionellen Kräfte, die eine Leistungsbilanzkorrektur begünstigen könnten, unterstützten die Herausbildung eines neuen globalen Gleichgewichts im Berichtszeitraum kaum oder wirkten ihm sogar entgegen. Der US-Dollar wertete im Verlauf des Jahres 2005 in realer effektiver Betrachtung um 4% auf, während der Yen an Wert verlor (Kapitel V). Die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens festigten sich moderat, doch dies reichte nicht aus, um die Handelsströme grundlegend zu verändern. In Australien und Neuseeland trugen reale effektive Währungsaufwertungen zu den anhaltend hohen Leistungsbilanzdefiziten (6% bzw. 9% des BIP) bei. Die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und anderen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verringerte sich zwar im Jahresverlauf, blieb aber beträchtlich und kam nach wie vor dem Dollar zugute. Die niedrigen langfristigen Realzinssätze schließlich begünstigten in den USA und anderen Ländern weiterhin das starke Nachfragewachstum bei den privaten Haushalten (einschl. der Investitionen in Wohneigentum).

... und möglicherweise weitere Verzögerung der Leistungsbilanzkorrektur durch hohe Ölpreise

Zudem könnte die Leistungsbilanzkorrektur vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Ölpreisschocks länger dauern als Ende der 1970er Jahre. Damals kehrten sich die hohen Leistungsbilanzüberschüsse der ölexportierenden Länder innerhalb weniger Jahre wieder um. Aus Angst vor einem Anstieg der Inflation und der Inflationserwartungen strafften die Währungsbehörden die Geldpolitik drastisch. Dies führte zu einer Rezession in den ölimportierenden Volkswirtschaften und entsprechend zu einem Einbruch der Ölnachfrage. Dank der allgemein gedämpften Inflation konnte die geldpolitische Antwort diesmal jedoch wesentlich gemäßigter ausfallen. So blieben weltweites Wachstum und Ölnachfrage hoch.



Die ölexportierenden Länder gaben 2005 offenbar einen geringeren Teil der Öleinnahmen für Importe aus als in den beiden vorangegangenen Jahren und auch weniger als während der früheren Ölpreisschocks. Im Jahr 2005 schnellte der Handelsbilanzüberschuss der ölexportierenden Länder auf über \$ 450 Mrd. empor, was mehr als der Hälfte der gesamten Öleinnahmen entsprach (Grafik II.13). Die ölexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften, auf die der größte Teil dieses Anstiegs entfiel, gaben nur rund die Hälfte der Mehreinnahmen aus dem Ölgeschäft für zusätzliche Importe von Gütern und Dienstleistungen aus. In den Jahren 2003 und 2004 sowie im Durchschnitt der früheren Ölpreisschocks waren dies etwa drei Viertel gewesen. Es dürfte Zeit brauchen, inländische Investitionsmöglichkeiten in den ölexportierenden Ländern aufzutun und wahrzunehmen – und zwar mehr Zeit als ein in erster Linie auf höheren Konsumausgaben beruhender realer Ressourcentransfer, wie er in den 1970er Jahren stattfand.

Geringere Neigung, Erdöleinnahmen für Importe zu verwenden ...

Die Art und Weise, wie die ölexportierenden Länder ihre Einnahmen wieder ausgeben, könnte auch die Wirksamkeit der Korrekturmechanismen beeinflussen. Die europäischen Länder haben von der zusätzlichen Importnachfrage der ölexportierenden Länder seit 2003 vermutlich stark profitiert. China gelang es ebenfalls, seinen Exportanteil zu erhöhen, während die USA deutliche Einbußen hinnehmen mussten. Die begrenzt verfügbaren Daten zeigen jedoch, dass ein Großteil der gestiegenen Überschüsse der Ölexporteure weiterhin in US-Wertpapieren angelegt wird, auch wenn eine erhebliche Diversifizierung zwischen den verschiedenen Anlagekategorien stattgefunden hat. Der Anteil von Unternehmensanleihen, Anleihen staatsnaher Emittenten und Aktien ist gestiegen (Kapitel VI). Ungeachtet der größeren Diversifizierung haben die Finanzanlagen der Ölexporteure aufgrund ihres Wachstums möglicherweise weiterhin den Dollar gestützt und dazu beigetragen, die langfristigen US-Zinssätze niedrig zu halten.

... und entsprechend größere Bedeutung von Finanzanlagen

### III. Anstehende Themen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

Die Wirtschaftsexpansion, die seit 2002 in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten ist, hat sich im Berichtszeitraum weiter gefestigt. In vielen Ländern war das lebhafte Wachstum von steigenden Exporten und großen Leistungsbilanzüberschüssen begleitet. Dadurch konnten die Auslandsschulden deutlich gesenkt und die Währungsreserven erneut kräftig erhöht werden. Die Haushaltslage verbesserte sich ebenfalls, und die Bilanzen wurden gestärkt. Das weiterhin hohe Verbraucher- und Anlegervertrauen spiegelte teilweise diese Faktoren wider. Anders als zuvor erwies sich die Inlandsnachfrage gegenüber den höheren Ölpreisen als bemerkenswert widerstandsfähig, selbst in den ölimportierenden Ländern.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren im gegenwärtigen Konjunkturzyklus von ungewöhnlich günstigen externen Rahmenbedingungen: einer starken globalen Nachfrage, beträchtlichen Verbesserungen der Terms of Trade in vielen Ländern und einer wesentlich erleichterten Auslandsfinanzierung. In diesem Zusammenhang lautet eine wichtige Frage, ob diese günstigen Bedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausreichend genutzt werden, um die Haushaltslage dauerhaft zu verbessern. Eine weitere Frage betrifft die Ungleichgewichte, die die Inflationsrisiken erhöhen oder zu untragbaren Preissteigerungen bei den Vermögenswerten führen könnten. Auch wenn die Inflation bisher in vielen Ländern unter Kontrolle gehalten wurde, sind die Aussichten angesichts volatiler Rohstoffpreise und sehr niedriger oder sogar negativer kurzfristiger Realzinssätze unsicher. Die plötzlichen Turbulenzen an den Finanzmärkten im Mai 2006 haben diese Unsicherheit noch verstärkt. In zahlreichen Ländern besteht eine der wichtigsten Herausforderungen für die Währungsbehörden darin, grundlegende Fehler, die die Wirtschafts- und Finanzstabilität gefährden könnten, zu vermeiden.

#### Gesamtwirtschaftlicher Überblick

Im vergangenen Jahr verzeichneten alle Regionen ein kräftiges Wachstum (Tabelle III.1). Darüber hinaus zeigen die korrigierten BIP-Zahlen für China, dass die bisherigen Wachstumsraten des Landes stark unterschätzt worden sind. In Indien beschleunigte sich das Wachstum, Korea hat das Kreditkartendebakel von 2003 überwunden, und in den meisten Ländern Südostasiens hielt sich die hohe Wachstumsrate. Auch Lateinamerika blieb trotz einer leichten Verlangsamung auf Expansionskurs, und in Brasilien und Mexiko erholte sich die Industrieproduktion zum Jahresbeginn 2006. In Argentinien, Chile, Kolumbien und Peru setzte sich das überdurchschnittlich hohe Wachstum fort,

Wirtschaftswachstum und Leistungsbilanzsaldo							
	Reales BIP <sup>1</sup>				Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>		
	Durchschnitt 2002–04	2005	2006		Durchschnitt 2002–04	2005	2006
			Erstes Quartal	Jahres- prognose			
Asien	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
China	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Hongkong SVR	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
Indien <sup>3</sup>	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Korea	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Sonstige <sup>4</sup>	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
Lateinamerika <sup>5</sup>	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentinien	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brasilien	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
Mexiko	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Mitteleuropa <sup>6</sup>	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Russland	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Türkei	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
Afrika <sup>7</sup>	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Naher Osten <sup>7</sup>	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Insgesamt <sup>8</sup>	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
<i>Nachrichtlich: G7</i>	<i>2,1</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,8</i>	<i>-376</i>	<i>-614</i>	<i>-710</i>

Anmerkung: Daten von 2006 basieren auf im Mai veröffentlichten Consensus-Prognosen sowie auf Angaben von JPMorgan Chase und dem IWF.

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Regionale Daten: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>2</sup> Mrd. US-Dollar. Regionale Daten: Summe der betreffenden Volkswirtschaften. <sup>3</sup> Jahresdaten beziehen sich auf das jeweils im April beginnende Haushaltsjahr. <sup>4</sup> Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>5</sup> Aufgeführte Volkswirtschaften sowie Chile, Kolumbien, Peru und Venezuela. <sup>6</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>7</sup> Nach IWF-Abgrenzung. <sup>8</sup> Aufgeführte Volkswirtschaften. BIP-Wachstum im 1. Quartal 2006: ohne Afrika und Naher Osten.

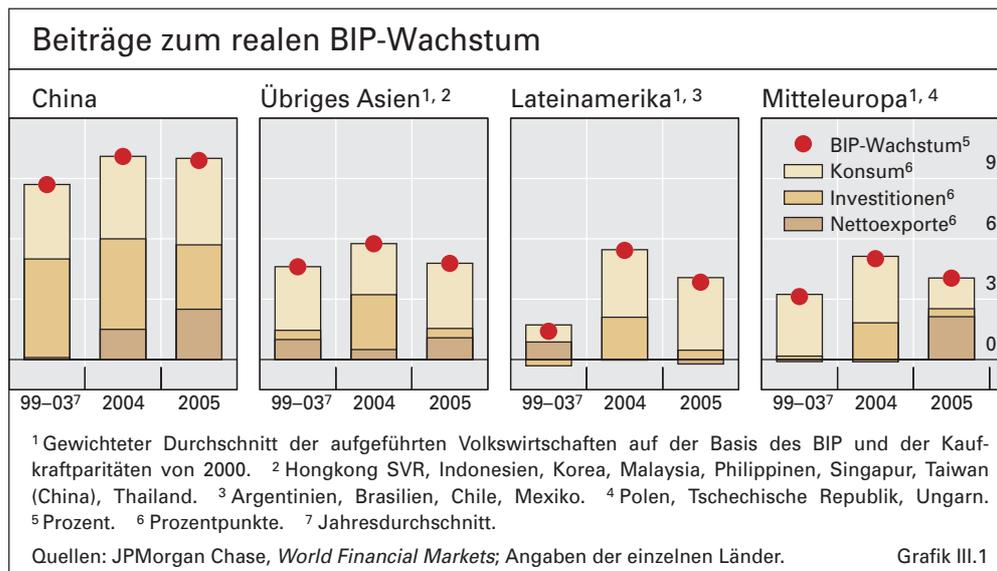
Quellen: IWF; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.1

und auch Mittel- und Osteuropa verzeichneten eine erneut starke Expansion der Wirtschaft. Allerdings hatten die Türkei und Ungarn mit höherer Marktvolatilität nach den Finanzturbulenzen zu kämpfen, die Anfang 2006 in Island begonnen hatten. Im Nahen Osten und in Afrika war das Wachstum aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise, insbesondere beim Öl, größtenteils kräftig.

#### Entwicklung der Nachfrage

Die Auslandsnachfrage spielte in einer Reihe von Ländern nach wie vor eine wichtige Rolle (Grafik III.1). Allgemein hielt sich die Nachfrage nach Exporten der aufstrebenden Volkswirtschaften auf ihrem äußerst hohen Niveau, und in den rohstoffexportierenden Ländern kam den verbesserten Terms of Trade besondere Bedeutung zu. Die Exportleistung der asiatischen Volkswirtschaften profitierte insbesondere von dem Ende der Abschwächung in der Elektronikbranche, die 2004 durch hohe Lagerbestände ausgelöst worden war. Im Gegensatz zu früheren Abschwungphasen gelang es den Unternehmen dieses Mal verhältnismäßig schnell, ihre überschüssigen Lagerbestände abzubauen. Überdies erwies sich die Abschwächung der globalen Nachfrage nach Hoch-

Anhaltend hohe  
Auslandsnachfrage ...



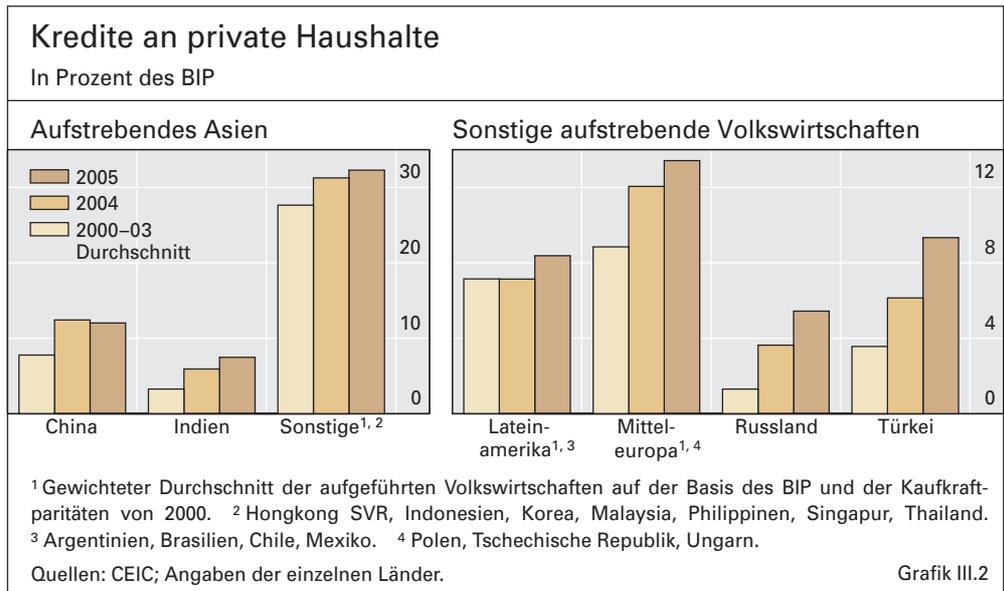
technologieprodukten als nur vorübergehend. In ihrer Gesamtheit spiegelten sich diese Entwicklungen vielerorts in hohen Exportzahlen und beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüssen wider.

Dennoch war der Wachstumsbeitrag der Auslandsnachfrage in den verschiedenen Volkswirtschaften unterschiedlich groß. In China nahm er im vergangenen Jahr besonders stark zu, und auch in der SVR Hongkong, in Korea und in Singapur war er nach wie vor hoch. Ähnliches galt für mehrere Volkswirtschaften Mitteleuropas, vor allem Polen und die Tschechische Republik, die ihre Handelsbilanzen deutlich verbessern konnten. Im Gegensatz dazu nahm der Wachstumsbeitrag der Nettoauslandsnachfrage in manchen ölexportierenden Ländern Asiens und in Lateinamerika ab.

In sämtlichen Regionen wurde das Wachstum durch die hohen Ausgaben der privaten Haushalte gestützt. Zu dem lebhaften privaten Verbrauch kamen in zahlreichen Ländern höhere Ausgaben für den Wohnbau hinzu. Dabei waren zwei Faktoren von Bedeutung:

Erstens wurden die Ausgaben der privaten Haushalte und das Konsumklima durch steigende Einkommen, sinkende Arbeitslosigkeit und hohe Preise für Vermögenswerte gestärkt. In China z.B. wurden die Ausgaben der privaten Haushalte 2005 durch einen kräftigen Zuwachs des realen Pro-Kopf-Einkommens sowohl in den Städten als auch in ländlichen Regionen (9½% bzw. 6%) unterstützt. In Indien und Korea spielten die Erholung der Einkommen in der Landwirtschaft bzw. verbesserte Vermögenspositionen der privaten Haushalte eine ähnliche Rolle. In Hongkong war der Aufschwung mit einem Wiederanstieg der Vermögenspreise verbunden. In Lateinamerika wurden ähnliche Einkommens- und Vermögenseffekte durch deutliche Verbesserungen der Terms of Trade begünstigt (s. weiter unten). In Argentinien und Chile erhielt der private Verbrauch im letzten Jahr durch die stark gestiegenen Reallöhne Auftrieb. Das Gleiche galt für mehrere Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas. In der Tschechischen Republik erholte sich die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern infolge der hohen Einkommen der privaten Haushalte. Auch in der Türkei nahmen bei rückläufiger Inflation

... aber auch hohe Ausgaben der privaten Haushalte ...



und sinkenden Zinssätzen die privaten Ausgaben für langlebige Konsumgüter erneut zu.

Zweitens verlieh die rasche Ausweitung der Kreditvergabe der Banken den Ausgaben der privaten Haushalte zusätzliche Dynamik. Dies zeigt sich in dem Verhältnis zwischen ausstehenden Krediten an private Haushalte und BIP, das in den letzten Jahren in vielen Ländern rasant zugenommen hat (Grafik III.2). Ein wichtiger Grund für diese Kreditexpansion waren die niedrigen Finanzierungskosten, die mit der weiterhin lockeren Geldpolitik verbunden waren (s. weiter unten). Eine Rolle spielten auch der Rückgang der Inflation, die weitere Deregulierung der Kreditmärkte, Steuernachlässe beim Kauf von Wohneigentum und weitreichende Innovationen im Finanzsektor, die immer mehr private Haushalte an die Hypothekenmärkte brachten.

... mit zusätzlicher Dynamik dank Bankkrediten

In Brasilien nahm die Kreditvergabe an die privaten Haushalte im vergangenen Jahr sprunghaft um 37% zu, nachdem den Banken als wirksamer Schutz gegen das Ausfallrisiko direkter Zugriff auf die Löhne ermöglicht worden war. In Saudi-Arabien trugen die schnell wachsende junge Bevölkerung sowie die Tatsache, dass Banken nun ihre Forderungen durch Lohnpfändung eintreiben können, zu einer ähnlich rasanten Kreditexpansion bei.

Im Gegensatz zu den kräftigen Ausgaben der privaten Haushalte blieben die gewerblichen Anlageinvestitionen – insbesondere die Investitionsausgaben des Unternehmenssektors – in den meisten Regionen auf relativ niedrigem Niveau (Tabelle III.2). Dies war vor allem in Asien der Fall, wo die gewerblichen Anlageinvestitionen in Relation zum BIP entweder weiter zurückgingen oder deutlich unter den vor den asiatischen Finanzkrisen 1997/98 verzeichneten Niveaus lagen. China bildete eine bedeutende Ausnahme von diesem Trend. Auch in Indien erholten sich die Gesamtinvestitionen angesichts robuster Unternehmensgewinne und steigender Aktienkurse.

Schwache gewerbliche Anlageinvestitionen in Asien ...

Dass die gewerblichen Anlageinvestitionen in mehreren Ländern Asiens trotz kräftiger Unternehmensgewinne und verbesserter Bilanzen gering waren, hat viele Beobachter überrascht. Es spricht allerdings Verschiedenes dafür,

... trotz kräftiger Gewinne

Anlageinvestitionen									
In Prozent des BIP									
	Investitionen in Wohneigentum <sup>1</sup>			Gewerbliche Anlageinvestitionen			Investitionen insgesamt		
	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>
Asien									
China	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Hongkong SVR	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
Indien <sup>4</sup>	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Korea	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Sonstige <sup>5, 6</sup>	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
Lateinamerika									
Argentinien	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brasilien	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Chile	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
Mexiko	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
Mittel- und Osteuropa <sup>5, 7</sup>	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Südafrika	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

<sup>1</sup> Einschl. nicht aufgliederbarer Bautätigkeit. <sup>2</sup> Südafrika: 1998. <sup>3</sup> Oder zuletzt verfügbare Daten. <sup>4</sup> Für das im April beginnende Haushaltsjahr. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>6</sup> Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>7</sup> Polen, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: CEIC; Datastream; Eurostat; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.2

dass sich der Spielraum bei den Unternehmensausgaben in den vergangenen Jahren teilweise vergrößert hat. Beispielsweise haben die Unternehmen seit den Krisen von 1997/98 ihre Schuldenquote deutlich verringert. In Korea ging diese in der Zeit von 1998 bis 2005 um etwa zwei Drittel auf 111% zurück. Darüber hinaus wurden Überkapazitäten wesentlich reduziert oder komplett abgebaut, und es fließen mehr Bankkredite an den Unternehmenssektor. In Korea, Indonesien und Malaysia etwa erhöhten sich die gewerblichen Anlageinvestitionen im vergangenen Jahr beträchtlich.

Heterogenes Bild in anderen Regionen

In Lateinamerika ist das Bild uneinheitlicher, wobei die Investitionen besonders in Brasilien starken Schwankungen unterworfen waren. Nach einem Zuwachs von über 10% im Jahr 2004 fiel hier das reale Investitionswachstum 2005 auf 2%. In Mexiko hing die jüngste Schwäche bei den gewerblichen Anlageinvestitionen mit einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit im Exportsektor zusammen. Der Anteil Mexikos an den Importen der USA beispielsweise ging von 2001 bis 2005 um etwa 1½ Prozentpunkte zurück. In Argentinien hingegen stiegen die gewerblichen Anlageinvestitionen in den beiden letzten Jahren wieder an. In Mittel- und Osteuropa sind die Investitionsquoten seit fünf Jahren rückläufig, u.a. infolge der geringen gewerblichen Anlageinvestitionen.

#### *Wachsender Inflationsdruck*

Niedrige Inflation, aber steigender Druck

Das dynamische Wachstum und die steigenden Rohstoffpreise führten in allen Regionen zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise. Dennoch blieb die Inflation im vergangenen Jahr in den meisten Ländern unter Kontrolle (Tabelle III.3). In China, wo die Produktion besonders kräftig wuchs, war die gemessene

Verbraucherpreise <sup>1</sup>							
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent							
	Verbraucherpreisanstieg				Kerninflation <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006		2004	2005	2006 April <sup>3</sup>
			April <sup>3</sup>	Jahres- prognose <sup>4</sup>			
Asien <sup>5</sup>	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
China	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Indien	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonesien	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Korea	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
Thailand	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Sonstige <sup>5, 6</sup>	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
Lateinamerika <sup>5</sup>	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentinien	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brasilien	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
Mexiko	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Sonstige <sup>5, 7</sup>	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Mitteleuropa <sup>5</sup>	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Polen	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
Tschechische Republik	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Ungarn	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Russland	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Südafrika	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Türkei	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

<sup>1</sup> Indien: Großhandelspreise. Periodendurchschnitt; Lateinamerika: am Periodenende. <sup>2</sup> Verbraucherpreisanstieg ohne Nahrungsmittel und Energie bzw. Definition des betreffenden Landes. <sup>3</sup> Oder zuletzt verfügbare Daten. <sup>4</sup> Im Mai veröffentlichte Consensus-Prognose. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>6</sup> Hongkong SVR, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China). <sup>7</sup> Chile, Kolumbien, Peru.

Quellen: IWF; OECD; CEIC; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle III.3

Inflation äußerst gering. In Indien und Korea schwächte sich die Inflation gegen Ende 2005 ab, nachdem sie 2004 deutlich gestiegen war. In mehreren asiatischen Ländern wirkte sich die Aufhebung der Ölsubventionen auf die Inflationsrate aus. In Lateinamerika verzeichneten Brasilien und Mexiko im zweiten Halbjahr 2005 überwiegend sinkende Inflationsraten. In Chile stieg die Inflation gegen Ende 2005 zwar an, doch die Kerninflation blieb gedämpft. In Argentinien und Venezuela war die Inflationsrate dagegen immer noch verhältnismäßig hoch. In Mitteleuropa war die Inflation im vergangenen Jahr in den meisten Ländern rückläufig, was nicht nur auf die Währungsaufwertungen zurückzuführen war, sondern auch auf einen stärkeren Wettbewerb im Einzelhandel. In der Türkei ging die Inflationsrate letztes Jahr abermals zurück und setzte somit ihren längerfristigen Trend fort.

#### Ausblick und Risiken

Die Prognosen für 2006 gehen für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften von einem nach wie vor starken oder sich gar beschleunigenden Wachstum aus. Dennoch wird erwartet, dass die Mehrheit der Länder weiter einen Leistungsbilanzüberschuss verzeichnet und die Inflation moderat bleibt. Natürlich sind solche Prognosen nicht frei von Risiken.

Starkes Wachstum für 2006 wahrscheinlich, aber eventuell Exportrückgang ...

... Überhitzung der Immobilienmärkte ...

Erstens bedeutet die anhaltende Abhängigkeit zahlreicher Länder vom exportgetriebenen Wachstum, dass sie gegenüber Schwankungen in den wichtigsten Industrieländern sowie in China anfällig sind. Länder mit umfangreicher Auslandsfinanzierung könnten außerdem von einem Wandel der Anlegerstimmung getroffen werden. Zweitens bergen auch die kreditfinanzierten Ausgaben der privaten Haushalte Risiken. Eine zu schnelle Ausweitung der Nachfrage nach Wohneigentum könnte zu einer Überhitzung am Immobilienmarkt führen, besonders in Asien. Dort sind die Immobilienpreise in den letzten beiden Jahren gestiegen, wenn es sich auch in mehreren Fällen (z.B. Hongkong, Singapur und Thailand) um eine Erholung von einem vorangegangenen Preisrückgang handelte. Für Korea stellte der Immobilienmarkt 2005 eine große Herausforderung dar, da die Immobilienpreise in der ersten Jahreshälfte in einigen Städten drastisch anstiegen. Die Behörden reagierten mit Stabilisierungsmaßnahmen (u.a. Steuererhöhungen, Beschränkungen für Hypothekenkreditgeschäfte zu Spekulationszwecken sowie der Ausweisung von zusätzlichem Bauland), um eine Abkühlung des Immobilienmarktes zu erreichen. In Südafrika kam es zu einem steilen Preisanstieg am Immobilienmarkt: Die Preise für Wohnimmobilien legten in den beiden vergangenen Jahren um 50% zu.

... und möglicherweise überschuldete private Haushalte

Ein drittes Risiko entsteht daraus, dass die Banken in vielen Ländern, insbesondere in Mitteleuropa, einen Großteil ihrer Risiken zu den privaten Haushalten verlagert haben, indem sie ihnen Kredite mit variabler Verzinsung oder in Fremdwährungen gewährten. Es ist schwierig abzuschätzen, ob die privaten Haushalte in der Lage wären, unerwarteten Schocks, die zu einer raschen Erhöhung ihrer Schuldenlast führen könnten, standzuhalten. Die Erfahrungen in Korea im Jahr 2003 haben außerdem gezeigt, dass eine schnell wachsende Verschuldung der privaten Haushalte, selbst in Landeswährung, hohe Schwankungen des Konsumverhaltens hervorrufen und das zukünftige Wirtschaftswachstum beeinträchtigen kann.

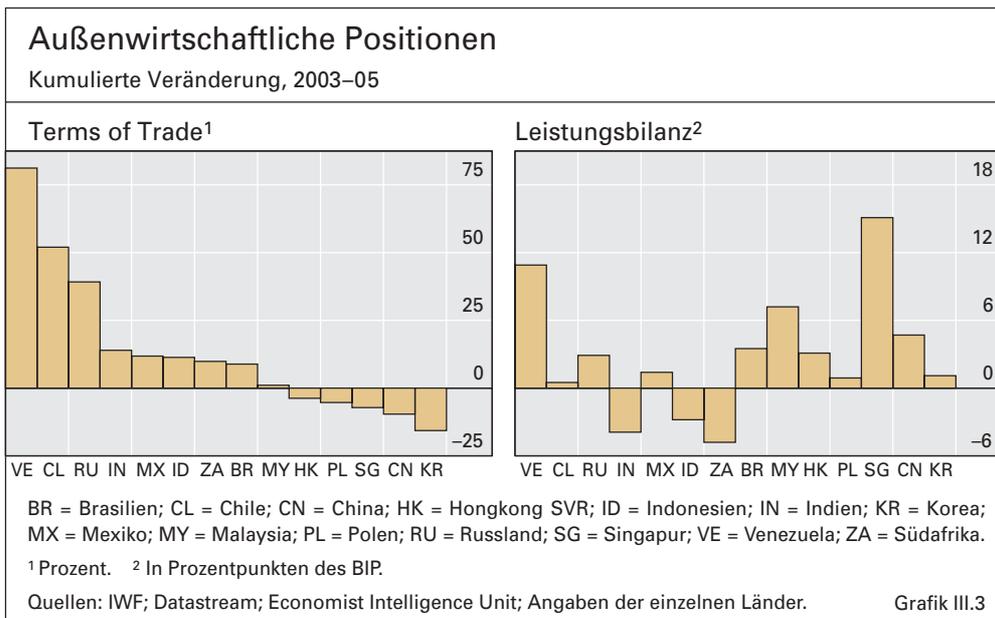
## Zwei bedeutende externe Herausforderungen

Zwei wichtige Entwicklungen der letzten Jahre waren die markanten Verschiebungen der Terms of Trade der aufstrebenden Volkswirtschaften und die anhaltend hohe Nachfrage nach Vermögenswerten dieser Länder. Solche Entwicklungen haben umfangreiche Auswirkungen, nicht nur auf das Wachstum, sondern auch auf die Fiskal- und die Geldpolitik.

### *Verschiebungen der Terms of Trade*

Massive Verschiebungen der Terms of Trade ...

Die Veränderungen der relativen Preise seit 2002 gingen mit massiven Verschiebungen der Terms of Trade der aufstrebenden Volkswirtschaften einher. Beispielsweise stiegen die Ölpreise von 2001 bis Anfang 2006 in Dollar gerechnet fast auf das Doppelte, nachdem sie in den 1990er Jahren deutlich gesunken waren. Auch die Preise für Industriemetalle und bestimmte Agrarrohstoffe schnellten in diesem Zeitraum empor. Gleichzeitig erhöhten sich die Preise in der verarbeitenden Industrie weltweit nur mäßig. So verzeichneten die rohstoffexportierenden Länder in den letzten Jahren sehr



umfangreiche Verbesserungen der Terms of Trade (Grafik III.3 links). Im Gegensatz dazu mussten Länder, in denen Industriegüter oder Dienstleistungen einen hohen Exportanteil haben und der Importbedarf an Erdöl hoch ist, beträchtliche Terms-of-Trade-Verluste hinnehmen.

Die Auswirkungen der Verschiebungen der Terms of Trade waren auch innerhalb der Gruppe der rohstoffexportierenden Länder unterschiedlich. Deutlich verbesserte Terms of Trade gingen in mehreren lateinamerikanischen Ländern mit höheren Leistungsbilanzüberschüssen einher (Grafik III.3 rechts): Brasilien, Chile, Kolumbien, Peru und Venezuela konnten allesamt einen starken Anstieg der Preise ihrer Hauptexportgüter verbuchen. Auch andere Regionen profitierten erheblich von höheren Exportpreisen, vor allem ölexportierende Länder wie Russland und Saudi-Arabien.

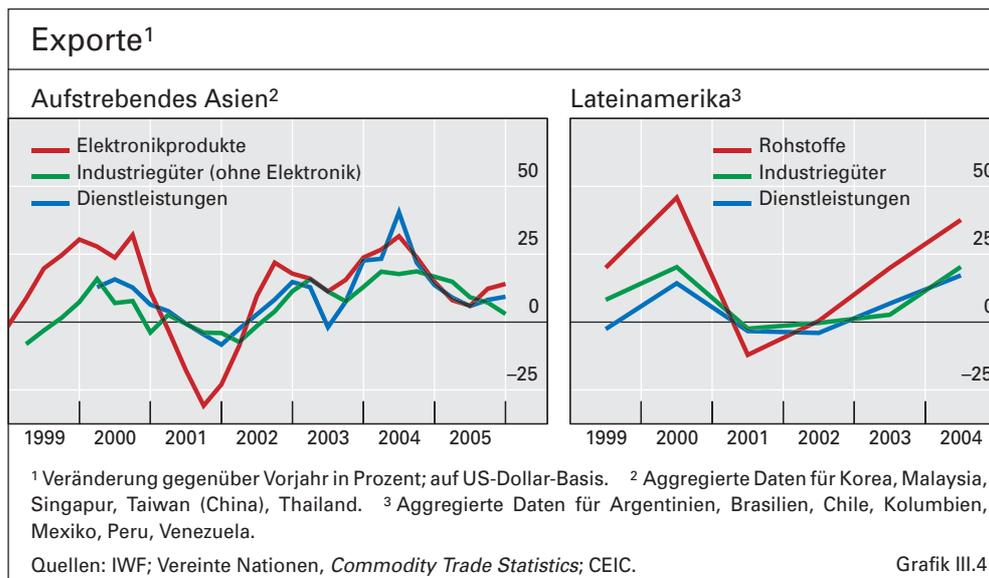
Gleichzeitig erhöhte sich in vielen Ländern mit günstigeren Terms of Trade auch das Exportvolumen deutlich. Dies galt nicht nur für Rohstoffexporte, sondern auch für ein breites Spektrum an Industriegütern und Dienstleistungen. Beispielsweise wurde der Rückgang der Exportpreise für Argentinien's Primärrohstoffe um 9% im letzten Jahr durch einen Anstieg des Exportvolumens um 27% mehr als ausgeglichen. Dagegen kam es in einigen anderen rohstoffexportierenden Ländern zu einer Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos, da gestiegene Importe und höhere Zahlungen bei den übrigen Komponenten das Exportwachstum bei Weitem überstiegen. Dies war der Fall in Südafrika, das im vergangenen Jahr ein Rekord-Leistungsbilanzdefizit von über 4% des BIP auswies.

Einiges deutet darauf hin, dass die negativen Auswirkungen von Terms-of-Trade-Verlusten auf die rohstoffimportierenden Länder geringer waren als erwartet. Dies gilt insbesondere für Asien, wo generell eine recht hohe Abhängigkeit vom Öl besteht. Trotz einer deutlichen Verlangsamung im letzten Jahr war das Exportwachstum in weiten Teilen Asiens nach wie vor kräftig (Grafik III.4), sodass die durch die Terms of Trade bedingten Verluste bis zu einem gewissen Grad ausgeglichen wurden. Ein Teil der zusätzlichen Ein-

... und entsprechend höhere Leistungsbilanzüberschüsse in einigen Ländern ...

... nicht zuletzt dank größerem Exportvolumen ...

... in anderen Ländern jedoch begrenzte Terms-of-Trade-Verluste



nahmen der ölexportierenden Länder wurde nämlich über den Außenhandel wieder an die asiatische Region zurückgeführt. Tatsächlich nahmen die Exporte der asiatischen Länder (ohne Japan) in die ölexportierenden Länder im ersten Halbjahr 2005 um 27% zu, und im Ergebnis verbuchten viele asiatische Volkswirtschaften immer noch hohe Leistungsbilanzüberschüsse.

Günstige Terms of Trade von Dauer?

Es stellt sich die Frage, ob die jüngste Verschiebung der Terms of Trade angesichts der traditionell hohen Preisschwankungen von Rohstoffen von Dauer sein wird. Auf der einen Seite ist es möglich, dass ein starkes Weltwirtschaftswachstum noch weitere Steigerungen der Rohstoffnachfrage nach sich ziehen wird. Die anhaltend lebhaftere Konjunktur in China weist in diese Richtung. Im vergangenen Jahr entfielen über 57% der zusätzlichen Nachfrage nach Aluminium auf China, bei Kupfer waren es 60% und bei Öl mehr als 30%. Dieser Trend könnte sich in Zukunft noch verstärken, falls die Nachfrage nach Öl und anderen Rohstoffen in Indien deutlich steigt. Auf der anderen Seite hat die Vergangenheit gezeigt, dass im Vergleich zu den Ölpreisen die Preise anderer Rohstoffe volatiler waren und eine stärkere Tendenz aufwiesen, zu ihrem Mittelwert zurückzukehren. Das mag zum Teil an den unterschiedlichen Marktstrukturen liegen, da durch den Kartellcharakter des Ölmarktes die Steuerung des Angebots erleichtert wird. An anderen Märkten (vor allem bei Agrarrohstoffen) reagiert das Angebot dagegen stärker auf das Preisniveau. Höhere reale Preise bei den Rohstoffen könnten die künftige Nachfrage dennoch dämpfen, besonders wenn technologische Innovationen zu einem effizienteren Rohstoffeinsatz führen.

#### *Große Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften*

Die Nachfrage nach Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften nahm im Berichtszeitraum zu. Die privaten Nettokapitalströme beliefen sich 2005 auf etwa \$ 254 Mrd., deutlich mehr als 2004 (Tabelle III.4) und weit über dem Niveau des Zeitraums 1998–2002. Auch im ersten Quartal 2006 wurden

Private Nettokapitalströme in aufstrebenden Volkswirtschaften					
Mrd. US-Dollar					
	Jahres- durchschnitt 1990–97 <sup>1</sup>	Jahres- durchschnitt 1998–2002	2003	2004	2005
<b>Aufstrebende Volkswirtschaften<sup>2</sup></b>					
Kapitalströme insgesamt	130	79	160	231	254
Direktinvestitionen	74	167	158	184	212
Portfolioinvestitionen	50	-3	-4	35	39
Sonstige private Kapitalströme	6	-85	7	12	3
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-78	70	229	311	511
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	2	-41	23	56	-46
<b>Asien</b>					
Kapitalströme insgesamt	55	-1	64	120	54
Direktinvestitionen	36	58	68	60	72
Portfolioinvestitionen	15	-5	4	4	-31
Sonstige private Kapitalströme	4	-54	-9	56	13
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-10	104	166	184	241
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	6	1	-18	2	5
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	-13	-17	14	34	-18
<b>Lateinamerika</b>					
Kapitalströme insgesamt	48	37	16	6	25
Direktinvestitionen	23	62	35	48	51
Portfolioinvestitionen	31	1	-8	-14	28
Sonstige private Kapitalströme	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-37	-53	7	18	30
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	3	12	6	-7	-25
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	5	1	7	8	2
<b>Mittel- und Osteuropa</b>					
Kapitalströme insgesamt	9	34	52	71	108
Direktinvestitionen	7	23	17	34	41
Portfolioinvestitionen	4	2	6	27	29
Sonstige private Kapitalströme	-2	9	30	10	38
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	4	1	3	9	4
<i>Nachrichtlich: Brennstoffexporteure</i>					
<i>Private Nettokapitalströme</i>	0	-9	13	5	5
<i>Leistungsbilanzsaldo</i>	9	60	109	189	347

<sup>1</sup> Brennstoffexporteure: 1994–97. <sup>2</sup> Einschl. Afrika, Gemeinschaft unabhängiger Staaten und Naher Osten. <sup>3</sup> Negatives Vorzeichen = Anstieg. <sup>4</sup> Einschl. Restposten.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*.

Tabelle III.4

offenbar hohe Kapitalströme verzeichnet, obwohl es in jüngster Zeit einige Schwankungen gab.

Beträchtlicher Anstieg der Nettokapitalzuflüsse

Die Nettokapitalzuflüsse nach Mitteleuropa und Lateinamerika erhöhten sich 2005 beträchtlich, während die privaten Nettokapitalzuflüsse nach Asien um die Hälfte zurückgingen. Ein Großteil der Veränderungen bei den nach Regionen aufgeschlüsselten privaten Kapitalströmen lässt sich durch die Kategorien „Portfolioinvestitionen“ und „Sonstige private Kapitalströme“ erklären. In Asien kehrte sich die Richtung der Nettoportfolioinvestitionen um, sodass es 2005 zu einem Kapitalabfluss kam (in dem sich zumindest teilweise erhebliche Bruttoabflüsse widerspiegelten), und auch die sonstigen privaten Kapitalströme (einschl. grenzüberschreitender Bankkredite) gingen zurück.

Ausländische Direktinvestitionen nach wie vor am wichtigsten

Der wichtigste Bestandteil der Nettokapitalströme sind immer noch die ausländischen Nettodirektinvestitionen, die 2005 \$ 212 Mrd. erreichten – ein leichter Anstieg gegenüber 2004. Auch die regionale Verteilung war 2005 ähnlich wie im Vorjahr: \$ 72 Mrd. an Asien, \$ 51 Mrd. an Lateinamerika und \$ 41 Mrd. an Mittel- und Osteuropa; der Rest verteilte sich zu gleichen Teilen auf Afrika und den Nahen Osten. In einigen Fällen waren die Bruttozuflüsse höher als die Nettozuflüsse, was auf die wachsenden Abflüsse von Direktinvestitionen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen war. Mehrere multinationale Konzerne mit Hauptsitz in den aufstrebenden Volkswirtschaften verfügen inzwischen über hohe Positionen im Ausland. Singapur und Russland z.B. hielten 2004 einen Bestand an Direktinvestitionen im Ausland von jeweils über \$ 100 Mrd. (dies entspricht 104% bzw. 18% des jeweiligen BIP). In Brasilien waren dies \$ 69 Mrd. (11,5% des BIP) und in China, Südafrika und Korea \$ 32–38 Mrd. (2,4%, 18% bzw. 4,7%).

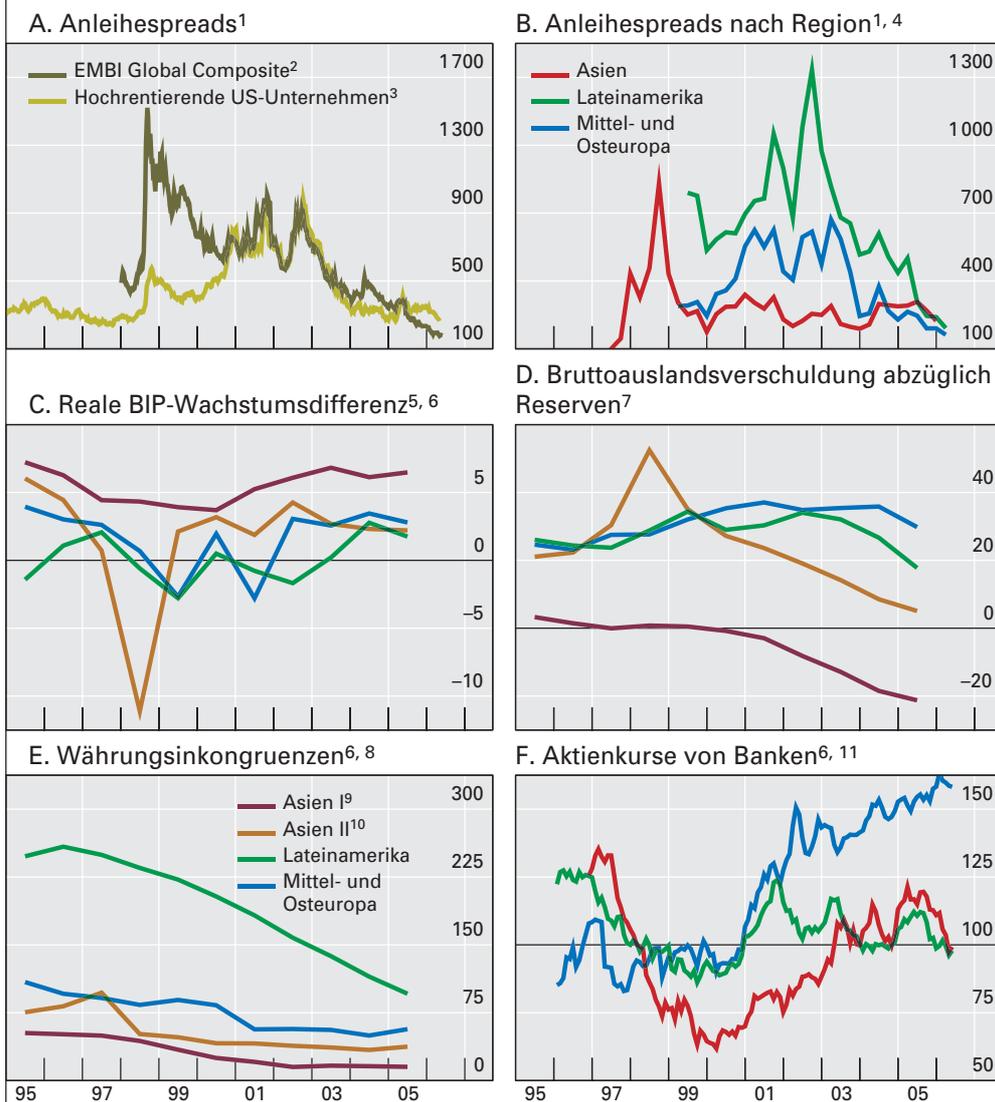
Bedeutende regionale Unterschiede

Die Nettozuflüsse waren in den verschiedenen Regionen und Volkswirtschaften sehr unterschiedlich. In Mittel- und Osteuropa, wo die wirtschaftliche Integration mit dem restlichen Europa weiter fortschreitet, überstiegen die Nettozuflüsse 6% des BIP. In Lateinamerika hingegen fielen sie wesentlich geringer aus. Lediglich eine kleine Gruppe von Ländern wies relativ hohe Leistungsbilanzdefizite mit entsprechendem Bedarf an umfangreichen Kapitalzuflüssen auf, insbesondere Südafrika, die Türkei und Ungarn. Ebenfalls ein Leistungsbilanzdefizit verzeichneten Indien, Mexiko und Polen.

Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften begehrter ...

Gegenwärtig bleibt unklar, inwieweit die gestiegenen Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften ein Ausdruck der lockeren Bedingungen an den Finanzmärkten der entwickelten Länder sind („Push“-Faktoren), die sich aufgrund der geldpolitischen Entwicklung oder eines Wandels der Marktstimmung ergeben haben. Anfängliche Befürchtungen, die Straffung der Geldpolitik in den USA würde zu einem Rückzug aus Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften führen, erwiesen sich als unbegründet, zumindest bis Mai 2006, als die Aktienkurse in vielen Ländern einbrachen. Die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen sind auch 2004 und 2005 noch gesunken, obwohl die US-Leitzinsen stetig erhöht wurden (Grafik III.5, Feld A). Bei den Staatsschuldtiteln mehrerer lateinamerikanischer Emittenten haben sich die Renditenaufschläge verringert. Auch Mittel- und Osteuropa konnten diesbezüglich stetige Verbesserungen verzeichnen. Die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen der von Krisen betroffenen asiatischen Länder, die nach der

## Aspekte der Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften



Anmerkung: Asien sowie Mittel- und Osteuropa in den einzelnen Feldern unterschiedlich definiert.

<sup>1</sup> Basispunkte. <sup>2</sup> Gegenüber US-Schatzpapieren gemäß Berechnung von JPMorgan Chase. <sup>3</sup> Differenz zwischen Indexrendite eines Korbs von US-Dollar-Unternehmensanleihen unterhalb „investment grade“ und 10-Jahres-Swapsätzen. <sup>4</sup> Teilindizes von EMBI Global. Regionaler Durchschnitt auf der Basis der Gewichtungen im EMBI Global Composite. <sup>5</sup> Regionale Wachstumsrate abzüglich G7-Wachstumsrate; Prozentpunkte. <sup>6</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>7</sup> In Prozent des BIP. <sup>8</sup> Anteil der Schulden in Fremdwährung an den Gesamtschulden dividiert durch das Verhältnis der Exporte zum BIP. <sup>9</sup> China, Indien, Taiwan (China). <sup>10</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. <sup>11</sup> Im Verhältnis zum marktbreiten Aktienindex, auf US-Dollar-Basis; 1996–2005 = 100.

Quellen: IWF; Bloomberg; Deutsche Bank Research; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik III.5

Krise auf durchschnittlich 830 Basispunkte geklettert waren, sind inzwischen zurückgegangen, liegen jedoch immer noch höher als Mitte 1997 (Grafik III.5, Feld B). Allerdings bleibt abzuwarten, wie sich die allgemeine geldpolitische Straffung in den wichtigsten Industrieländern auswirkt.

Im Hinblick auf diese „Push“-Faktoren gibt es eine Reihe von Erklärungen für die abnehmenden Renditeaufschläge auf Staatsanleihen. Da ist zunächst die Diversifizierung der Portfolios, die zunehmend auch Wertpapiere

... aufgrund weltweit reichlich vorhandener Liquidität ...

aufstrebender Volkswirtschaften enthalten. Außerdem ist die Liquidität an den Anleihemärkten der entwickelten Länder nach wie vor hoch. Dadurch wurden die Renditen langfristiger US-Anleihen 2005 auf niedrigem Niveau gehalten, und ein Renditestreben setzte ein. Dieser Effekt ließ zwar 2006 mit dem Anstieg der langfristigen Zinssätze in den USA nach, aber es ist bemerkenswert, dass sich die Renditenaufschläge auf US-Hochzinsanleihen gegen Ende des Berichtszeitraums stabilisierten, während die Spreads auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften weiter zurückgingen (Grafik III.5, Feld A). Eine solche Entwicklung lässt sich daher nicht allein auf die globalen finanziellen Rahmenbedingungen zurückführen. Sicherlich spielt auch die Einschätzung der Anleger eine Rolle, dass die grundlegenden Risiken von Anlagen in Schultiteln aufstrebender Volkswirtschaften abgenommen haben (mehr dazu in Kapitel VI).

... günstigerer  
Fundamentaldaten ...

Im Hinblick auf die „Pull“-Faktoren, die hinter den Kapitalzuflüssen stehen, sind vier wesentliche Verbesserungen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten in dieser Dekade zu nennen. Erstens haben Wirtschaftsreformen und die stärkere Integration in die Weltwirtschaft die Wachstumsraten der meisten Länder im Vergleich zu den wichtigsten entwickelten Marktwirtschaften angehoben (Grafik III.5, Feld C). Die Auswirkungen des EU-Beitritts von Ländern in Mittel- und Osteuropa, die stärkere Außenhandelsorientierung in Lateinamerika und die zunehmende Integration Chinas und Indiens in die Weltwirtschaft hatten eine stimulierende Wirkung auf das Wachstum in den betreffenden Ländern und brachten außerdem eine Steigerung der Nachfrage nach Gütern aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften mit sich.

... niedrigerer  
Auslands-  
verschuldung ...

Zweitens haben die Leistungsbilanzüberschüsse in mehreren Ländern einen Abbau der Nettoauslandsverschuldung möglich gemacht. Die Währungsreserven nahmen zu, und Auslandsverbindlichkeiten wurden getilgt, wobei Schulden gegenüber öffentlichen Gläubigern bzw. umgeschuldeten Verbindlichkeiten besondere Bedeutung zukam. In einigen Fällen wurden Auslandsschulden mithilfe von Währungsreserven abgebaut. Russland z.B. tilgte im vergangenen Jahr seine Schulden beim IWF und zahlte \$ 15 Mrd. an die Gläubigerländer des Pariser Clubs zurück. Brasilien beglich im Dezember 2005 Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF in Höhe von \$ 15,5 Mrd. sowie gegenüber dem Pariser Club in Höhe von \$ 2,6 Mrd., und im April 2006 zahlte das Land seine Brady-Anleihen zurück (was allerdings zum Teil durch neue Auslandsschulden finanziert wurde). Auch Argentinien tilgte seine ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber den internationalen Finanzorganisationen (Grafik III.5, Feld D). Nigeria erreichte im April 2006 als erstes afrikanisches Land eine vollständige Entschuldung gegenüber dem Pariser Club – von den Schulden über insgesamt \$ 30 Mrd. wurden \$ 12,4 Mrd. zurückgezahlt, und für den verbleibenden Betrag wurde ein Schuldenerlass gewährt. Den wachsenden Leistungsbilanzüberschüssen und Schuldentilgungen standen im Inland beträchtliche Erhöhungen der nationalen Sparquoten gegenüber. Ein bemerkenswertes Beispiel ist die Sparquote für Lateinamerika als Ganzes, die 2005 auf 22% des BIP anstieg, während sie zu Beginn dieses Jahrzehnts noch bei etwa 17% des BIP gelegen hatte.

Drittens sind die Währungsinkongruenzen geringer geworden (Grafik III.5, Feld E), denn im internationalen Bankkreditgeschäft werden die Kredite zunehmend in Landeswährung vergeben. Staatliche und andere Akteure an den Kapitalmärkten haben den Anteil ihrer auf Fremdwährung lautenden Schulden reduziert und in größerem Umfang inländische Schuldtitel begeben. Den BIZ-Statistiken zufolge stieg der gesamte Umlauf inländischer Anleihen und Notes von lateinamerikanischen Emittenten von \$ 228 Mrd. im Jahr 2000 auf \$ 379 Mrd. im Jahr 2005. Bei den ausländischen Schuldtiteln ergab sich im selben Zeitraum ein Rückgang von \$ 17 Mrd. Der Anteil der an den Wechselkurs gebundenen Schuldtitel ist an mehreren wichtigen inländischen Anleihemärkten zurückgegangen. In Brasilien beispielsweise verringerte sich der Anteil solcher indexierten Schuldtitel an der gesamten Staatsverschuldung von 37% im Jahr 2002 auf 2,3% im ersten Quartal 2006. Die inländischen Anleihemärkte haben auch an Tiefe gewonnen, und der internationale Handel mit inländischen Schuldtiteln nimmt rasant zu. Bedeutsam ist ferner, dass sich offensichtlich auch die Fristigkeitenstruktur der inländischen Staatsschuldtitel in einigen Ländern allmählich ausgeweitet hat. Die größere Tiefe der Märkte für Schuldtitel in Landeswährung bietet den globalen Anlegern neue Möglichkeiten, ihre Renditen merklich zu erhöhen. Da die Renditen inländischer Anleihen in aufstrebenden Volkswirtschaften stärker auf binnenwirtschaftliche Faktoren zu reagieren scheinen und gleichzeitig vergleichsweise wenig mit den Renditen in entwickelten Ländern oder anderen aufstrebenden Volkswirtschaften korrelieren, sind solche Wertpapiere auch eine Gelegenheit zur Diversifizierung.

... soliderer  
Bilanzen ...

Viertens haben sowohl die Nichtfinanzunternehmen als auch die Banken in den letzten Jahren ihre Finanzlage verbessert. Die Schuldenquote der Unternehmen ist zurückgegangen, und im Bankensystem wurden allgemeine und weitreichende Verbesserungen erzielt. Bei den Banken ist die Rendite der Aktiva gestiegen, und es gibt einige Hinweise darauf, dass sich ihre Bilanzen gefestigt haben. Ein weiterer einfacher Indikator ist das Verhältnis der Aktienindizes der Banken zu den marktbreiten Indizes, das sich nach einem drastischen Rückgang während der Krisen Ende der 1990er Jahre wieder erholt hat (Grafik III.5, Feld F).

... und verbesserter  
Bankensysteme

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Leistungsbilanzüberschüsse und verringerte Nettoauslandsschulden in Verbindung mit beträchtlichen Fortschritten bei Wachstum, inländischen Bilanzen und Bankensystemen die ausländische Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften deutlich belebt haben. Gleichzeitig darf nicht außer Acht gelassen werden, dass veränderte Rahmenbedingungen auch gewisse Risiken mit sich bringen. Zwar kann der Aufbau der inländischen Anleihemärkte disziplinierend auf die Fiskalpolitik wirken, indem Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich ungeeigneter Maßnahmen klar zum Ausdruck kommen. Doch in einigen Fällen mag dadurch die Versuchung stärker geworden sein, auf inflationäre Finanzierungsmaßnahmen zurückzugreifen. Zudem könnten die sich wandelnden Risikoengagements der inländischen Anleger Einfluss auf die Finanzstabilität haben. Einerseits ist es für die Marktentwicklung und für eine Diversifizierung der Risiken von Vorteil, wenn die Zahl der lokalen institutionellen Anleger

Dennoch Risiken

zunimmt. Andererseits gibt es Anhaltspunkte dafür, dass sich die Bestände an inländischen Staatsanleihen in einigen Ländern überwiegend in den Portfolios der Banken befinden und diese somit einem beträchtlichen Zinsänderungsrisiko ausgesetzt sind.

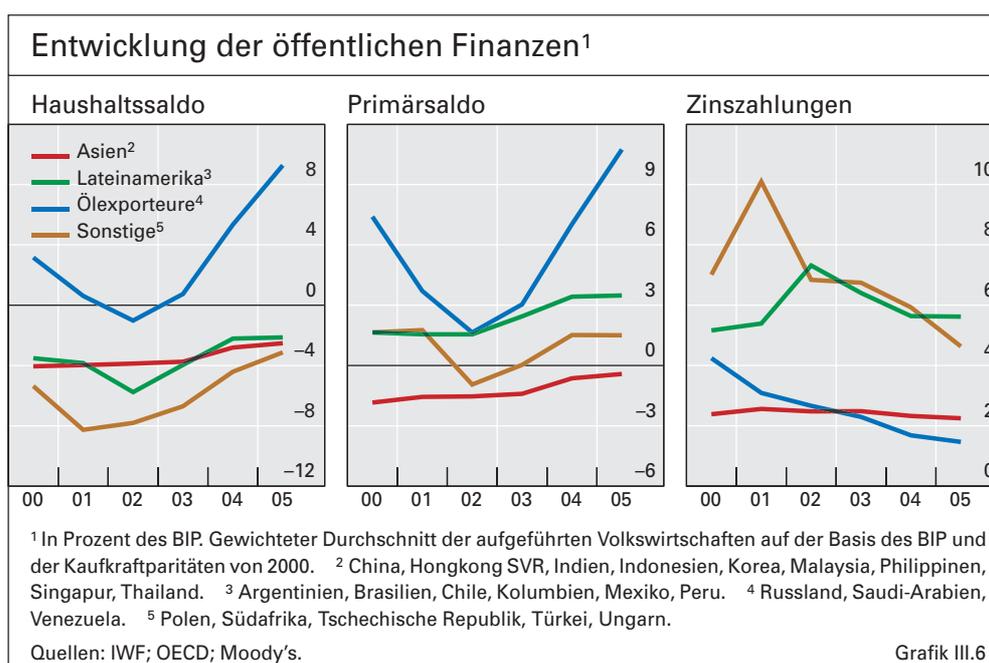
## Fiskalpolitik

Angesichts ihrer verbesserten Terms of Trade und leicht verfügbarer Finanzierungen wie auch vor dem Hintergrund der robusten Entwicklung der Weltwirtschaft stellt sich die Frage, ob die aufstrebenden Volkswirtschaften die günstigen Bedingungen ausreichend nutzen, um ihre Haushaltslage zu verbessern und insbesondere die Staatsverschuldung abzubauen. Die Rückführung der öffentlichen Verschuldung sollte für aufstrebende Volkswirtschaften vorrangig sein, da die meisten von ihnen offenbar eine „Schuldenintoleranz“ aufweisen. Mit anderen Worten: Bei einem Schuldenstand, der von entwickelten Ländern ohne Weiteres verkraftet werden kann, scheinen aufstrebende Volkswirtschaften nach wie vor gegenüber potenziellen Anspannungen im Finanzsektor anfällig zu sein.

### Wie viel fiskalpolitische Anpassung ist angezeigt?

In den letzten Jahren tendierten die Salden der öffentlichen Haushalte zu Überschüssen. In den in Grafik III.6 aufgeführten Ländern verbesserten sie sich von 2002 bis 2005 gemessen am BIP im Median um 2,3 Prozentpunkte. Bei den ölexportierenden Ländern fiel die Verbesserung besonders deutlich aus, während sie in Asien in den vergangenen zwei Jahren geringer war als in anderen Regionen. Unter den in der Grafik dargestellten Ländern erhalten im Allgemeinen diejenigen Länder Haushaltsüberschüsse aufrecht, bei denen die Staatsschuldenquote bereits gering ist (z.B. Chile, Korea und Thailand), sowie insbesondere die Ölexporteure (z.B. Russland, Saudi-Arabien und Venezuela).

Anstieg der  
Haushaltssalden ...



Dennoch bestehen in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften immer noch erhebliche Haushaltsdefizite (Median 2005: 1,6%).

Die Zinszahlungen der aufstrebenden Volkswirtschaften sind im Median zurückgegangen, in einigen Regionen sogar beträchtlich. In Argentinien und der Türkei sind die Zinssätze geradezu drastisch gefallen. Allgemein nutzten die Länder die günstigeren Finanzierungsbedingungen, um neue Schuldtitel zu vorteilhafteren Konditionen zu begeben. Dies erleichterte in einigen Ländern die vorzeitige Tilgung oder den Rückkauf bestehender kostspieliger öffentlicher Schuldtitel. Andere Länder sicherten sich die benötigten Finanzierungen frühzeitig, um von den niedrigeren Zinssätzen der letzten Quartale profitieren zu können. Schätzungen zufolge hatten die aufstrebenden Volkswirtschaften Ende Januar 2006 nahezu die Hälfte ihres Mittelbedarfs für 2006 bereits gedeckt.

... Rückgang bei Zinszahlungen ...

Der Trend des Primärhaushalts (Finanzierungssaldo ohne Zinszahlungen) gibt möglicherweise besseren Aufschluss darüber, ob die jüngsten Haushaltsentwicklungen von Dauer sind (Grafik III.6 Mitte). Der Überschuss des Primärhaushalts ist bei den Ölexporturen drastisch gestiegen, hat sich aber auch in anderen Ländern erhöht. So belief sich der Primärsaldo in Russland und Saudi-Arabien im Zeitraum 2004/05 auf durchschnittlich rund 8% bzw. 16% des BIP. Auch Argentinien, Brasilien, Chile und die Türkei wiesen beträchtliche Primärüberschüsse (rund 2–7% des BIP) auf. In Indien dagegen befindet sich der Primärsaldo nach wie vor im Minus, doch dieses Defizit verringert sich allmählich.

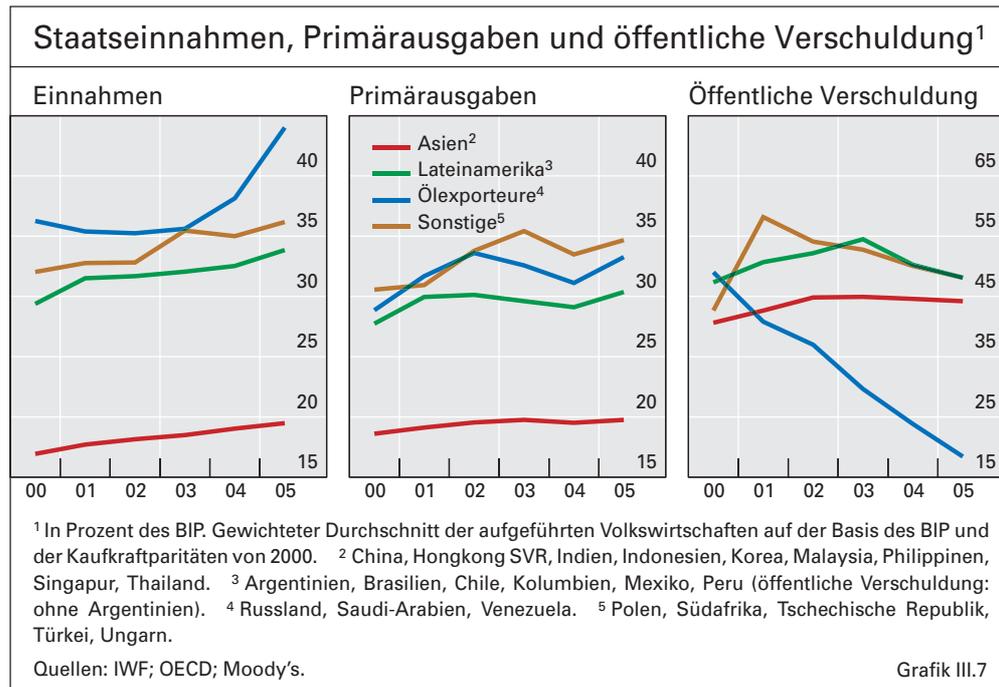
... und Aufwärtstendenz bei Primärsalden

#### *Aspekte der Anpassung von Einnahmen und Ausgaben*

Einige der jüngsten Verbesserungen bei den Primärsalden spiegeln vorübergehende oder konjunkturelle Faktoren wider. Dies lässt befürchten, dass es zu einer einschneidenden Umkehr der Haushaltsentwicklung kommen könnte, wenn die außergewöhnlich günstigen wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen weltweit nicht mehr gegeben sind. Zwar sind verlässliche und vergleichbare Schätzungen der strukturellen Haushaltssalden aufstrebender Volkswirtschaften nicht generell verfügbar. Doch erhält man einen Eindruck davon, ob die fiskalpolitischen Anpassungen einiger stark verschuldeter aufstrebender Volkswirtschaften von Dauer sind, wenn man analysiert, inwieweit die entsprechenden Maßnahmen mit Blick auf eine permanente Ausgabensenkung und Einnahmensteigerung ergriffen werden. Idealerweise sollten solche Maßnahmen so ausgelegt sein, dass möglichst keine Verzerrungen entstehen, die die Wohlfahrt und das Wachstumspotenzial reduzieren könnten.

Vielen aufstrebenden Volkswirtschaften fällt es ausgesprochen schwer, ihre Ausgaben zu senken. Ein Problem sind die festen Ansprüche an die Haushaltsmittel; dazu zählen Schuldzinsen, hohe staatliche Gehalts- bzw. Rentenzahlungen oder großzügige Sozialversicherungsleistungen. Damit haben u.a. Brasilien und die Türkei zu kämpfen. In Ländern wie China und Indien sowie in ölexportierenden Ländern haben Einnahmensteigerungen aufgrund des lebhaften Wirtschaftswachstums bzw. der zusätzlichen Einnahmen aus dem Ölgeschäft zu Forderungen nach höheren Löhnen oder Sozialausgaben

Ausgabensenkung schwierig



geführt. Abgesehen davon, dass dadurch Ausgabenkürzungen behindert werden, wird auch der Spielraum für nötige Ausgaben zur Verbesserung der Qualität des öffentlichen Dienstes oder zur Unterstützung besonders wichtiger Bereiche wie Gesundheit, Bildung und Infrastruktur kleiner. Wie aus Grafik III.7 ersichtlich, besteht bei den Ausgaben der aufstrebenden Volkswirtschaften neuerdings eine leichte Aufwärtstendenz.

In jüngster Zeit wirkten sich Ausgabenerhöhungen teilweise in geringerem Maße auf die Haushaltslage aus, weil der Anteil der Einnahmen am BIP in allen Regionen, aber natürlich besonders in den ölexportierenden Ländern gestiegen ist (Grafik III.7 links). Die Staatseinnahmenquoten sind in diesem Jahrzehnt im Median um rund 2 Prozentpunkte auf 27,1% im Jahr 2005 gestiegen (im Vergleich dazu betrug die Quote in einigen entwickelten Ländern im Median 38%). Diesen Einnahmensteigerungen standen in vielen Fällen keine entsprechenden Erhöhungen der Primärausgaben gegenüber.

Eine Sorge besteht darin, dass die Staatseinnahmenquoten trotz der jüngst beobachteten Steigerungen in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor vergleichsweise gering sind. Zum Beispiel machen in Indien und auf den Philippinen die Einnahmen etwa 18–20% des BIP aus und liegen damit deutlich unter dem Durchschnittswert von 29% in den USA, wo die Steuern im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern niedrig sind.

Eine weitere Befürchtung geht dahin, dass sich die Steigerungen der Einnahmenquoten bei einem Konjunkturabschwung umkehren, sofern nicht Strukturreformen mit dem Ziel einer dauerhaften Verbesserung der Haushaltslage erfolgen. Die in dieser Hinsicht erzielten Fortschritte sind unterschiedlich. Für die Philippinen beispielsweise wird aufgrund der seit Kurzem ausgedehnten Erhebung der Mehrwertsteuer mit deutlich mehr Einnahmen gerechnet. Dennoch wird das künftige Ausgabenwachstum wohl begrenzt werden müssen, um die verbesserte Haushaltsposition zu wahren. In Indien

Steigende Staatseinnahmenquoten hilfreich ...

... wenn auch in manchen Fällen immer noch gering ...

... und ohne Strukturreformen nicht von Dauer

schreibt das 2003 verabschiedete Gesetz über fiskalpolitische Verantwortung und Budgetmanagement vor, den laufenden Haushalt (ohne Investitionen) bis 2008 auszugleichen. Bei der Erweiterung der Steuerbemessungsgrundlage im Dienstleistungsbereich sind gewisse Fortschritte zu verzeichnen. In der Türkei soll die Steuerbemessungsgrundlage erweitert werden, um auch den umfangreichen informellen Sektor zu erfassen und die Einkommen- und Körperschaftsteuer auszudehnen. Diese Maßnahmen werden jedoch Zeit brauchen. In einigen Ländern haben die Staatseinnahmen inzwischen einen relativ hohen Anteil am BIP. Dies wurde jedoch häufig durch Steuern erreicht, die – wie die Besteuerung von Finanztransaktionen – einen stark verzerrenden Effekt haben. Wie eine jüngere Untersuchung des Einsatzes solcher Steuern in Brasilien zeigt, könnte die Hinwendung zu einem weniger verzerrenden Steuersystem das Wirtschaftswachstum fördern, ohne die Staatseinnahmen zu beschneiden.

#### *Herausforderungen durch Rohstoffpreisanstieg*

Seit 2003 stellen die Höhenflüge bei den Rohstoffpreisen die Fiskalpolitik vor zwei große Herausforderungen: Erstens mussten einige ölimportierende Länder – vor allem in Asien – über die Subventionen zur Senkung der Energiekosten entscheiden. Die steigenden Ölpreise haben die Kosten dieser Subventionen erhöht und die Verzerrungen verschärft, die sich ergeben, wenn die Verbraucher (und gelegentlich die Unternehmen) vor Preisänderungen abgeschirmt werden. In manchen Fällen wurden die Subventionskosten weitgehend an die staatlichen Ölgesellschaften weitergegeben, die die Endverbraucherpreise nicht anheben dürfen. Diese künstlich niedrig gehaltenen Preise führten zu Knappheiten, verleiteten lokale Ölgesellschaften zu Verkäufen ins Ausland und begünstigten den Schmuggel. Manche Länder haben mit der Streichung der Subventionen reagiert. In Thailand beispielsweise wurden 2005 die Brennstoffsubventionen aufgehoben, und in Indien sowie Indonesien wurden sie erheblich verringert, was zu einem sprunghaften Anstieg der entsprechenden Preise führte. Wie weiter unten erörtert, haben die zunehmenden Kosten der Haushaltssubventionen und die Bemühungen um deren Abbau die Inflation steil ansteigen lassen und dadurch die Geldpolitik erschwert.

Zweitens sollten die rohstoffproduzierenden Länder umsichtig auf die Haushaltseffekte reagieren, die sich aus den zusätzlichen Einnahmen durch die hohen Preise ergeben. Da die hohen Rohstoffpreise wahrscheinlich nur vorübergehender Natur sind, müssen entsprechende Ausgabenerhöhungen begrenzt werden, denn die Ausgaben dürften eher auf Dauer angelegt sein. Dadurch würde auch die unerwünschte prozyklische Tendenz der Staatsausgaben eingeschränkt. Außerdem sollte in Ländern, die Öl und andere nicht erneuerbare Rohstoffe exportieren, das Primärdefizit (ohne Rohstoffe) so gewählt werden, dass ein Teil der Rohstoff Erlöse in finanzielle Vermögenswerte investiert werden kann. Die Erträge aus diesen Vermögenswerten können später zur Ausgabenfinanzierung herangezogen werden, wenn das Rohstoffvorkommen erschöpft ist. In mehreren Ländern, darunter China und Russland, gibt es Ausgleichsfonds, denen die zusätzlichen Rohstoffeinnahmen zufließen. Auch in Mexiko wurde 2005 ein Gesetz verabschiedet, wonach zusätzliche Einnahmen aus dem Ölgeschäft zur Finanzierung von Investitionen der staatlichen

Zusätzliche  
Einnahmen nicht  
ausgeben

Unternehmen, insbesondere der Ölgesellschaft Pemex, und zur – beträchtlichen – Aufstockung eines Ölausgleichsfonds verwendet werden. In einigen Ländern war die Einrichtung oder der Betrieb solcher Fonds jedoch mit Herausforderungen verbunden. So hatte in Venezuela ein umfangreicher Streik in der Ölproduktion 2002 zur Folge, dass der makroökonomische Ausgleichsfonds stark schrumpfte. Zwar sind die zusätzlichen Öleinnahmen teilweise zum Aufbau von Währungsreserven und zur Schuldentilgung verwendet worden, doch der Fonds ist seit einiger Zeit nicht mehr aufgefüllt worden. Stattdessen werden erhebliche Mittel zur Finanzierung der laufenden Ausgaben aufgewandt.

Schuldenabbau in  
Russland

Welche fiskalpolitischen Fragen solche zusätzlichen Einnahmen aufwerfen, zeigen die jüngsten Erfahrungen in Russland, das seine Nettovermögensposition enorm verbessert hat. Die Bruttoverschuldung des Landes ist drastisch gesunken, nämlich von 96% des BIP 1999 auf einen voraussichtlichen Wert von 14% im Jahr 2005. Dies spiegelt teilweise die vorzeitige Tilgung von Schulden insbesondere gegenüber dem IWF und dem Pariser Club im vergangenen Jahr wider. Darüber hinaus hatten sich in dem 2004 eingerichteten Ölausgleichsfonds bis Ende 2005 Mittel in Höhe von \$ 43 Mrd. angesammelt. Die Primärüberschüsse sind ebenfalls gestiegen, und zwar von 2,7% des BIP 2002 auf knapp 8,7% 2005. Während die hohen Primärüberschüsse den sich aus den zusätzlichen Einnahmen ergebenden Druck auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage milderten, ist die Fiskalpolitik in jüngster Zeit deutlich gelockert worden. Vorschläge, einen größeren Anteil der zusätzlichen Öleinnahmen auszugeben, u.a. für Gehalts- und Rentenerhöhungen im öffentlichen Sektor und für zusätzliche Investitionen in die Infrastruktur, wecken Befürchtungen hinsichtlich einer Verschärfung des Inflationsdrucks. Die hohen Ölpreise könnten auch die Triebkräfte für mikroökonomische Reformen, darunter die Verbesserung der Steuerverwaltung, schwächen.

#### *Abbau und Tragfähigkeit der Verschuldung*

Die Staatsschuldenquoten der aufstrebenden Volkswirtschaften sind in den letzten Jahren im Allgemeinen zurückgegangen (Grafik III.7 rechts). Einen beträchtlichen Schuldenabbau verzeichneten insbesondere Indonesien, Russland, die Türkei und Brasilien sowie Argentinien nach dem Schuldentausch im Jahr 2005. In Asien hingegen blieben die Staatsschuldenquoten im Wesentlichen unverändert.

Staatsschulden-  
quote gesunken,  
aber immer noch  
hoch ...

Dennoch beträgt die Staatsverschuldung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Median immer noch rund 46% des BIP, was Bedenken bezüglich der langfristigen Tragfähigkeit der Verschuldung berechtigt erscheinen lässt. In Indien, in Argentinien, auf den Philippinen, in Brasilien und in der Türkei liegt der Verschuldungsgrad deutlich über diesem Wert, in mehreren asiatischen Volkswirtschaften (z.B. Korea und Thailand), in den öllexportierenden Ländern und in Chile jedoch darunter. Aus China wird eine vergleichsweise niedrige Staatsschuldenquote gemeldet, doch die Haushaltskonsolidierung ist nach wie vor ein wichtiges Ziel. Zudem bestehen im chinesischen Finanzsystem potenziell erhebliche Eventualverbindlichkeiten, und die beschlossenen sozial- und entwicklungspolitischen Ziele werden sich als kostspielig erweisen.

Am Beispiel der Türkei und Brasiliens werden einige der Herausforderungen im Zusammenhang mit einer hohen Staatsschuldenquote deutlich. In beiden Ländern trugen in diesem Jahrzehnt Wirtschaftswachstum und fiskalpolitische Änderungen zu beträchtlichen Primärüberschüssen bei (2005 7% bzw. knapp 5% des BIP), während Schuldendienst und Schuldenquoten u.a. bedingt durch niedrigere Zinssätze und Währungsaufwertungen erheblich zurückgingen. In der Türkei fiel die öffentliche Verschuldung 2005 im Verhältnis zum BIP gegenüber dem nicht weit zurückliegenden Höchststand von 107% auf 73%, in Brasilien von 65% auf 52%. In beiden Ländern deuten die Prognosen darauf hin, dass sich der Verschuldungsgrad – sofern es nicht zu einer drastischen Verlangsamung des Wachstums oder zu Zinserhöhungen kommt – weiter verringern könnte, wenn der aktuelle fiskalpolitische Kurs beibehalten wird. Geht man jedoch von anderen Annahmen aus, beispielsweise einem Wirtschaftswachstum und einem Zinsniveau entsprechend dem jeweiligen langfristigen Durchschnitt, gestaltet sich die Schuldenentwicklung weniger günstig. Der Schuldenstand sowohl der Türkei als auch Brasiliens ist anfällig gegenüber Zinsschocks, denn der Anteil der kurzfristigen oder an die Zinsentwicklung gebundenen Schuldtitel ist nach wie vor hoch. In beiden Ländern könnte deshalb die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft dadurch gestärkt werden, dass der bisherige Kurs weiterverfolgt wird, der bereits dazu beigetragen hat, dass die Verschuldung verringert und die Glaubwürdigkeit erhöht werden konnte.

... mit besonderen Herausforderungen

Auch in Indien ist das Erreichen einer langfristig tragbaren Schulden-situation mit Herausforderungen verknüpft, obwohl die Risiken dadurch gemildert werden, dass die Regierung keine Kredite in Fremdwährungen aufnimmt und die Banken einen Großteil der Staatsschuldtitel halten, ohne mit ihnen zu handeln. In den letzten Jahren ist das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts zwar erheblich abgebaut worden, es bleibt aber mit einem für 2005/06 prognostizierten Wert von 7,7% des BIP (gegenüber 10% im Zeitraum 2002/03) zu hoch.

Niedrigeres Haushaltsdefizit in Indien

## Geld- und Wechselkurspolitik

Vor dem Hintergrund einer robusten globalen Nachfrage wirkten sich die beiden großen Schocks, die die aufstrebenden Volkswirtschaften im Berichtszeitraum trafen – ein weiterer genereller Anstieg der Rohstoffpreise und eine erhöhte Nachfrage nach Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften –, wachstumsfördernd aus. Beide Entwicklungen vergrößern jedoch das Inflationsrisiko und stellen die Geldpolitik vor besondere Herausforderungen. Höhere Rohstoffpreise haben in der Regel sowohl für rohstoff-exportierende als auch für rohstoffimportierende Länder einen unmittelbaren preistreibenden Effekt, und die Exporteure verzeichnen darüber hinaus einen kräftigen Einnahmenschub. Eine stärkere Auslandsnachfrage nach Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften tendiert ebenfalls dazu, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren, und könnte sich durch entsprechend gelockerte finanzielle Beschränkungen inflationär auswirken. Die Kapazitätsreserven haben sich verringert, und in einigen Fällen haben sich die

Inflationsrisiko

Arbeitsmärkte verengt. Obwohl die Teuerung im Allgemeinen gering geblieben ist, wurde in manchen Ländern ein starker Preisauftrieb verzeichnet, und Inflationsrisiken treten deutlicher hervor.

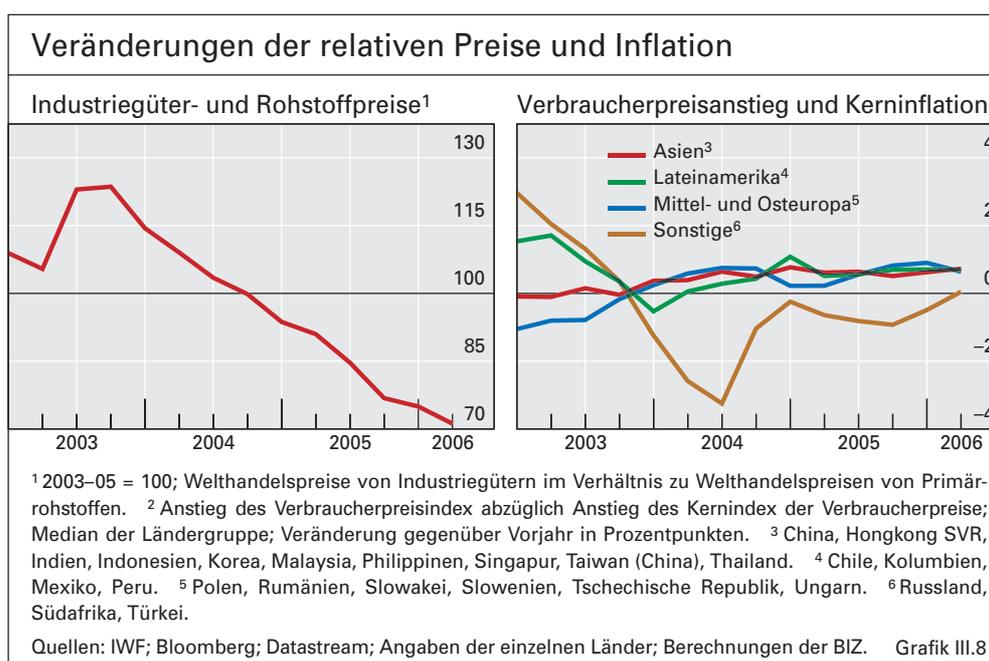
### Auswirkungen schockartiger Veränderungen der relativen Preise

Die Einschätzung schockartiger Veränderungen der relativen Preise erschwert die Geldpolitik. Die Rohstoffpreise sind gestiegen, während gleichzeitig die Preise für Industriegüter auf dem Weltmarkt nur mäßig angezogen haben (Grafik III.8 links). Wäre eine Umkehr des Preisschocks bei den Rohstoffen zu erwarten, würde dies im Allgemeinen nicht als eine wesentliche Gefahr für die Kerninflation angesehen. Länger anhaltende Veränderungen der relativen Preise stellen jedoch ein größeres Problem dar, wie jüngste Erfahrungen deutlich zeigen. Der Anstieg der Rohstoffpreise hat dazu geführt, dass Kerninflation und Verbraucherpreisanstieg bereits über einen längeren Zeitraum hinweg divergieren (Grafik III.8 rechts). Dadurch stellt sich die Frage, ob die Währungsbehörden bei ihrer Einschätzung der Inflationsrisiken und der Bestimmung des geldpolitischen Kurses die Kerninflation oder den Verbraucherpreisanstieg stärker berücksichtigen sollten.

Dabei sind zwei gegensätzliche Sachverhalte zu beachten: Erstens zeigen sich die Rohstoffpreissteigerungen (offenbar aufgrund einer stetig steigenden Nachfrage) von bemerkenswerter Dauer, sie haben die Inflationsrate bereits in die Höhe getrieben und könnten früher oder später die Inflationserwartungen beeinflussen. Zweitens liegen dennoch in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin keine klaren Hinweise auf höhere Inflationserwartungen und einen damit einhergehenden Lohndruck vor. Ähnlich wie in den entwickelten Ländern scheint sich das Preissetzungsverhalten in den aufstrebenden Volkswirtschaften grundlegend gewandelt zu haben (Kapitel II). Die Preise für Güter und Dienstleistungen (einschl. der Löhne) sind offenbar

Schocks bei den relativen Preisen erschweren Geldpolitik

Hohe Rohstoffpreise, aber stabile Inflationserwartungen



tatsächlich weniger anfällig gegenüber spezifischen Preisschocks oder sogar gegenüber Schwankungen der Kapazitätsauslastung geworden.

Daraus ergeben sich ebenfalls gegensätzliche Implikationen für die Geldpolitik. Auf der einen Seite dürften stetig steigende Rohstoffpreise eher dafür sprechen, die Inflationserwartungen ins Visier zu nehmen und den Verbraucherpreisanstieg stärker zu gewichten. Auf der anderen Seite würden grundlegende Veränderungen des Preissetzungsverhaltens eine zurückhaltendere geldpolitische Reaktion nahe legen, weil davon auszugehen wäre, dass die Inflationsrate wieder in die Nähe der Kerninflationsrate zurückkehren wird.

Inflation steigt oder fällt ...

Ob sich die Kerninflation in Richtung Inflation bewegt oder umgekehrt, ist nicht leicht zu beurteilen. Dabei müssen Einschätzungen getroffen werden über die Dauerhaftigkeit des Preisschocks bei den Rohstoffen wie auch über die Veränderungen des Preisbildungsprozesses, die den Kernindex der Verbraucherpreise bisher anscheinend verankert haben. In letzterer Hinsicht spielt China eine Schlüsselrolle, da die Inflation hier derzeit sehr niedrig ist, obwohl die Wachstumsrate hoch genug ist, um Druck auf die Rohstoffpreise weltweit auszuüben. Eine Erklärung könnte in dem beträchtlichen Produktivitätszuwachs der verarbeitenden Industrie liegen. Dabei könnte es sich durchaus um ein längerfristiges Phänomen handeln, das Löhne und Preise in China ebenso wie in anderen Ländern nachhaltig beeinflussen wird.

... in Abhängigkeit von den Bestimmungsfaktoren der Preisbildung

China hat jedoch früher nach langen Phasen raschen Wachstums jeweils Inflationsschübe verzeichnet. Es ist auch möglich, dass die Inflation in China bereits steigt, dies aber noch nicht sichtbar ist, da der Preisindex den Auftrieb der Dienstleistungspreise unzureichend widerspiegelt. Außerdem scheint der Inflationsdruck in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften schon recht hoch.

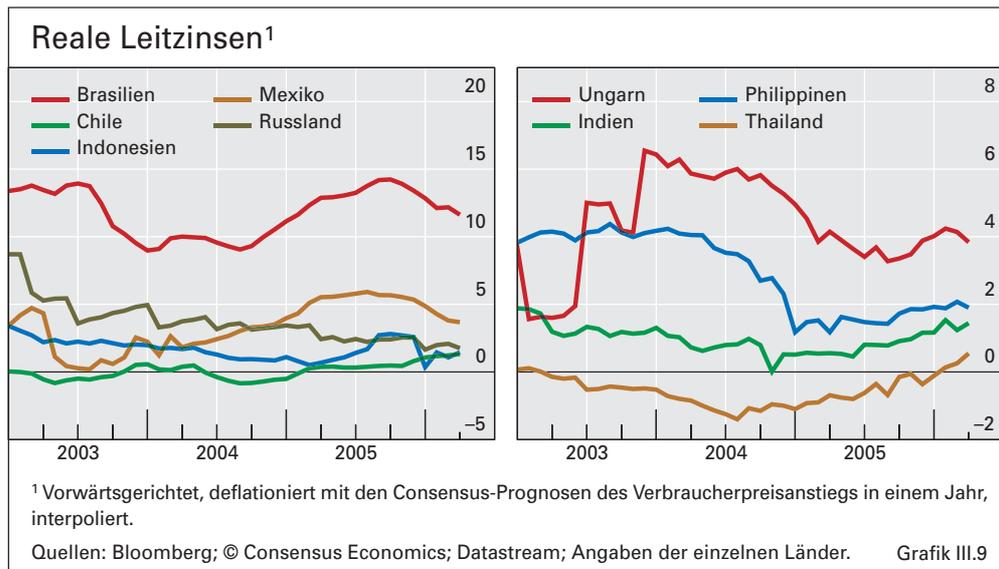
Nach wie vor Inflationsrisiko

Angesichts dieser Unsicherheiten haben die in den letzten Jahren beobachteten schockartigen Veränderungen der relativen Preise zu unterschiedlichen geldpolitischen Reaktionen geführt, wobei die allgemeine Tendenz in Richtung Straffung ging. Einige rohstoffexportierende Länder haben sich eher auf den Verbraucherpreisanstieg als auf die Kerninflation konzentriert. In Brasilien, Chile und Mexiko wurden die Leitzinsen vergleichsweise früh angehoben, was eine Erosion der Ex-ante-Realzinsen verhinderte, als die Inflationsprognosen nach oben tendierten (Grafik III.9). In Russland hingegen zeigten die Realzinsen eine rückläufige Tendenz.

Frühzeitiges Reagieren hat sich gelohnt

In einigen asiatischen Ländern konzentrierte sich die Geldpolitik zunächst nicht auf den Verbraucherpreisanstieg, sondern auf die Kerninflation, da angenommen wurde, dass die Rohstoffpreisschocks vorübergehender Natur seien und sich wahrscheinlich nicht auf die Inflationserwartungen auswirken würden. Später allerdings, als man den Eindruck gewann, die Preisschocks seien dauerhafter, wurden die Leitzinsen sprunghaft erhöht. In mehreren ölimportierenden Ländern (z.B. Indien, Indonesien, Malaysia und Thailand) schwächten Subventionen für die Energieverbraucher die Auswirkungen der höheren Ölpreise auf den Preis im Inland anfänglich ab. Als sich jedoch die Rohstoffpreisschocks als nachhaltiger als erwartet herausstellten, erzwangen steigende Kosten (2005 in Indonesien auf 3½% des BIP) in einer Reihe von

Inflationsschub durch Aufhebung der Subventionen ...



Ländern einschneidende Kürzungen der Energiesubventionen. Zudem wurden die Zinsen angehoben, um zu verhindern, dass die Inflationserwartungen entsprechend revidiert würden.

... doch unterschiedliche Reaktionen

In Indonesien übertraf der Zinsanstieg den Inflationsschub, der mit den erst in letzter Zeit erfolgten Kürzungen der Energiesubventionen verbunden war, doch wirkte sich das deutliche Anziehen des Preisauftriebs trotzdem auf die Inflationserwartungen aus. Am Devisenmarkt und am Markt für inländische Anleihen kam es zu einer Erschütterung, da die höheren Leitzinsen zu einem Rückzug aus Investmentfonds mit Anlagen in Staatsanleihen führten. Danach beruhigte sich die Lage, und die Rupiah hat seither wieder zugelegt. In Thailand, wo der Realzinssatz negativ, die Inflation aber niedrig gewesen war, wurden die Leitzinsen rasch angehoben, als deutlich wurde, dass die Inflationserwartungen revidiert würden, und der Preisauftrieb zunahm. Auf den Philippinen war der Realzinssatz höher, und die Währungsbehörden zögerten länger mit einer Zinsanhebung, obwohl die Inflationsrate im Jahr 2004 wegen angebotsseitiger Faktoren gestiegen war. Durch die Straffung im Jahr 2005 stabilisierte sich der Preisauftrieb, setzte sich aber 2006 erneut fort.

#### *Reaktionen bei Aufwertungsdruck*

Dilemma infolge Aufwertungsdrucks

Wenn in einem Land die Nachfrage kräftig zunimmt, die Leistungsbilanz dank Terms-of-Trade-Gewinnen einen Überschuss ausweist und lebhaft Kapitalzuflüsse verzeichnet werden, gerät die Währung oft unter starken Aufwertungsdruck. Dies führt zu einem Dilemma für die Währungsbehörden. Sie können die Währungsaufwertung entweder zulassen oder sie durch eine Lockerung der Geldpolitik bzw. durch Interventionen am Devisenmarkt zu verhindern suchen. Wird eine Aufwertung zugelassen, könnte dies die Inflationsrisiken mildern, in Exportländern die Preis- und Einkommenseffekte der höheren Rohstoffpreise abschwächen, in Ländern mit hoher Nachfrage den Druck auf die Produktionskapazitäten verringern und in Ländern mit beträchtlichen Kapitalzuflüssen die Tendenz zu lockereren finanziellen Rahmenbedingungen

reduzieren. Eine sehr hohe oder rasche Währungsaufwertung kann allerdings Befürchtungen bezüglich einer Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit wecken.

Wird die Aufwertung durch eine Lockerung der Geldpolitik oder durch Interventionen am Devisenmarkt verhindert, kann dies andere Herausforderungen mit sich bringen. In Ländern mit Inflationsziel wäre eine Lockerung der Geldpolitik nur dann angemessen, wenn erwartet würde, dass die Währungsaufwertung den Preisauftrieb unter den Zielwert senkt. Dies dürfte allerdings weniger wahrscheinlich sein, wenn es sich bei der Aufwertung um eine Gleichgewichtsreaktion auf expansive Kapitalzuflüsse oder positive Terms-of-Trade-Schocks handelt. Unter diesen Umständen könnte eine Lockerung der Geldpolitik die Inflationsrisiken verschärfen.

Lockerung  
manchmal  
angemessen

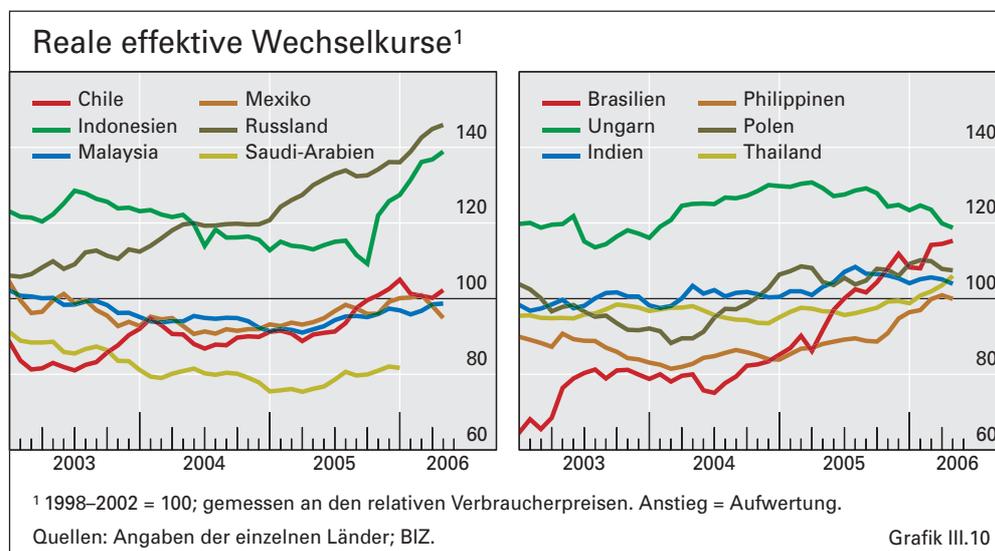
Wird der Druck auf den Wechselkurs als vorübergehend beurteilt (z.B. weil damit gerechnet wird, dass sich bestimmte Kapitalzuflüsse umkehren oder die Terms of Trade wieder auf ein niedrigeres Niveau sinken), sind sterilisierte Devisenmarktinterventionen zur Verhinderung einer Aufwertung möglicherweise einer Lockerung der Geldpolitik vorzuziehen. Je länger jedoch die Interventionen anhalten, umso schwieriger gestaltet sich die Sterilisierung, was wiederum zu einer unerwünschten Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen im Inland führt und Inflationstendenzen verstärkt. Aber auch bei einer vollständigen Sterilisierung könnten groß angelegte Interventionen aufgrund des dafür erforderlichen Volumens an Schultitelemissionen zu Verzerrungen an den inländischen Finanzmärkten führen.

Devisenmarkt-  
intervention als  
mögliche  
Vorbeugung gegen  
Fehlentwicklungen

#### Geld- und währungspolitische Reaktionen und Wechselkurssysteme

Die einzelnen Länder haben auf das genannte Dilemma sehr unterschiedlich reagiert. Eine Rolle spielte dabei der jeweilige strategische Rahmen der Geld- und Währungspolitik. Einige Länder – typischerweise solche, die ein Inflationsziel verfolgen – entschieden sich angesichts von Veränderungen der nominalen Wechselkurse für eine größere Wechselkursflexibilität. Unter den rohstoffexportierenden Ländern beispielsweise, bei denen aufgrund der

Aufwertung in  
einigen Ländern  
zugelassen



Terms-of-Trade-Gewinne ein Aufwertungsdruck zu erwarten war, legte der nominale Wechselkurs in Brasilien und in Chile von Anfang 2005 bis Anfang 2006 tatsächlich deutlich zu. Entsprechend stieg auch der reale effektive Wechselkurs erheblich an (Grafik III.10). Andere Länder dagegen entschieden sich für eine größere Stabilität des nominalen Wechselkurses. Dazu gehören Argentinien und Russland, die ein hybrides Wechselkurssystem aufweisen, sowie Saudi-Arabien und Venezuela, deren Wechselkurs gebunden ist. Mit Ausnahme Saudi-Arabiens ist der reale Wechselkurs der Währungen dieser Länder dennoch gestiegen, weil sich der Preisauftrieb verstärkte. In Russland haben die Behörden die Notwendigkeit anerkannt, eine weitere nominale Aufwertung der Währung zuzulassen, um der zunehmenden Liquidität entgegenzuwirken und den Nachfrageüberhang zu verringern.

Umfangreiche Interventionen in Asien

In China und fast allen anderen Ländern Asiens haben die Behörden über mehrere Jahre hinweg massiv interveniert, um Aufwertungen zu bremsen. Infolge der anhaltenden umfangreichen Interventionen lagen Chinas Währungsreserven Ende April 2006 bei \$ 875 Mrd. Die ölexportierenden Länder haben wesentlich zum höheren Bestand an ausländischen Finanzanlagen in Form von Währungsreserven beigetragen (Tabelle III.5). In anderen Ländern scheint sich der Aufbau von Währungsreserven gegenüber dem rasanten Tempo in den Jahren 2003 und 2004 verlangsamt zu haben. Die Sterilisierungen waren unterschiedlich ausgeprägt, aber ein Anhaltspunkt für ihre potenziellen Auswirkungen auf die lokalen Finanzmärkte ist das Verhältnis zwischen Währungsreserven und umlaufenden Staatsschuldtiteln. Dort, wo dieses Verhältnis hoch ist, z.B. in Asien, sollten die möglichen Verzerrungseffekte auf die inländische Finanzintermediation sorgfältig untersucht werden.

Bemühungen um Verringerung überschüssiger Liquidität

Als Reaktion auf das genannte Dilemma werden inzwischen noch andere Instrumente eingesetzt. In den baltischen Staaten und in Südosteuropa haben die Behörden zu direkten Methoden gegriffen, wie z.B. einer Erhöhung der Mindestreserveanforderung und strengeren aufsichtsrechtlichen Limits. Diese Länder bemühen sich, die Inflation in Schach zu halten und Wechselkursstabilität zu bewahren, um die Maastricht-Kriterien und die WKM-II-Vorschriften

Währungsreserven							
	Bestand <sup>1</sup>				Im Verhältnis zu Staatspapieren <sup>2</sup>		
	2000	2004	2005	April 2006 <sup>3</sup>	2000	2004	2005
Aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt	973	2 094	2 487	2 679	39	59	64
Ölexporteure <sup>4</sup>	110	282	386	443	26	61	78
China	166	610	819	875	-7	104	152
Sonstiges Asien <sup>5</sup>	529	962	1 003	1 060	103	100	93
Lateinamerika <sup>6</sup>	88	111	121	124	12	13	10
Sonstige <sup>7</sup>	80	129	159	177	28	15	19

<sup>1</sup> Am Periodenende; Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Prozent. Berechnet als Verhältnis der Währungsreserven abzüglich Bargeldumlauf zum Umlauf internationaler und inländischer Staatsschuldtitel. Ägypten, Algerien, Katar, Nigeria, Oman, Venezuela: nur internationale Wertpapiere; Indien: nur inländische Wertpapiere. <sup>3</sup> Oder zuletzt verfügbare Daten. <sup>4</sup> Ägypten, Algerien, Katar, Mexiko, Nigeria, Oman, Russland, Venezuela. <sup>5</sup> Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>6</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Peru. <sup>7</sup> Polen, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: IWF; BIZ. Tabelle III.5

zu erfüllen. Allerdings wirft der Einsatz direkter Instrumente in diesen Ländern Fragen bezüglich möglicher Ineffizienzen und Kosten für das Finanzsystem auf.

Bisher war die Rede von Aufwertungsdruck auf Währungen und denkbaren Gegenmaßnahmen. Einige Währungen gerieten jedoch 2005 bzw. im ersten Quartal 2006 phasenweise unter ausgeprägten Abwertungsdruck. Die indonesische Rupiah büßte im August 2005 gegenüber dem US-Dollar 11% ein, weil unsicher war, wie stark die Energiesubventionen angesichts steigender Ölpreise den Haushalt belasten würden. Danach erholte sich die Währung wieder. Auch der ungarische Forint verlor aufgrund von Bedenken wegen des Haushalts- und des Leistungsbilanzsaldos von Februar bis Anfang April 2006 an Wert.

Abwertungsdruck

### Konsequenzen der Reaktionen der Währungsbehörden

Interessant ist die Frage, ob Unterschiede im strategischen Rahmen der Geld- und Währungspolitik und in der Berücksichtigung der Wechselkursentwicklung die Inflation nachweislich beeinflussen.

Wie Tabelle III.6 zeigt, fällt die Antwort unterschiedlich aus. In Ländern mit Inflationsziel, wo der Wechselkurs relativ frei schwankte, war die Teuerungsrate in der Regel moderat. In Korea beispielsweise gibt es kaum Anzeichen für einen Verbraucherpreisaufrtrieb, während in Brasilien und der Türkei die zuvor hohen Inflationsraten in Richtung des angestrebten Ziels gesenkt werden konnten. In Mexiko fiel die Teuerungsrate erstmals seit Einführung eines Inflationsziels in den Zielbereich, und auch in Chile befindet sie sich innerhalb der Zielbandbreite. Beide Länder ließen eine Wechselkursanpassung zu und hoben die Leitzinsen frühzeitig an. Ähnliches gilt für Kolumbien und Peru, ebenfalls rohstoffexportierende Länder mit Inflationsziel.

In Ländern mit Inflationsziel mäßige Teuerung ...

Geld- und währungspolitische Indikatoren in verschiedenen Wechselkurssystemen			
Median der Länderdaten 2004/05, sofern nicht anders angegeben			
	Länder mit:		
	Inflationsziel <sup>1</sup>	Hybrid-system <sup>2</sup>	Wechselkursbindung <sup>3</sup>
Verbraucherpreisindex <sup>4</sup>	3,9	7,0	2,9
Inflation im Vergleich zum Ziel/zur Referenz <sup>5</sup>	0,2	.	1,0
Realzins <sup>6</sup>	2,4	0,7	1,1
Nominaler effektiver Wechselkurs <sup>4</sup>	3,8	0,2	-2,3
Währungsreserven <sup>4</sup>	12,5	16,4	18,5
Kredite an den privaten Sektor <sup>4</sup>	15,2	24,8	29,4

<sup>1</sup> Brasilien, Chile, Kolumbien, Korea, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. <sup>2</sup> Argentinien, Indien, Indonesien, Rumänien, Russland, Singapur, Taiwan (China). <sup>3</sup> China, Estland, Hongkong SVR, Lettland, Litauen, Malaysia, Saudi-Arabien, Slowakei, Slowenien, Venezuela. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>5</sup> Abweichung vom Mittelpunkt der Inflationszielbandbreite bzw. von der Referenz, d.h. vom impliziten Ziel des Euro-Raums (1,8) bzw. der USA (2,0); Prozentpunkte. <sup>6</sup> Zentralbanksatz oder kurzfristiger Geldmarktsatz, deflationiert mit den Consensus-Prognosen des Verbraucherpreisanstiegs in einem Jahr, interpoliert.

Quellen: IWF; Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle III.6

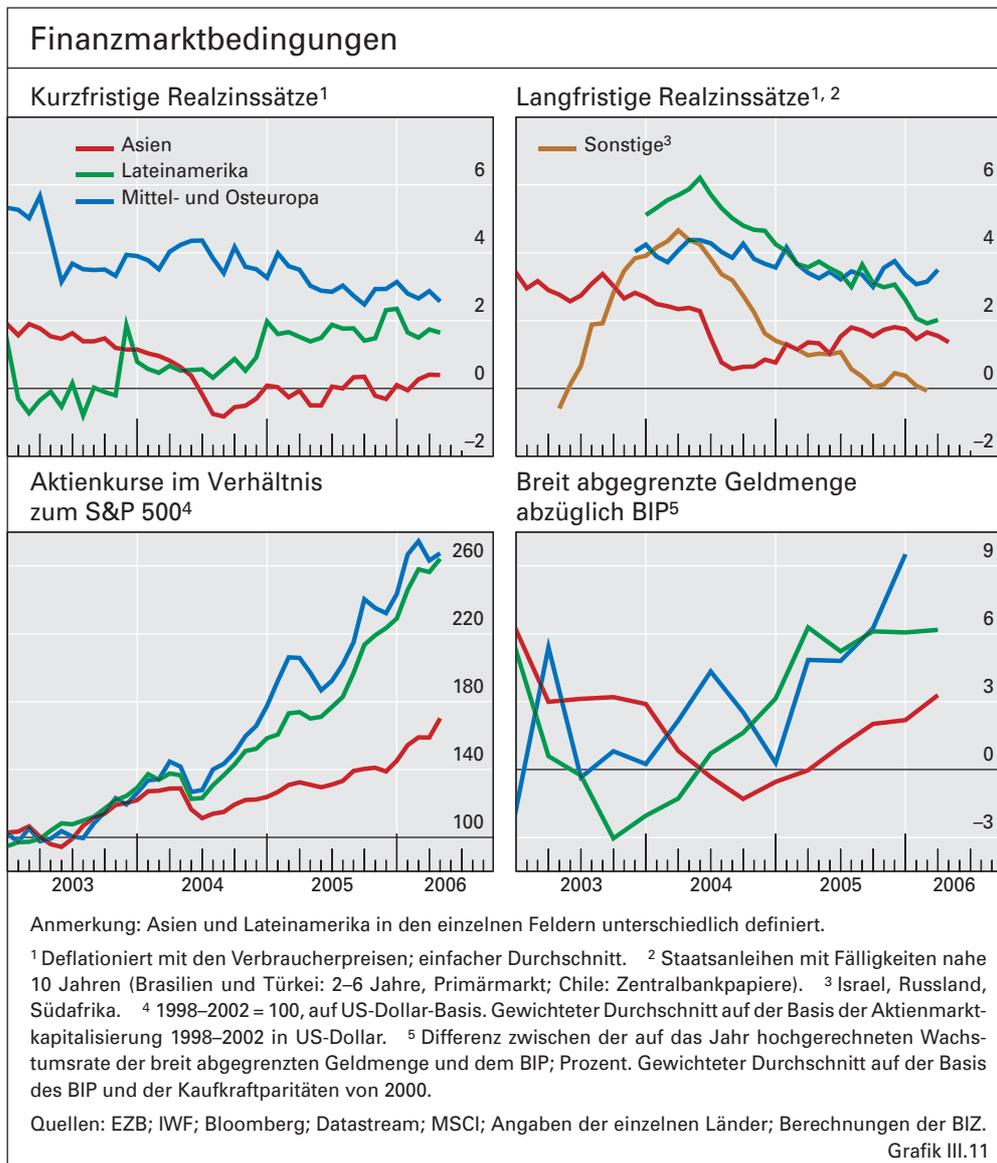
... in Ländern mit gebundenem Wechselkurs noch geringer ...

... und in hybriden Systemen am höchsten

In Ländern mit festen Wechselkursen allerdings war die Inflation im Median sogar noch geringer als in Ländern mit Inflationsziel. Sowohl China als auch Saudi-Arabien geben in dieser Hinsicht Rätsel auf, denn in beiden Volkswirtschaften ist der Verbraucherpreisauftrieb ungeachtet der hohen Wachstumsraten und Anzeichen reichlich vorhandener Liquidität ausgesprochen niedrig geblieben. Dennoch garantiert eine Wechselkursbindung nicht a priori eine niedrige Inflationsrate. Ein Beispiel dafür ist Venezuela, das trotz festen Wechselkurses einen Preisauftrieb in zweistelliger Höhe verzeichnete.

Am höchsten war die Inflation in Ländern mit hybriden Wechselkurssystemen, die weder konsequent ein Inflationsziel verfolgen noch über einen expliziten nominalen Anker verfügen. Nach der geringen Veränderung des mittleren nominalen Wechselkurses zu urteilen, scheinen einige dieser Länder der Wechselkursstabilität hohes Gewicht beizumessen. In Ländern mit hybriden Systemen war auch die Liquidität höher als in Ländern mit Inflationsziel.

Von den Ländern mit hybriden Wechselkurssystemen verzeichneten Argentinien und Russland Inflationsraten in zweistelliger Höhe, wobei der



nominale Wechselkurs relativ stabil war. Ihre Erfahrung lässt darauf schließen, dass die Bekämpfung von Aufwertungstendenzen als Reaktion auf externe Schocks tatsächlich mit Risiken verbunden ist. In diesen Ländern sind angesichts des Anstiegs der Produzentenpreise auch weiterhin hohe Inflationsraten zu erwarten. Administrierte Preise verdecken ein möglicherweise noch ernsteres Inflationsproblem.

Trotz kürzlicher Straffungsmaßnahmen in einigen Ländern gingen die jüngsten externen Schocks und die geldpolitischen Reaktionen darauf mit generell lockeren finanziellen Rahmenbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften einher. Beleg dafür sind die trotz einer robusten Konjunktur und eines starken Wachstums der breit abgegrenzten Geldmenge nach wie vor niedrigen Realzinsen (Grafik III.11). Allerdings kam es im Mai 2006 in mehreren Ländern zu einem Einbruch am zuvor boomenden Aktienmarkt.

Lockere finanzielle  
Rahmenbedingungen

Die Kernaussage dieser Betrachtungen lautet, dass sich die Inflationsrisiken in den aufstrebenden Volkswirtschaften erhöht haben, auch wenn sie derzeit nur schwer zu bestimmen sind. Die jüngsten Erfahrungen unterstreichen zudem, wie sich die Geldpolitik auf das Finanzsystem auswirken kann. Umfangreiche, über längere Zeit hinweg erfolgende Interventionen oder geldpolitische Lockerungsmaßnahmen mit dem Ziel, den Wechselkurs auf niedrigem Niveau zu halten, können die Bilanzstruktur des privaten Sektors (insbesondere der Banken) beeinflussen, die Realzinssätze senken, das Kreditwachstum erhöhen und den Schuldenaufbau fördern. Die Effekte der daraus entstehenden Ungleichgewichte auf Inflation oder Wachstum entfalten sich erst nach einiger Zeit in ihrem vollen Ausmaß, werden aber immer bedeutender, je länger die geldpolitischen Impulse aufrechterhalten werden.

Höhere  
Inflationsrisiken

## IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

### Schwerpunkte

Der geldpolitische Kurs der wichtigsten Industrieländer blieb im Berichtszeitraum auch bei anziehender Konjunktur und sich aufhellenden Perspektiven insgesamt akkommodierend. Da sich jedoch höhere Inflationsrisiken abzuzeichnen begannen, unternahmen die Zentralbanken gleichwohl Schritte zur Verringerung der geldpolitischen Impulse. Die Federal Reserve hob ihren Leitzins im Berichtszeitraum in maßvollen Schritten weiter auf ein Niveau an, das als weitgehend vereinbar mit langfristig tragfähigem Wachstum und Preisstabilität gilt. Die EZB begann Ende 2005, ihren Leitzins ausgehend von seinem historischen Tiefstand anzuheben. Dabei stellte sich für diese Zentralbanken die Frage, ob das Tempo der geldpolitischen Straffung angesichts der hohen Energiepreise, der steigenden Kapazitätsauslastung und der boomenden Wohnimmobilienmärkte angemessen war. Die Bank of Japan gab im März 2006 bekannt, dass sie ihre jahrelange Politik der quantitativen Lockerung aufgrund der vermehrten Anzeichen eines Endes der Deflation aufgeben werde und eine Rückkehr zu konventionelleren monetären Instrumenten anvisiere. Die einsetzende wirtschaftliche Erholung wurde jedoch weiter von der Geldpolitik gestützt, da der Leitzins bei null gehalten wurde und der reale Zinssatz in den negativen Bereich fiel.

In den kleineren fortgeschrittenen Industrieländern waren die Herausforderungen für die Geldpolitik aufgrund der komplexeren Konstellation binnenwirtschaftlicher und externer Einflussfaktoren vielfältiger. Die Zentralbanken Kanadas, Norwegens, Schwedens und der Schweiz steuerten einen weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs und hoben ihre Leitzinsen gegenüber den zuvor recht niedrigen Niveaus an. In anderen Ländern, die sich in einer fortgeschritteneren Phase des Konjunkturzyklus befanden, kam es nur zu geringen geldpolitischen Anpassungen. In Australien und Neuseeland wurden die Zinsen leicht angehoben, während die Bank of England ihren Leitzins etwas senkte.

Selbst als die Risiken eines Inflationsanstiegs zunahmen, profitierte die Geldpolitik in vielen Ländern von der anhaltend niedrigen Kerninflation und den fest verankerten Inflationserwartungen. Die Zentralbanken führten diese Entwicklungen u.a. auf den verstärkten globalen Wettbewerb und seinen dämpfenden Einfluss auf Löhne und Preise zurück. Der letzte Abschnitt dieses Kapitels befasst sich mit einigen geldpolitischen Herausforderungen, die sich mit der stärkeren weltweiten Verflechtung der Wirtschaft und der Finanzsysteme („Globalisierung“) stellen.

## Entwicklungen im Einzelnen

### USA

Die Federal Reserve blieb auch im Berichtszeitraum auf ihrem weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Der Tagesgeldzielsatz wurde in jeder Sitzung des geldpolitischen Ausschusses um 25 Basispunkte angehoben und lag im Mai 2006 bei 5% (Grafik IV.1). Der jüngste Zinsschritt stellte die sechzehnte Erhöhung in Folge in diesem Straffungszyklus dar, der im Juni 2004 bei einem Leitzins von 1% eingeleitet worden war. Das Besondere an diesem Zyklus war, dass jeder Zinsschritt effektiv im Voraus angekündigt wurde. Ende 2005 deuteten Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses jedoch größere Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs an.

Ein weiteres Merkmal dieser Straffungsphase war die gemäßigte Kerninflation in den USA. Der Deflator der privaten Konsumausgaben erhöhte sich weiter auf eine Jahresrate von 4%, da die höheren Energie- und Rohstoffpreise nach wie vor auf die Verbraucherpreise durchschlugen. Die Kerninflation blieb jedoch mit rund 2% niedrig und stabil. Gegen Ende des Berichtszeitraums verstärkte der geldpolitische Ausschuss allerdings seine Wachsamkeit in Bezug auf die Inflationsrisiken, da es Anzeichen für einen robusten Wachstumstrend, eine leichte Erhöhung der langfristigen Inflationserwartungen und eine höhere Kapazitätsauslastung insbesondere an den Arbeitsmärkten gab.

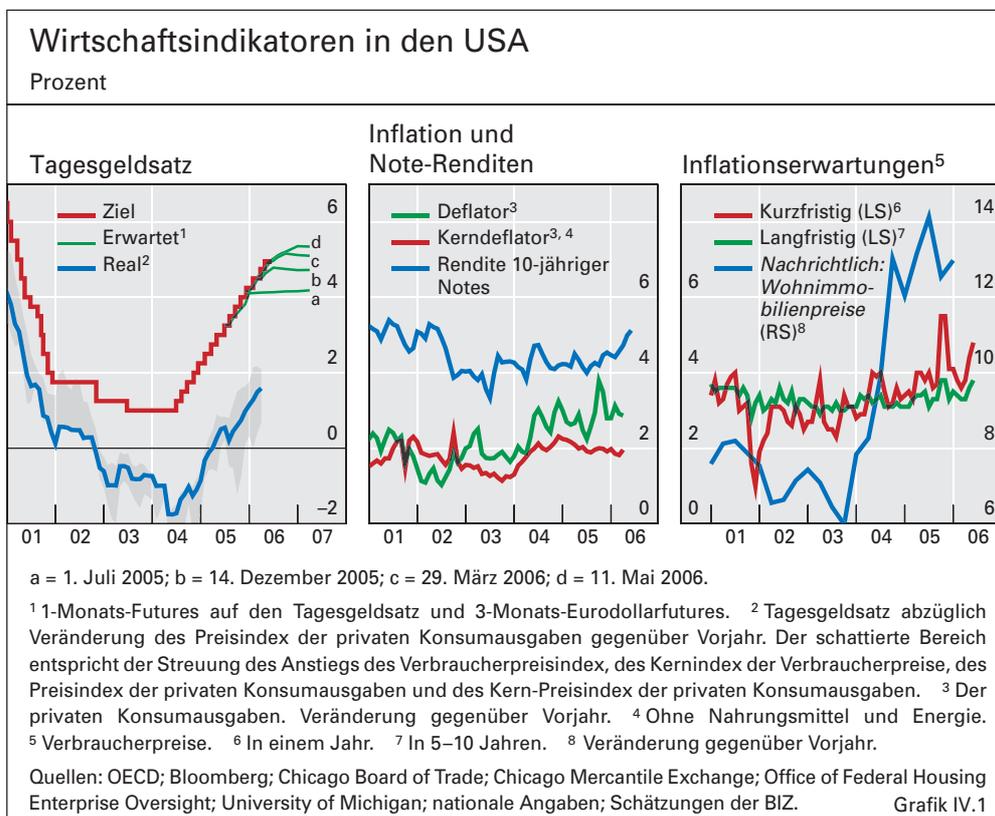
Die Kommunikationsstrategie der Federal Reserve hat erheblich dazu beigetragen, die Märkte durch diese Straffungsphase zu leiten. Als der geldpolitische Ausschuss ein mögliches Ende der Zinsstraffung in Betracht zu ziehen begann, passte er seine vorausschauenden Erklärungen über die wahr-

Federal Reserve erhöht Leitzinsen ...

... bei weiterhin verhaltener Inflationsentwicklung ...

... und robustem Wachstum

Ende des Straffungszyklus in Sicht ...



scheinliche Entwicklung der Leitzinsen und die Möglichkeit einer Zinspause entsprechend an. So wurde ab Dezember 2005 der vielbeachtete Begriff „maßvoll“ nicht mehr verwendet, nachdem er seit Mitte 2004 zur Beschreibung des voraussichtlichen Tempos der bevorstehenden Zinsschritte herangezogen worden war. Der Ausschuss erklärte, dass der künftige geldpolitische Kurs nun, da die geldpolitische Lockerung zu einem erheblichen Teil zurückgenommen worden sei, neue gesamtwirtschaftliche Daten verstärkt berücksichtigen müsse. Außerdem wurde bekannt gegeben, dass die künftigen Zinsschritte insgesamt vermutlich nicht groß ausfallen würden. Die Märkte reagierten nur leicht auf diese sprachliche Anpassung.

... daher Risiken einer übermäßigen geldpolitischen Reaktion abzuwägen ...

Der geldpolitische Ausschuss zeigte sich mit der Durchsetzung des Straffungszyklus zufrieden, befasste sich aber dennoch mit der Möglichkeit, dass die Geldpolitik den Entwicklungen vauseilt bzw. hinterherhinkt. Als der Ausschuss seinen Kurs Ende 2005 nicht mehr als „akkommodierend“ bezeichnete, waren einige Mitglieder der Auffassung, dass unter Berücksichtigung der üblichen Verzögerungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus die Leitzinsen bereits ein Niveau erreicht haben könnten, das mit einem Produktionswachstum entsprechend dem Potenzial im Einklang stünde. Die nachfolgenden Zinsschritte verdeutlichten jedoch, dass die Mehrheit der Ausschussmitglieder weiterhin Bedenken hinsichtlich der Inflationsrisiken hegte.

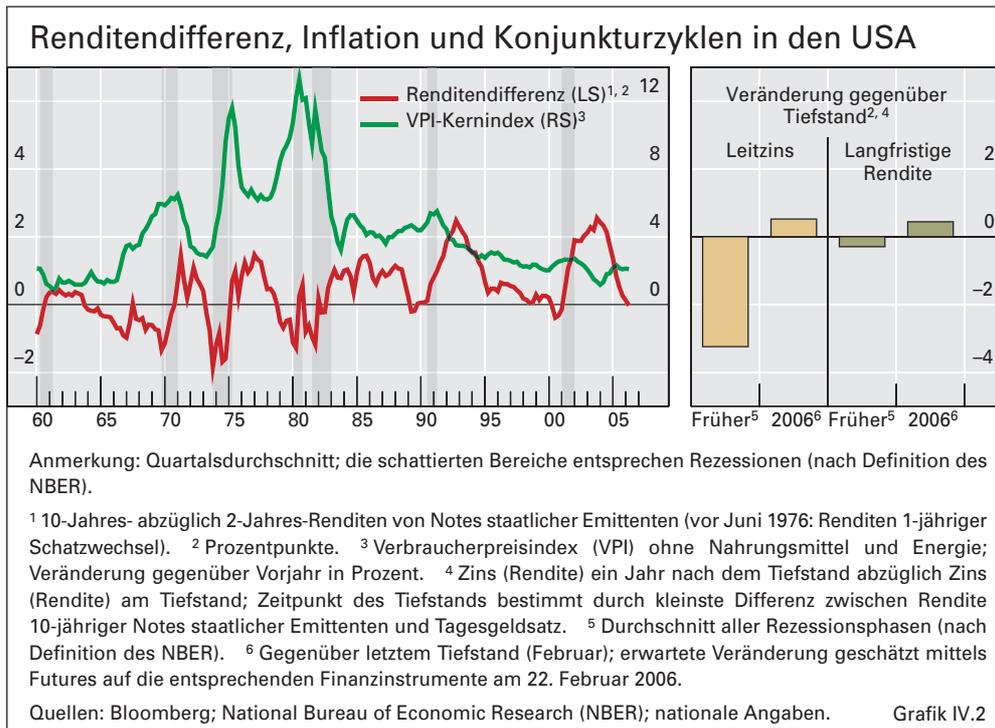
... gegen Risiken für Preisstabilität

Herausforderungen durch Preise für Wohneigentum, Verschuldung ...

Trotz erster Anzeichen einer Abkühlung am Markt für Wohnimmobilien in den USA wurden die hohen Preise für Wohneigentum und die erhebliche Verschuldung der privaten Haushalte als bedeutende Gefahren für die künftigen Wachstumsaussichten ausgemacht. Die Federal Reserve hatte abzuwägen, ob diese Entwicklung eine restriktivere geldpolitische Reaktion als bislang erforderte, da Wohnimmobilien inzwischen möglicherweise erheblich überbewertet waren. Der geldpolitische Ausschuss kam in diesem Zusammenhang überein, dass die Preisentwicklung beim Wohneigentum grundsätzlich zu berücksichtigen sei, wenn sie die Kernziele der Preisstabilität und des nachhaltigen Wirtschaftswachstums bedrohe. Er erklärte jedoch auch, dass eine Reaktion auf mögliche Fehlbewertungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt insgesamt wohl nicht zur Erreichung dieser Kernziele beitragen würde. Die Unsicherheit bei der Beurteilung der angemessenen Höhe und der voraussichtlichen Entwicklung dieser Vermögenspreise wurde allgemein als zu groß eingeschätzt, als dass die Federal Reserve sich darauf stützen könne.

... und Abflachung der Zinsstrukturkurve

Auch die Abflachung der Zinsstrukturkurve rückte in den Blickpunkt der Geldpolitik, da die Renditenabstände in den USA auf Niveaus zurückgingen, wie sie zuletzt während der Rezession im Jahr 2001 erreicht worden waren. Bislang war eine solche Zinsstruktur stets ein recht zuverlässiges Indiz für eine bevorstehende Rezession gewesen (Grafik IV.2 links). Diesmal jedoch schien sich die Dynamik, die der Zinsstruktur zugrunde lag, in mindestens zwei wichtigen Punkten vom früheren Muster abzuheben. Erstens hielt die Federal Reserve den Inflationsdruck offenbar im Zaum und dämpfte dadurch die Erwartungen eines übermäßigen Leitzinsanstiegs (Grafik IV.2 rechts). Zweitens blieben die langfristigen Nominalzinsen verglichen mit vergangenen geldpolitischen Straffungsphasen bemerkenswert stabil, auch wenn sie gegen



Ende des Berichtszeitraums merklich anstiegen. Dies deutet darauf hin, dass die monetäre Straffung im Zusammenhang mit der Inversion der Zinsstrukturkurve ungewöhnlich gering ausfiel. Insgesamt stellen diese Entwicklungen die Verlässlichkeit des Indikators für die Zukunft infrage (75. Jahresbericht, Kapitel IV). Die geldpolitischen Implikationen der flacheren Zinsstrukturkurve dürften davon abhängen, auf welche Faktoren die sich verändernde Dynamik zurückgeführt wird. Hier herrscht jedoch nach wie vor Unklarheit (Kapitel VI).

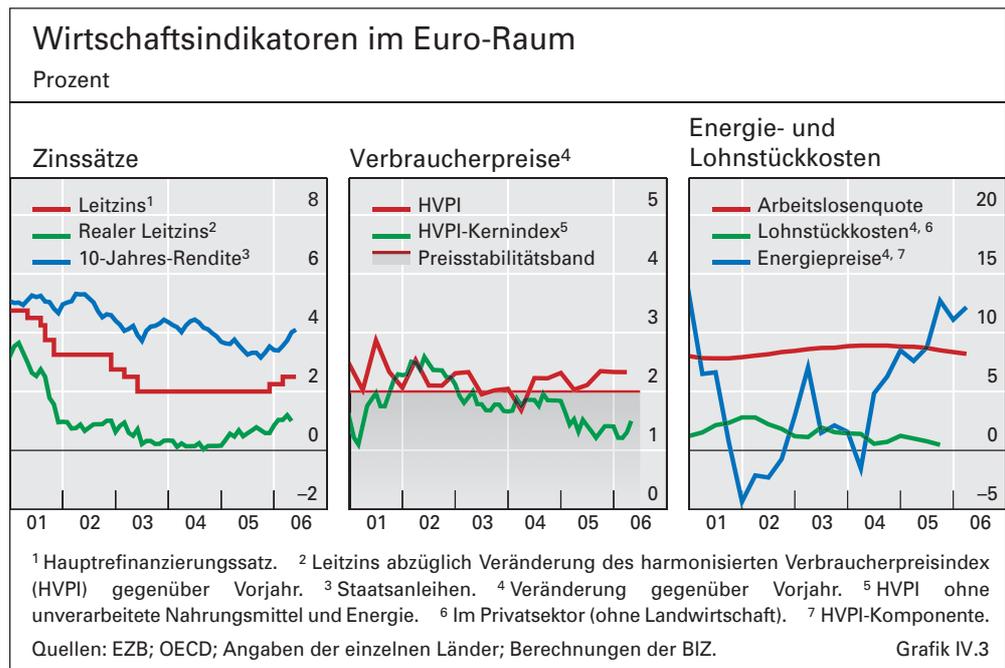
#### Euro-Raum

Im Euro-Raum blieb die Geldpolitik im Berichtszeitraum trotz zweier Zinserhöhungen sehr akkommodierend. Die erste Zinsanhebung um 25 Basispunkte erfolgte im Dezember 2005, nachdem die Leitzinsen zweieinhalb Jahre auf dem historischen Tiefstand von 2% verharrt hatten. Im März 2006 hob die EZB ihren Leitzins – in erster Linie als Reaktion auf Anzeichen zunehmender Risiken für die Preisstabilität – erneut um 25 Basispunkte an. Damit lag er am Ende des Berichtszeitraums bei 2,5% (Grafik IV.3). Die geldpolitischen Beschlüsse der EZB spiegelten ihre Einschätzungen auf der Grundlage des 2-Säulen-Ansatzes wider. Dabei bezieht sich die erste Säule auf die kurzfristige Preisstabilität, die zweite Säule – über die monetäre Analyse – auf längerfristige Preistrends.

Die Einschätzung anhand der ersten Säule ergab, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum in der Berichtsperiode trotz einer gewissen Volatilität im Quartalsvergleich stetig beschleunigte. Da gleichzeitig die am HVPI gemessene Inflation auf über 2% anstieg und damit die Obergrenze der von der EZB anvisierten Bandbreite überschritt, legte dies nahe, dass das Ausmaß der geldpolitischen Akkommodierung mit der Gewährleistung der Preisstabilität zunehmend unvereinbar geworden war. Außerdem äußerte die

EZB beginnt mit Leitzinserhöhung ...

... aufgrund kurzfristiger Bedenken wegen hoher Inflation ...



EZB Bedenken, dass die hohen und möglicherweise weiter steigenden Ölpreise doch noch auf die Verbraucherpreisentwicklung durchschlagen könnten. Dies wiederum erhöhte die Wahrscheinlichkeit, dass solche Veränderungen der relativen Preise auf die Tarifvereinbarungen durchwirken und somit zu Zweit-rundeneffekten führen. Die Bedenken der EZB spiegelten teilweise ihre Betonung der Rolle der Verbraucherpreis-inflation wider, denn die am bereinigten HVPI gemessene Kerninflation war niedrig und rückläufig, und die Inflationserwartungen waren offenbar fest verankert.

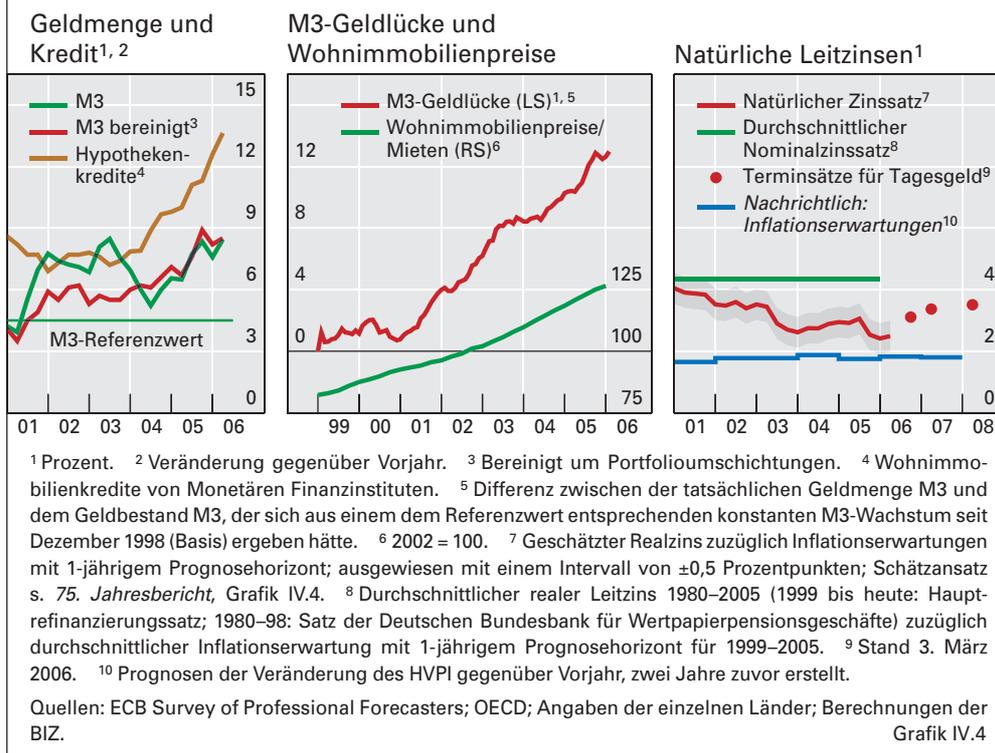
... und länger-  
fristiger Bedenken  
wegen Geldmenge ...

Die Bedenken der EZB wurden durch die monetären Entwicklungen be-stätigt. Das Wachstum der Geldmenge M3 lag weiterhin deutlich über dem Referenzwert, der als mit mittel- und langfristiger Preisstabilität vereinbar gilt (Grafik IV.4). Zu Beginn dieses Jahrzehnts war ebenfalls ein kräftiges M3-Wachstum zu verzeichnen gewesen, das jedoch überwiegend auf technische Faktoren zurückgeführt worden war. Damals war es insbesondere zu Portfolioumschichtungen von Aktien in M3-Komponenten gekommen, die die Präferenz der Anleger im Euro-Raum für sichere und liquidere Vermögens-formen widerspiegeln. Doch selbst als diese technischen Faktoren nach-ließen, blieb das M3-Wachstum ausgesprochen robust. Im vergangenen Jahr stieg die um Portfolioumschichtungen bereinigte Wachstumsrate von M3 auf neue Spitzenwerte, die rund doppelt so hoch waren wie der Referenzwert.

... Kreditwachstum  
und Vermögens-  
preisen ...

Zu der beunruhigenden Entwicklung der Geldmenge M3 kam hinzu, dass auch die Kreditvergabe an den privaten Sektor und insbesondere die Hypo- thekenkredite an private Haushalte immer noch deutlich zunahmen. Das anhaltend niedrige Zinsniveau dürfte die Dynamik am Markt für Wohneigen- tum angekurbelt und damit zu einigen ungewöhnlich starken Preisanstiegen beigesteuert haben (Kapitel VII). In Frankreich, Irland, Italien und Spanien wurden weiterhin zweistellige jährliche Steigerungsraten verzeichnet. Den Berechnungen der EZB zufolge war Wohneigentum im Euro-Raum so stark überbewertet wie seit zwanzig Jahren nicht mehr. Da der geldpolitische

## Monetäre Analyse und Geldpolitik im Euro-Raum



Handlungsrahmen der EZB das Zusammenwirken von Vermögenspreisen, Kreditwachstum und Geldwertstabilität betont, wurden diese Entwicklungen als Anzeichen längerfristiger Risiken für Preisstabilität und Konjunktur-entwicklung gewertet.

Auch die außenwirtschaftliche Entwicklung stellte für die EZB einen potenziellen Anlass zur Sorge dar. Insbesondere der Abbau globaler Ungleichgewichte wurde als wenig wahrscheinliches, aber möglicherweise folgenschweres Abwärtsrisiko für die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum gewertet. Deshalb mussten zusammen mit den Inflationsrisiken, die sich aus der monetären Analyse ergaben, auch die möglichen Folgewirkungen geringerer globaler Ungleichgewichte für die Preisstabilität berücksichtigt werden.

Die EZB setzte ihre Kommunikationsstrategie regelmäßig ein, um ihre Beschlussfassung zu erläutern, vor allem als sich die Erwartungen eines unmittelbar bevorstehenden Wendepunkts im geldpolitischen Zyklus verstärkten. Allerdings war sie sehr zurückhaltend, was explizite vorwärtsgerichtete Aussagen zur künftigen Zinsentwicklung betraf. Auf mehreren Pressekonferenzen wurde betont, dass der EZB-Rat nicht ex ante über künftige Zinsschritte entscheide und daher nicht in der Lage sei, eine Reihe von Zinsanhebungen im Voraus anzukündigen. Diese Haltung stand in deutlichem Kontrast zu den jüngsten Bemühungen der Federal Reserve und der Bank of Japan, den Märkten – wenn auch nur durch qualitative Hinweise – vermehrt Aufschluss darüber zu geben, in welche Richtung sich die Leitzinsen bei den künftigen Sitzungen ihrer geldpolitischen Ausschüsse voraussichtlich bewegen würden. Die EZB befürchtete, dass entsprechende Aussagen

... sowie globaler Ungleichgewichte

Bedenken wegen Kommunikationsstrategie

möglicherweise als Verpflichtung zu einem bestimmten geldpolitischen Kurs ausgelegt werden könnten. Hinzu kam, dass an den Finanzmärkten im Euro-Raum weniger Übersteigerungen zu erkennen waren als in den USA und Japan und dass solche expliziten Aussagen deshalb wohl auch weniger potenzielle Vorteile geboten hätten. Aufgrund der Ausrichtung der EZB auf die Risiken für die Preisstabilität gingen die Marktteilnehmer für das laufende und das kommende Jahr dennoch von weiteren Zinserhöhungen aus.

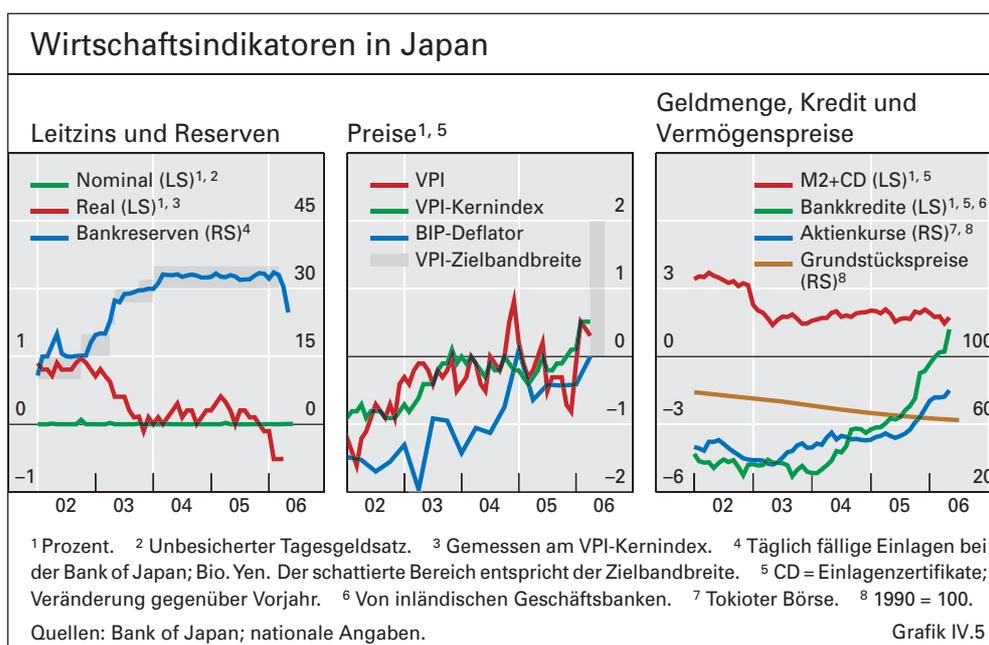
### Japan

Weiterhin lockerer geldpolitischer Kurs bei nachlassendem Deflationsdruck

Die Bank of Japan behielt ihren ausgesprochen lockeren geldpolitischen Kurs bei und wartete zunächst ab, ob der Deflationsdruck tatsächlich nachließ. Über weite Strecken des Berichtszeitraums hielt sie an der Politik der quantitativen Lockerung fest, die sie im Jahr 2001 unter außergewöhnlichen Umständen eingeführt hatte. Diese Politik sieht die Festsetzung eines Ziels für den Umfang der täglich fälligen Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank vor. Das Ziel wurde 2005 und Anfang 2006 unverändert bei ¥ 30–35 Bio. belassen und lag deutlich über dem Betrag, der erforderlich gewesen wäre, um einen Tagesgeldsatz von nahe null zu gewährleisten (Grafik IV.5). Die quantitative Lockerung war ursprünglich vor allem eingeführt worden, um eine deflationäre Spirale im Zusammenhang mit der Fragilität des japanischen Finanzsektors zu verhindern. Anfang 2006 erklärte die Bank of Japan, dass ihre Politik diesen Zweck erfüllt hätte.

Ende der quantitativen Lockerung, aber Leitzinsen weiter auf historischem Tiefstand

Im März 2006 gab die Zentralbank ihre Politik der quantitativen Lockerung auf und kehrte zu einem üblicheren Handlungsrahmen zurück, der auf den (unbesicherten) Tagesgeldsatz abstellt. Dabei betonte sie ihre Absicht, den neuen Zielwert einige Zeit bei 0% zu belassen, obgleich auf eine Rückführung der Überschussreserven des Bankensystems hingearbeitet werde. Seitdem ist tatsächlich ein rascher Rückgang dieser Überschussreserven zu verzeichnen. Dennoch war der resultierende reale Leitzins aufgrund der nachlassenden



Deflation und eines allmählichen Inflationsanstiegs im Berichtszeitraum so niedrig wie seit vielen Jahren nicht mehr. Die Zentralbank wertete dies als zusätzlichen monetären Impuls für den Konjunkturaufschwung.

Die Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens erfolgte vor dem Hintergrund eines verstärkten Optimismus über Verbesserungen des monetären Transmissionskanals. Zwar hatten sich einige Zweifel nicht ausräumen lassen, da das Ziel der Bank of Japan für die täglich fälligen Einlagen nur geringe Verbesserungen beim Wachstum der Geldmenge M2 und bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor bewirkte. Die vermehrten Anzeichen einer Normalisierung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds gaben dann aber den Ausschlag zugunsten der Einführung des konventionelleren geldpolitischen Rahmenwerks.

Die Bank of Japan gab auch zwei andere Schlüsselemente ihres neuen geldpolitischen Handlungsrahmens bekannt. Zunächst erläuterte sie mit Blick auf die Preisstabilität, dass diese qualitativ als Situation umschrieben werde, in der private Haushalte und Unternehmen ohne Sorge über Fluktuationen des allgemeinen Preisniveaus wirtschaftliche Entscheidungen treffen können. Für die Praxis legte der Policy Board diese Vorgabe als Inflationsbandbreite von ungefähr 0–2% aus. Eine erhöhte Transparenz der Inflationsziele sollte dazu beitragen, die Preis- und Lohnfestsetzung stärker mit den geldpolitischen Zielen in Einklang zu bringen. Angesichts der Deflationserfahrungen des Landes kamen natürlich Fragen zur Untergrenze der Inflationsspanne auf. Die Bank of Japan erklärte, sie werde die Bandbreite regelmäßig überprüfen und dabei berücksichtigen, dass in Zukunft möglicherweise eine größere Sicherheitsmarge erforderlich werden könnte, um das Risiko sinkender Preise gering zu halten.

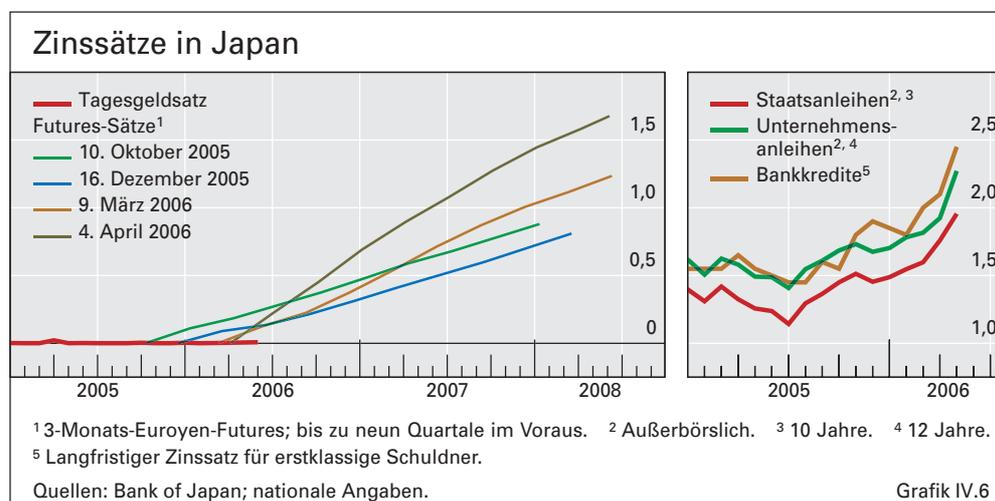
Außerdem erläuterte sie ihren „Ansatz der zwei Perspektiven“ zur Durchführung der Geldpolitik. Die erste Perspektive betone die Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung mit Blick auf die erwartete Konjunktur- und Inflationsentwicklung über einen Zeithorizont von ein bis zwei Jahren. Die zweite Perspektive stelle längerfristige Risiken in den Vordergrund, die größere geldpolitische Flexibilität erfordern könnten. Die Erfahrung habe gezeigt, dass eine kurzfristige Inflationskontrolle allein nicht ausreiche, um starke Vermögens-

Verbesserung des geldpolitischen Transmissionskanals

Konventionellere Geldpolitik mit Schwergewicht auf ...

... anvisiertem Inflationsband ...

... und zwei Perspektiven



preisschwankungen und erhebliche Veränderungen des finanziellen Umfelds zu verhindern, die nachhaltiges Wachstum und Preisstabilität auf längere Sicht gefährden könnten.

Märkte erwarten  
künftigen Leitzins-  
anstieg

Während die Bank of Japan erklärte, dass der neue Handlungsrahmen wohl nicht zu abrupten Änderungen der kurzfristigen Zinsen führen werde, reagierten die Märkte mit steigenden langfristigen Zinssätzen sowohl für Staats- als auch für Unternehmensanleihen (Grafik IV.6). Diese Entwicklung hing teilweise mit Äußerungen vonseiten der Zentralbank zusammen, dass die Leitzinsen vorerst effektiv bei null bleiben und dann allmählich angepasst würden, spiegelte aber auch eine Neueinschätzung der sich aufhellenden Konjunkturaussichten durch die Marktteilnehmer wider.

#### *Länder mit Inflationsziel*

Viele Zentralbanken  
erhöhen Zinsen

In vielen fortgeschrittenen Industrieländern mit explizitem numerischem Inflationsziel hoben die Zentralbanken die Leitzinsen im Berichtszeitraum an. In einigen Fällen hingen die Zinserhöhungen offenbar mit dem Inflationsanstieg zusammen, der überwiegend auf die Energiepreise zurückzuführen war. Die Kerninflation hingegen blieb allgemein niedrig (Grafik IV.7) und lag in manchen Ländern sogar deutlich unter dem Inflationsziel.

Bedeutende Risiken  
u.a. durch hohe  
Energiepreise ...

... globale  
Ungleichgewichte ...

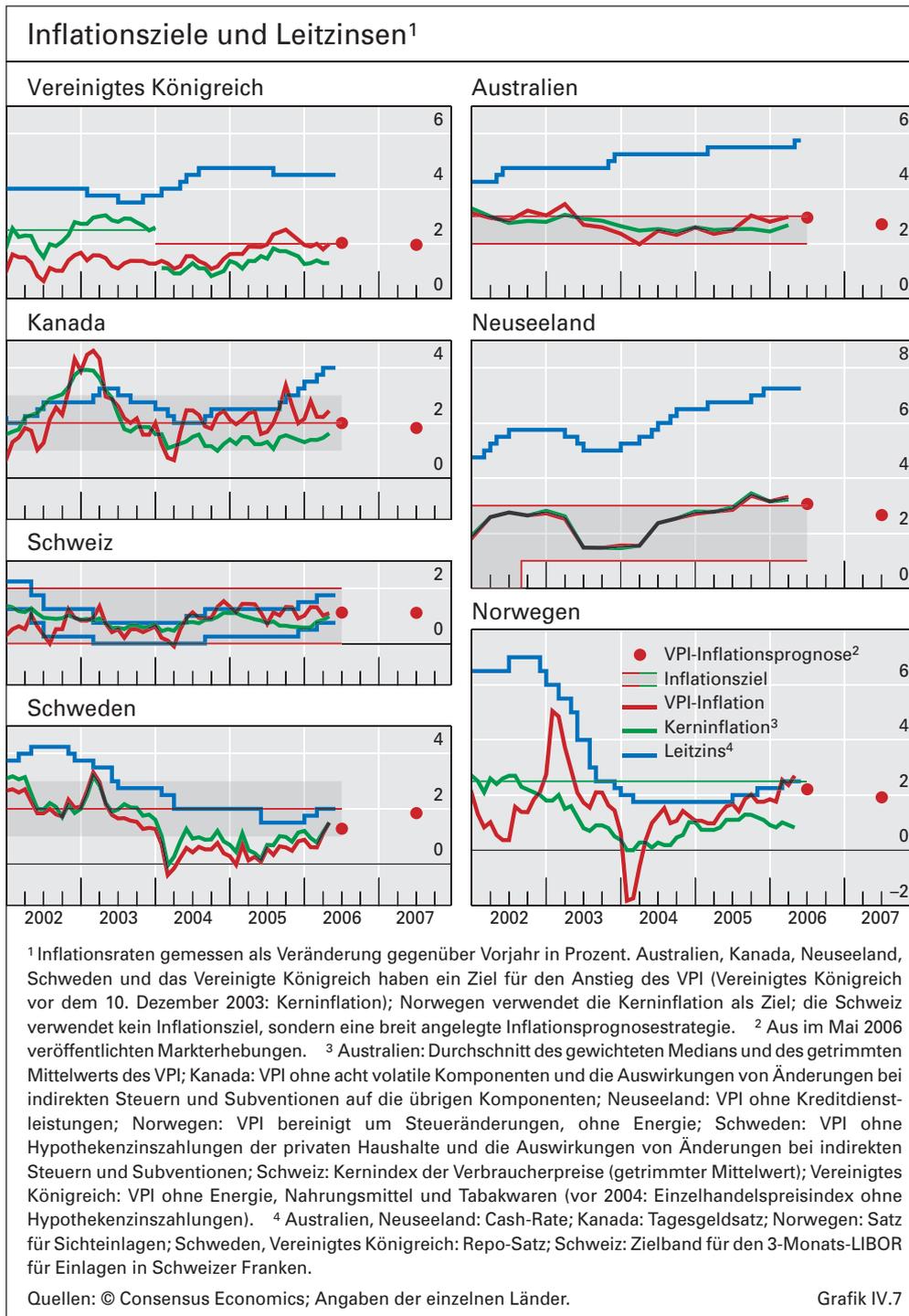
Diese Zentralbanken mussten sich mit einer Reihe gemeinsamer Risiken für die Geldpolitik auseinandersetzen. Erstens erhöhte die Unsicherheit über Entwicklung und Auswirkungen der Energiepreise die Risiken für die Preisstabilität, insbesondere im Falle einsetzender Zweitrundeneffekte. Zweitens stieg die Besorgnis der Zentralbanken über die Abwärtsrisiken aufgrund der möglichen Folgen einer unerwarteten Konjunkturflaute in China und den USA, den beiden wichtigsten Antriebskräften der Weltwirtschaft. Diese Risiken wogen umso schwerer angesichts der potenziellen negativen Implikationen der großen und weiter zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte (Kapitel V). Drittens stiegen die bereits hohen Bewertungen von Wohneigentum weiter und erreichten zunehmend untragbar erscheinende Niveaus, was die Wahrscheinlichkeit eines Boom-Bust-Szenarios erhöhte. Der gemäßigte Preisanstieg in Australien und im Vereinigten Königreich war sehr willkommen. Besorgnis erregte jedoch nach wie vor die stetig ansteigende Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum Einkommen, zumal in einigen Ländern mit einer weiteren geldpolitischen Straffung zu rechnen war.

... und erhöhte  
Preise für  
Wohneigentum

Kanada: mehrere  
Zinsanhebungen

Natürlich gab es zwischen den einzelnen Ländern auch Unterschiede. Dort, wo die Leitzinsen zu Beginn des Berichtszeitraums nahe bei ihren historischen Tiefständen gelegen hatten, fielen die Zinserhöhungen vergleichsweise umfangreicher aus. Die Bank of Canada hob ihren Tagesgeldsatz am stärksten an, und zwar in sechs aufeinanderfolgenden Zinsschritten von 2,5% im September 2005 auf 4% im April 2006. Aufgrund der fast vollständigen Kapazitätsauslastung und einer Inflationsrate im oberen Bereich der Zielbandbreite hielt die Zentralbank trotz der deutlichen Aufwertung des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar und der niedrigen Kerninflation eine Normalisierung der Leitzinsen für erforderlich.

Die Zentralbanken Norwegens und Schwedens hoben ihre Zinsen ebenfalls an, wenngleich in geringerem Umfang. In Norwegen wurde der Zinssatz



für Sichteinlagen dreimal um je 25 Basispunkte angehoben und lag im März 2006 bei 2,5%. Diese Erhöhungen spiegelten den Konjunkturaufschwung in Norwegen wider, der einen etwas weniger expansiven Kurs angemessen erscheinen ließ. Die Kerninflation blieb zwar deutlich unter ihrem Zielwert, doch die Verbraucherpreisinflation zog an. Im November 2005 begann die norwegische Zentralbank zudem, einen offiziellen Pfad für die künftige Leitzinsentwicklung bekannt zu geben. Sie folgte damit dem Beispiel der Reserve Bank of New Zealand, die seit 1998 quantitative vorwärtsgerichtete Informationen zum wahrscheinlichen Kurs der Geldpolitik veröffentlicht. Die norwegische

Norwegen, Schweden, Schweiz: moderate Zinserhöhungen ausgehend von niedrigem Niveau

Zentralbank versprach sich von ihrer neuen Praxis eine bessere Vorhersehbarkeit der Geldpolitik und eine wirksamere Verankerung der Inflationserwartungen, äußerte jedoch gleichzeitig einige Vorbehalte. Insbesondere könnte die Durchführung der Geldpolitik erschwert werden, wenn die Projektionen als implizite Verpflichtungen missverstanden würden. Die schwedische Zentralbank hob ihren Leitzins in zwei Zinsschritten von je 25 Basispunkten auf 2% an, da sich ein robustes Wachstum der privaten Konsumausgaben, der Unternehmensinvestitionen und der Auslandsnachfrage abzeichnete. Gleichzeitig blieb die Kern- wie auch die Verbraucherpreisinflation im Berichtszeitraum meist knapp unter der Untergrenze der Zielbandbreite, und auch der Kostendruck schien nach wie vor gemäßigt.

In der Schweiz war das Ausgangsniveau der Zinsen unter diesen Ländern zunächst am niedrigsten. Dann hob die Schweizerische Nationalbank die Bandbreite für ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf 0,75–1,75% an, da sich der wirtschaftliche Aufschwung im Land zu festigen schien, angekurbelt durch eine robuste globale Nachfrage, eine verbesserte Beschäftigungslage, höhere Unternehmensinvestitionen und lebhaftere private Konsumausgaben. Die Inflation hingegen blieb niedrig und stabil.

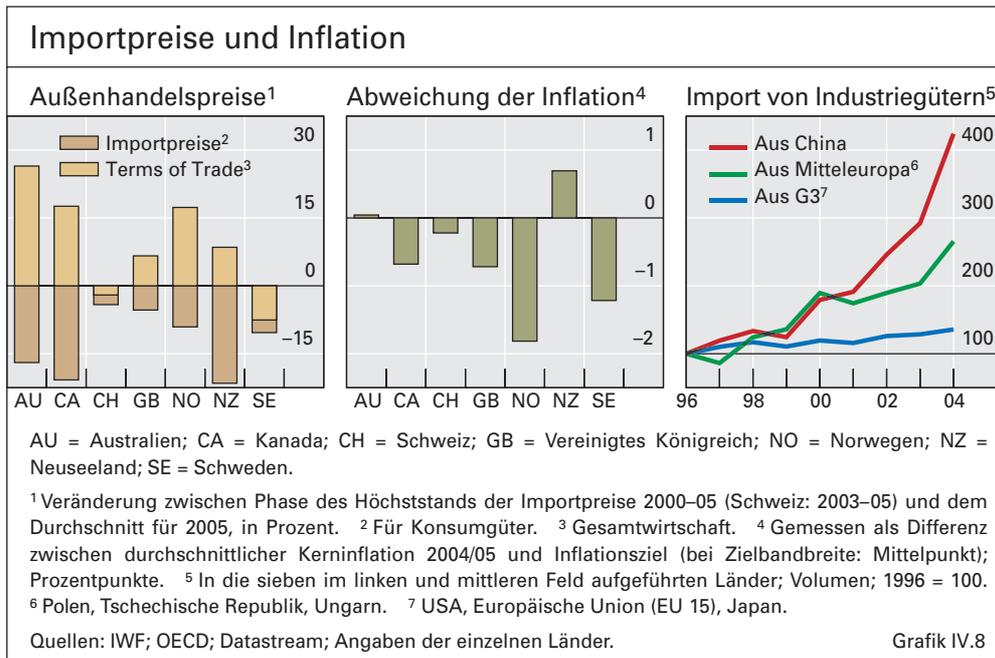
In den Ländern, die sich in einem fortgeschritteneren Stadium des Konjunkturzyklus befanden und bereits eine deutliche geldpolitische Straffung hinter sich hatten, wurden die Leitzinsen nur geringfügig angepasst. Die Bank of England nahm als einzige Zentralbank eine Zinssenkung vor und setzte ihren Leitzins im August 2005 um 25 Basispunkte auf 4,5% herab. Anschließend beließ sie ihn unverändert auf diesem Niveau. Grund für die Verringerung des Leitzinses waren Befürchtungen im Zusammenhang mit dem BIP-Wachstum, das hinter dem Trendwachstum zurückblieb, sowie mit einer Eintrübung der Arbeitsmarktlage, die die Inflation möglicherweise unter die Zielvorgabe hätte drücken können.

Ähnlich wie in einer Reihe anderer Länder mit Inflationsziel hob die Reserve Bank of Australia ihren Leitzins im Mai 2006 um 25 Basispunkte auf 5,75% an. Bei weiterhin hoher Kapazitätsauslastung wurde eine leichte Wachstumsabschwächung erwartet. Die Kerninflation blieb gemäßigt, was überwiegend mit den disinflationären Impulsen stärkerer wirtschaftlicher Verbindungen zu China zusammenhing, während sich der Verbraucherpreisanstieg im Berichtszeitraum meist nahe der Obergrenze der Zielbandbreite bewegte. In Neuseeland schwächte sich das kräftige Wirtschaftswachstum etwas ab, da sich der Unternehmenssektor mäßiger entwickelte und sich auch am Wohnimmobilienmarkt eine Abkühlung abzeichnete. Die Inflation überschritt aufgrund des anhaltenden Preisanstiegs und Kostendrucks dennoch die Zielvorgaben. Die neuseeländische Zentralbank erhöhte den Leitzins im Oktober und Dezember 2005 um jeweils 25 Basispunkte auf 7,25%, den höchsten Stand unter diesen fortgeschrittenen Industrieländern.

Die Erfahrungen Australiens und Neuseelands verdeutlichen einen Zielkonflikt rohstoffreicher Länder, die sich mit einer Kombination aus boomenden Vermögens- und hohen Rohstoffpreisen auseinandersetzen müssen. Einerseits könnten höhere Leitzinsen dazu beitragen, die inländischen Ursachen der Überhitzung zu bekämpfen. Dies würde aber verstärkt ausländisches Kapital

Vereinigtes Königreich, Australien, Neuseeland: Zinsen weiterhin relativ hoch

Geldpolitische Zielkonflikte durch globale Kapitalströme ...



anziehen, nicht zuletzt in Form von Carry-Trades (Kapitel V), eine Währungsaufwertung bewirken und Probleme im Zusammenhang mit der Leistungsbilanz möglicherweise verschärfen. Die Wahrscheinlichkeit, dass Mittelzuflüsse destabilisierend wirken, wäre umso größer. Die jüngste Erfahrung Neuseelands zeigt, welche schwerwiegenden Folgen eine anschließende Umkehr solcher Kapitalströme haben kann. Andererseits könnte eine Beibehaltung niedriger Leitzinsen den Höhenflug der Vermögenspreise verstärken und dadurch die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass es im Inland zu einer Boom-Bust-Entwicklung kommt.

In einigen Ländern beeinflussten noch weitere globale Faktoren die geldpolitischen Beschlüsse. So stand z.B. zu befürchten, dass der unerwartet lang anhaltende Abwärtsdruck, den der globale Wettbewerb im Konsumgüter- und Dienstleistungsbereich trotz der hohen Energie- und Rohstoffpreise auf die Inflation ausübte, zu einem tendenziellen Unterschreiten der Inflationsziele führen könnte (Grafik IV.8). Grund für diese positive angebotsseitige Entwicklung war in erster Linie eine merkbare strukturelle Verschiebung bei den Einfuhren, da die verarbeitende Industrie in China und einigen jüngeren industrialisierten Ländern in Mittel- und Osteuropa ein rapide zunehmendes Volumen an Billigimporten liefert.

Solche globalen Faktoren haben zwar bewirkt, dass die Leitzinsen niedriger blieben, als es sonst zu erwarten gewesen wäre, haben aber wohl gleichzeitig die Befürchtungen im Inland über steigende Vermögenspreise und wachsende Verschuldung geschürt. Dies lässt vermuten, dass die Zentralbanken nicht umhin kommen werden, ihre Zinsen weiter anzuheben. Dadurch stiege jedoch möglicherweise auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsziele unterschritten werden. Tatsächlich sehen sich die Zentralbanken in Norwegen und Schweden, wo sich die Inflation am unteren Ende der Zielbandbreite bewegt, diesem Zielkonflikt bereits seit einiger Zeit gegenüber.

... und externen  
Disinflationsdruck

## Globalisierung und Geldpolitik

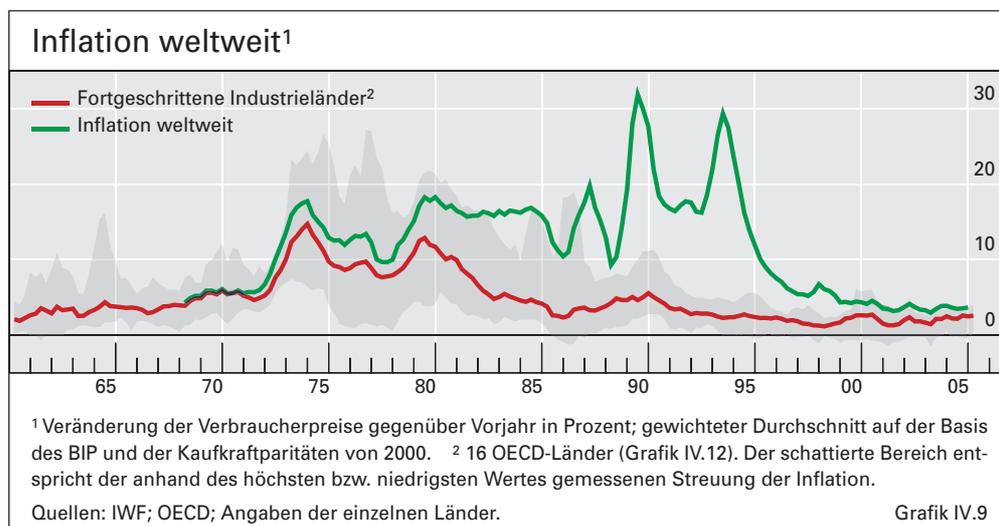
Globalisierung  
erschwert  
Durchführung der  
Geldpolitik

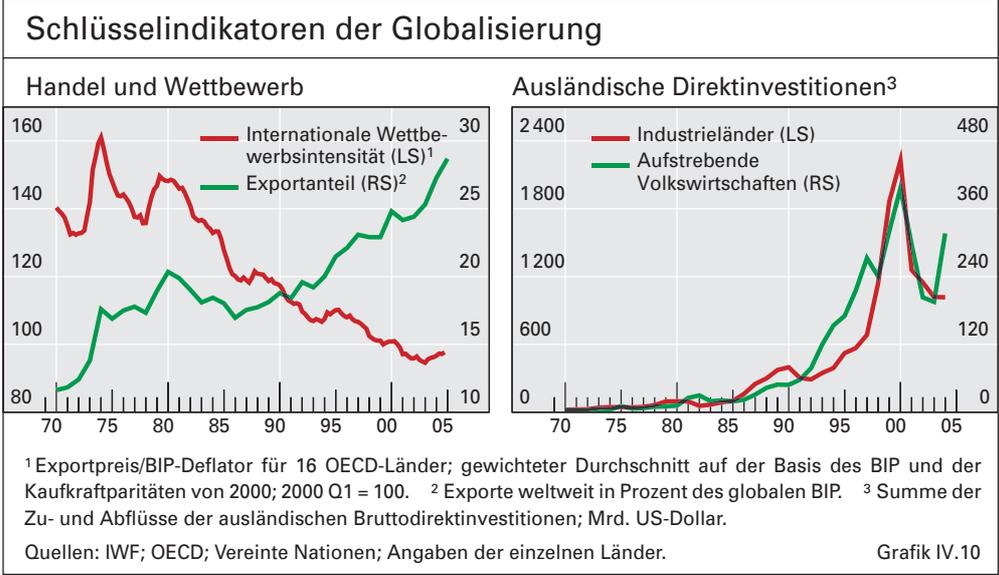
Die Zentralbanken achteten im Berichtszeitraum verstärkt auf im Inland sichtbare Anzeichen von Risiken für die Preisstabilität. Gleichzeitig werteten sie die globale Entwicklung als mögliches Gegengewicht, das dazu beitragen könnte, die Inflation niedrig und stabil zu halten. Spätestens seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre sind sich die Zentralbanken zunehmend der potenziellen Wirkung bewusst, die die stärkere realwirtschaftliche und finanzielle Integration der Weltwirtschaft – die Globalisierung – auf die makroökonomische Entwicklung im Inland und insbesondere auf die Inflation ausübt. Anfang der 1990er Jahre hatte die eigentliche Integration Chinas, Indiens und des ehemaligen Sowjetblocks in die Weltwirtschaft eingesetzt und den latent vorhandenen Globalisierungskräften einen deutlichen Schub gegeben. Trägt dieser Prozess möglicherweise dazu bei, die Inflationsdynamik zu dämpfen und den Preisauftrieb besser im Zaum zu halten? Und welche neuen Herausforderungen könnte er der Geldpolitik dennoch bescheren?

Im Folgenden sollen diese Fragestellungen näher beleuchtet werden. Dabei wird zunächst untersucht, wie die Globalisierung die Motivation und die Fähigkeit der Zentralbanken zur Erreichung des Ziels der Preisstabilität gestärkt haben könnte. Anschließend wird erörtert, wie sie den Informationsgehalt traditioneller Orientierungsgrößen der Geldpolitik verändert und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie den Handlungsspielraum der Zentralbanken beeinflusst haben könnte. Abschließend wird auf potenzielle künftige Herausforderungen und Risiken sowie auf mögliche geldpolitische Reaktionen eingegangen.

### *Globalisierung, Motivation der Zentralbanken und Preisstabilität*

Die globale Disinflation der vergangenen Jahrzehnte zeichnet sich nicht zuletzt durch ihre beachtliche Breite aus (Grafik IV.9). Dieser Trend ist zweifelsohne in erster Linie auf die Entschlossenheit der Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung nach den Lehren aus der Phase hoher Inflation zurückzuführen (75. Jahresbericht). Die auffallend ähnliche Entwicklung in den einzelnen





Ländern trotz der unterschiedlichen geldpolitischen Handlungsrahmen, Wechselkursregime und sonstigen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen legt jedoch nahe, dass noch weitere gemeinsame Faktoren eine wichtige Rolle gespielt haben könnten – womit natürlich die Globalisierung im Mittelpunkt steht.

Die Globalisierung könnte es den Zentralbanken über mehrere Wege erleichtert haben, die Inflation zu senken und niedrig zu halten. Bei einigen dieser Kanäle erfolgt die Wirkung ganz direkt. So haben z.B. der verstärkte globale Wettbewerb an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten sowie die zunehmenden grenzüberschreitenden Investitionen (Grafik IV.10) eindeutig den Lohn- und Preisbildungsprozess und damit auch die Inflationsdynamik in den Industrieländern beeinflusst (Kapitel II). Bei anderen Kanälen ist die Wirkung indirekter und subtiler, wohl aber auch dauerhafter. Sie beruht weitgehend darauf, dass sie die Motivation der Zentralbanken zur Erreichung und Wahrung der Preisstabilität erhöht. Es lassen sich mindestens fünf Wirkungskanäle ausmachen.

Erstens dürfte die Globalisierung die Kosten der Disinflation deutlich gesenkt und dadurch den Disinflationsprozess beschleunigt haben. An Billigproduktionsstandorten weltweit hat sie eine Reihe positiver angebotsseitiger Entwicklungen mit sich gebracht, die sowohl einen Rückgang des Preisdrucks als auch eine Ausweitung der Produktion bewirkten. Indem die Zentralbanken diese Effekte nutzten und gleichzeitig ungünstigen Entwicklungen entgegentraten, waren sie in der Lage, die mit der Bekämpfung der Inflation verbundenen Kosten für Produktion und Beschäftigung zu senken.

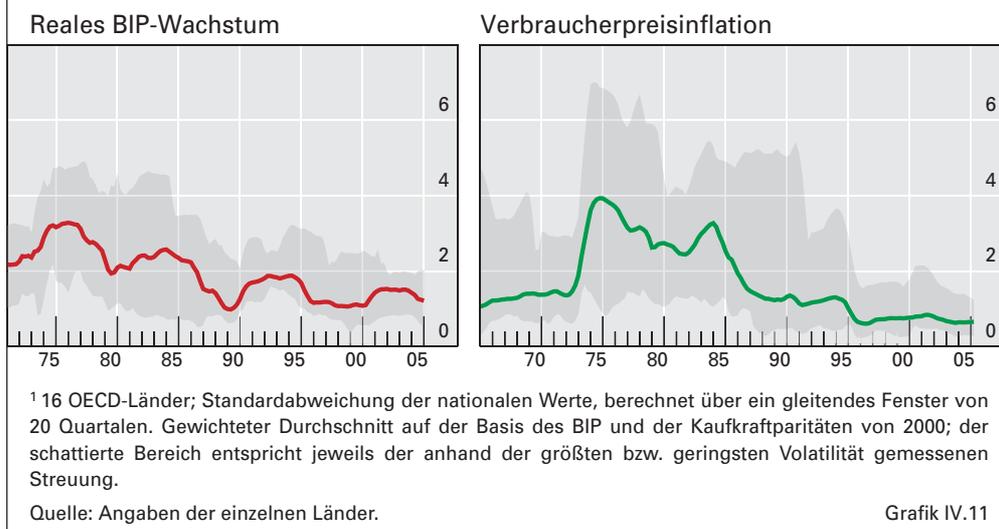
Zweitens wurden die geringeren Schwankungen der Wirtschaftsleistung vieler Länder (Grafik IV.11) zwar sicherlich von einer besseren geldpolitischen Steuerung begünstigt, doch die Globalisierung dürfte auch hier eine Rolle gespielt haben, indem sie Unternehmen und Anlegern neue Möglichkeiten zur Diversifizierung ihrer Länderrisiken bot. Zudem haben globale Lieferketten dazu beigetragen, das Problem länderspezifischer Kapazitätsengpässe zu

Globalisierung beeinflusst Inflationsprozess durch:

– Senkung der Disinflationskosten

– Abschwächung der nationalen Konjunkturzyklen

## Volatilität von Wachstum und Inflation in fortgeschrittenen Industrieländern<sup>1</sup>



mildern. In dem Maße, wie die Globalisierung konjunkturglättend gewirkt hat, hat sie natürlich auch die Fokussierung der Zentralbanken auf die Wahrung der Preisstabilität gefördert.

– Belohnung solider Wirtschaftspolitik

Drittens dürfte die Globalisierung der Geldpolitik eine stärkere Disziplin abfordern. Durch die wirtschaftliche und finanzielle Integration sind automatisch die Kosten eines langsameren Fortschritts bei der Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Leistung im Allgemeinen und bei der Erreichung der Preisstabilität im Besonderen tendenziell gestiegen. Eine hohe gesamtwirtschaftliche Leistung bewirkt, dass mehr globale Ressourcen ins Land fließen und das Wachstum stützen, während eine schwache wirtschaftliche Leistung einen – zuweilen raschen und destabilisierenden – Ressourcenabfluss nach sich ziehen kann. Vergangene Wirtschafts- und Finanzkrisen haben gezeigt, dass die globalen Märkte sehr wohl in der Lage sind, Ländern, deren wirtschaftspolitischer Rahmen als unzureichend beurteilt wird, empfindlich hohe Kosten aufzuerlegen.

– Verringerung der abwärtsgerichteten nominalen Rigiditäten

Viertens hat die Globalisierung möglicherweise die Bereitschaft der Zentralbanken erhöht, sehr niedrige Inflationsraten zu tolerieren, denn sie hat auch die Kosten einer Deflation gesenkt. Der zunehmende internationale Wettbewerb hat zur Effizienzsteigerung an den Faktor- und Fertiggütermärkten beigetragen. Außerdem hat er zusätzliche Anreize für institutionelle Reformen zur Erhöhung der Marktflexibilität geschaffen, insbesondere für Reformen, die die Rigidität der Löhne und Preise nach unten verringern. So ist eine geringfügige Deflation weniger besorgniserregend geworden, vor allem da es unter solchen Umständen möglich ist, weitere Gewinne zu erzielen. Die Bank of Japan hat jüngst betont, dass der Grad der Marktflexibilität ein wichtiges Kriterium für die Bestimmung der Inflationsbandbreiten ist, die mit der Preisstabilität vereinbar sind.

– Stärkung der Glaubwürdigkeit der Zentralbanken

Fünftens dürfte die Globalisierung dazu beigetragen haben, die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken zu erhöhen. Sie hat die Disinflation beschleunigt

und über die obengenannten Mechanismen auch anderen inflationären Kräften entgegengewirkt. Damit dürfte sie das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Fähigkeit der Zentralbanken zur erfolgreichen Inflationsbekämpfung gefestigt haben. Dieses Vertrauen wiederum dürfte die Kontrolle der Zentralbanken über den Inflationsprozess vergrößert haben, indem es dafür gesorgt hat, dass sich die Erwartungen der Verbraucher, Arbeitnehmer und Anleger zunehmend an denen der Zentralbanken ausrichten. Dieser sich selbst verstärkende Prozess dürfte dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen fester zu verankern.

Natürlich könnte dieser Kanal, wie auch die anderen Mechanismen, ebenso in die entgegengesetzte Richtung wirken, wenn der Widerstand gegen die Globalisierung wesentlich zunehmen würde. Eine solche Entwicklung ist zwar nach wie vor denkbar, aber gegenwärtig bleibt der Trend in Richtung einer stärkeren globalen Integration ungebrochen.

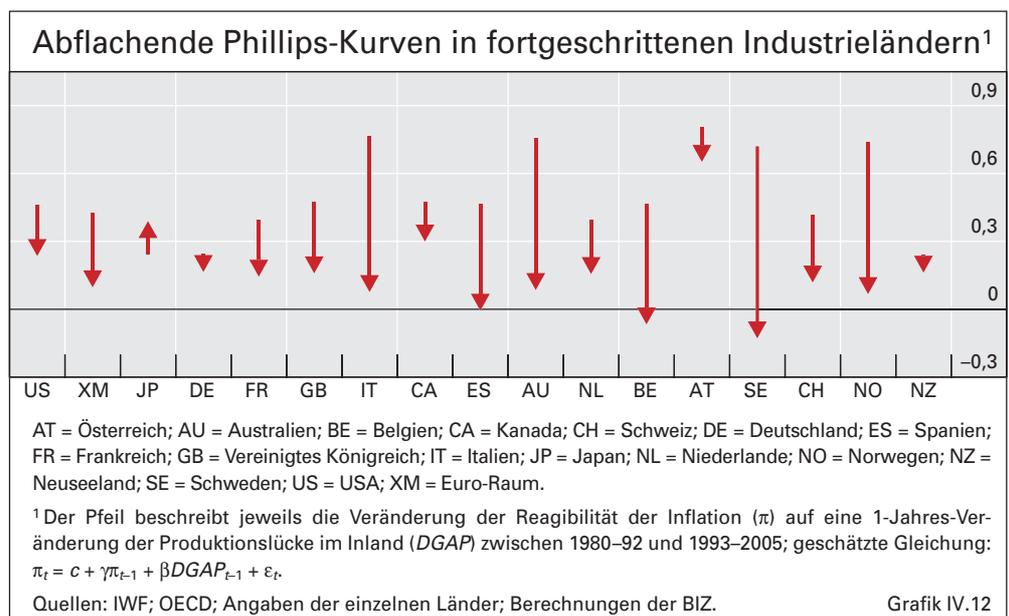
### Globalisierung und traditionelle geldpolitische Orientierungsgrößen

Der nachhaltige und vielfältige Einfluss der Globalisierung auf die nationalen Volkswirtschaften dürfte sich auch auf die traditionellen Orientierungsgrößen der Geldpolitik ausgewirkt haben. Diese Indikatoren werden von den Zentralbanken zur Beurteilung des Inflationsdrucks und zur Festlegung ihres geldpolitischen Kurses herangezogen. Sie umfassen insbesondere Messgrößen der inländischen Kapazitätsreserven, z.B. die Produktions- und die Beschäftigungslücke, sowie den natürlichen Zins.

Globalisierung verändert auch traditionelle Orientierungsgrößen der Geldpolitik

Was die freien Kapazitäten betrifft, so scheint die Inflation mittlerweile weniger stark auf traditionelle Messgrößen der inländischen Kapazitätsauslastung zu reagieren. Anders ausgedrückt scheinen sich die empirischen Phillips-Kurven, die verbreitet als wesentliches Analyseelement der Geldpolitik gelten, in den meisten Volkswirtschaften abgeflacht zu haben (Grafik IV.12). Dies wird häufig auf grundlegende Veränderungen des allgemeinen geldpolitischen Handlungsrahmens zurückgeführt, der nun viel stärker auf die

Inländische Kapazitätsreserven weniger verlässlich

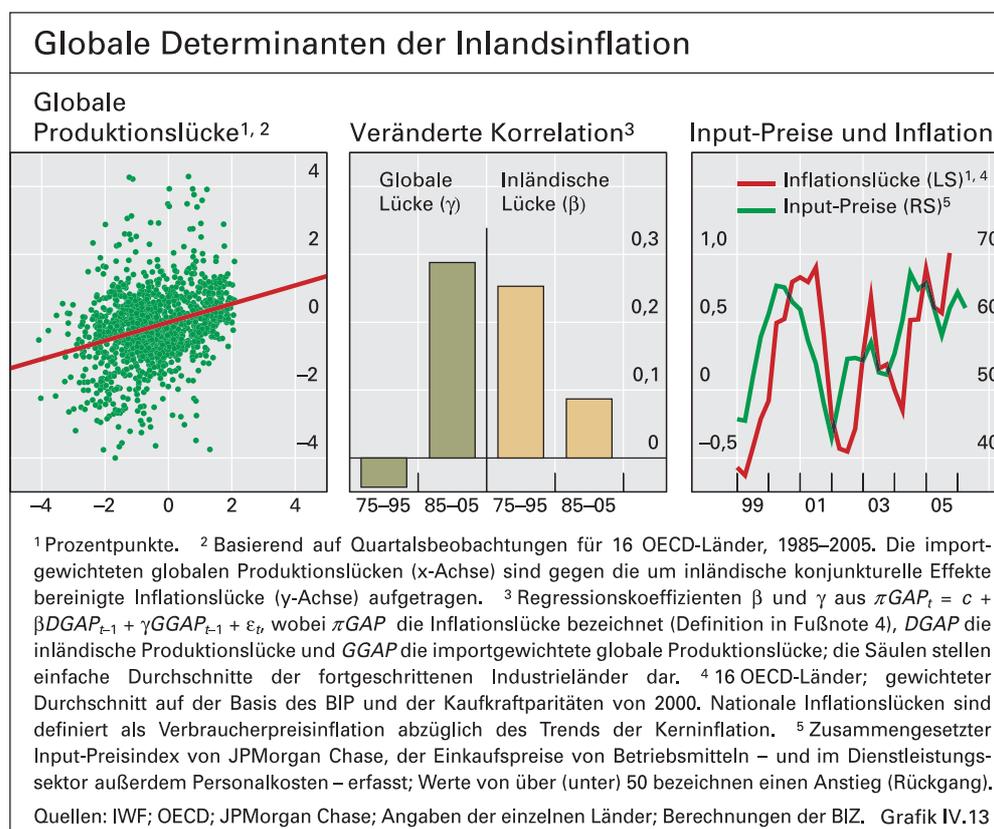


Preisstabilität und eine feste Verankerung der Inflationserwartungen ausgerichtet ist.

Eine komplementäre Sichtweise ist, dass globale Maße der Kapazitätsreserven für die Bestimmung der Inflation in einer globalisierten Welt gegenüber rein inländischen Messgrößen an Bedeutung gewonnen haben könnten. Dies heißt nicht, dass die Auswirkungen der inländischen Kapazitätsauslastung auf die Inflation keine Rolle mehr spielen, sondern vielmehr, dass sie sich nur durch eine globalere Betrachtung richtig beurteilen lassen. Der Wandel der Zusammenhänge ist zwar noch längst nicht abgeschlossen, doch eine globale Perspektive könnte mit Sicherheit erklären helfen, weshalb in einer Reihe von Industrieländern in letzter Zeit nur gemäßigter Lohn- und Preisdruck zu verzeichnen war. Auch die hohen Preise bestimmter Faktorinputs, die in großem Umfang an den internationalen Märkten gehandelt werden, z.B. Öl und andere Rohstoffe, könnten zum Teil auf den Einfluss der Globalisierung zurückzuführen sein (Kapitel III).

Globale Kapazitätsreserven wichtiger

Es gibt statistische Hinweise, dass globale Messgrößen der Kapazitätsauslastung als Bestimmungsgröße der Inlandsinflation mit der Zeit an Bedeutung gewonnen haben. So ist in den fortgeschrittenen Industrieländern eine positive und weiter zunehmende Korrelation zwischen der inländischen Güter- und Dienstleistungsinflation und Messgrößen der globalen Produktionslücken zu verzeichnen, während die Reagibilität der Inlandsinflation auf die jeweiligen inländischen Produktionslücken zurückgegangen ist (Grafik IV.13). Der Einfluss globaler Faktoren zeigt sich auch auf den vorgelagerten Ebenen des Produktionsprozesses, nämlich an der starken bivariaten Korrelation zwischen globalen Input-Preisen und der Inflation (ebenfalls Grafik IV.13). Empirische



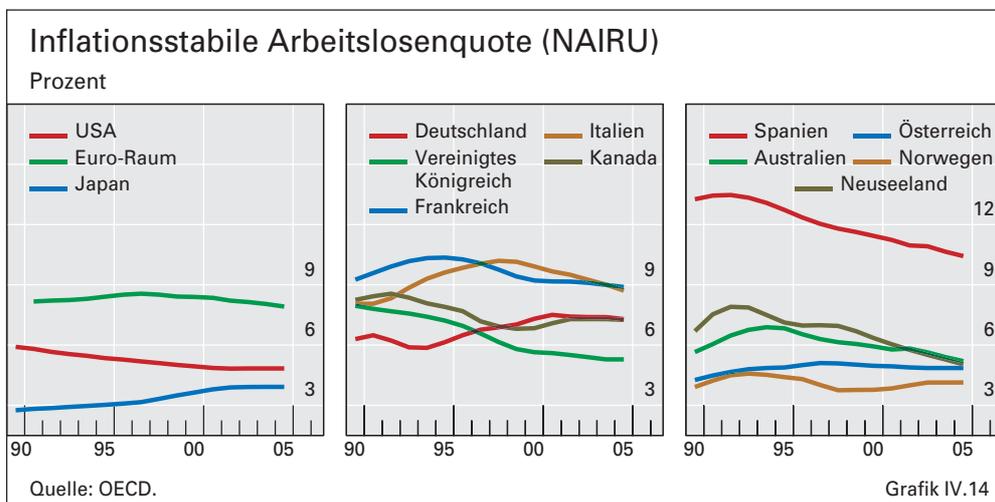
Untersuchungen bestätigen, dass diese beiden Korrelationen in den vergangenen zehn Jahren gleichzeitig mit der Vertiefung der globalen Wirtschaftsintegration sichtbar geworden sind. Wie genau die Globalisierung all diese Zusammenhänge verändert, lässt sich wohl noch nicht mit Sicherheit sagen. Dass sie sich auf die inländische Inflationsdynamik auswirkt, wird aber immer deutlicher. Mit Blick auf die Zukunft wäre durchaus zu vermuten, dass dieser Einfluss weiter zunimmt, solange der Trend in Richtung Globalisierung anhält.

Die Auswirkungen der Globalisierung auf die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) in den fortgeschrittenen Industrieländern sind weniger eindeutig. Einerseits hat der stärkere Importwettbewerb die Verlagerung von Arbeitskräften in Sektoren begünstigt, die einen komparativen Vorteil bieten. Dieser Reallokationsprozess dürfte die NAIRU tendenziell erhöhen, da die Schaffung und der Abbau von Arbeitsplätzen mehr Bewegung in den Arbeitsmarkt bringen. Andererseits dürften die stärkere Öffnung der Arbeitsmärkte und die Zuwanderung in die entgegengesetzte Richtung gewirkt haben, da die Arbeitskräfte angesichts des verschärften Konkurrenzdrucks ihre Ansprüche zurückgeschraubt haben (Kapitel II). Insgesamt deuten die jüngsten empirischen Daten darauf hin, dass die Öffnung der Arbeitsmärkte und die Zuwanderung in den fortgeschrittenen Industrieländern bislang stärker wiegen und damit zur Senkung der NAIRU beitragen (Grafik IV.14). Gleichwohl dürften in den einzelnen Ländern die Auswirkungen unter dem Strich davon beeinflusst worden sein, inwiefern sich die nationalen Arbeitsmärkte dem Globalisierungsprozess angepasst haben.

Einfluss auf NAIRU-Schätzungen ...

Die Globalisierung könnte auch zu einem Anstieg des langfristigen natürlichen Zinssatzes führen. Dieser kann definiert werden als das Leitzinsniveau, das mit einem nachhaltigen Produktionswachstum entsprechend dem Potenzial und somit auch mit langfristiger Preisstabilität im „steady state“ (d.h. unter Ausklammerung konjunktureller Effekte) im Einklang steht. Im aktuellen geldpolitischen Kontext hat dieses Konzept an Bedeutung gewonnen, da die Zentralbanken allmählich die starken monetären Impulse zurücknehmen, die mit den im historischen Vergleich niedrigen Zinsen einhergegangen waren. Der langfristige natürliche Zinssatz dürfte deshalb ansteigen, weil davon

... und auf natürlichen Zins



Tendenziell  
höherer natürlicher  
Zins aufgrund  
verschiedener  
Faktoren ...

auszugehen ist, dass die stärkere wirtschaftliche und finanzielle Integration einen effizienteren Einsatz von Arbeitskräften und Kapital fördert und auf diese Weise das langfristige Produktivitätswachstum und somit auch das Wachstumspotenzial ankurbelt. Die deutliche Ausweitung der globalen Erwerbsbevölkerung wirkt wohl in dieselbe Richtung, da sie zu einem Anstieg der marginalen Kapitalrendite beitragen dürfte.

... aber sinkende  
Risikoprämien  
führen eher zu  
niedrigeren  
konventionellen  
Schätzungen

Die Verwendung von Schätzungen des langfristigen natürlichen Zinssatzes als Orientierungsgröße für den kurzfristigen geldpolitischen Kurs wird jedoch durch zwei Faktoren erschwert, und zwar einen empirischen und einen konzeptuellen. Erstens ergibt sich aus empirischer Sicht das Problem, dass die Globalisierung der Finanzsysteme Druck auf die Risikoprämien ausüben könnte. Wenn die Globalisierung insgesamt zu einer besseren Risikoallokation geführt hat, dann dürften die Prämien auf Kapitalmarktzinsen insbesondere im längerfristigen Bereich tendenziell fallen. Insofern als die Zentralbanken, wie weithin üblich, die längerfristigen Zinssätze zur Schätzung des natürlichen Zinses heranziehen, würden Veränderungen der Prämien ihrerseits Schlussfolgerungen über den natürlichen Zinssatz erschweren. Die Risikoprämien könnten aber auch durch weitere Faktoren beeinflusst werden, was die Beurteilung noch komplizierter werden ließe. In solchen Fällen würden die Implikationen für den längerfristigen natürlichen Zins davon abhängen, ob die jüngsten Rückgänge als vorübergehend oder als dauerhaft eingestuft werden und ob davon ausgegangen wird, dass sie sich unterschiedlich auf den Leitzins und die längerfristigen Zinssätze auswirken (Kapitel VI).

Spannungen  
zwischen kon-  
junkturbereinigten  
und langfristigen  
natürlichen Zinsen

Zweitens dürfte in qualitativer Betrachtung der langfristige natürliche Zinssatz (die Risikoprämien einmal beiseite gelassen) zwar steigen, die Auswirkungen der Globalisierung auf den konjunkturbereinigten natürlichen Zins sind jedoch weniger klar. Sollte z.B. das Angebotswachstum die Nachfrageentwicklung auf kurze Sicht per saldo übertreffen, wäre ein Rückgang des konjunkturbereinigten natürlichen Zinssatzes zu erwarten. Dies impliziert Spannungen zwischen der unmittelbaren Auswirkung und dem späteren Kurs, auf den der Leitzins mittelfristig einschwenken könnte.

### *Globalisierung, Transmissionsmechanismus und geldpolitischer Handlungsspielraum*

Durch  
Globalisierung der  
Finanzsysteme ...

Für den Transmissionsmechanismus zwischen Leitzinsen und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage sowie den Spielraum der Geldpolitik bei der Festsetzung der Leitzinsen spielt die finanzielle Dimension der Globalisierung wohl die entscheidendere Rolle. Die finanzielle Globalisierung macht sich zwar schon länger bemerkbar, doch ihre Auswirkungen waren gerade in den letzten Jahren sehr deutlich zu spüren.

... möglicherweise  
schwächere  
Verbindung  
zwischen Leitzinsen  
und inländischen  
Vermögens-  
preisen ...

Die Globalisierung der Finanzsysteme hat zweifelsohne den Einfluss globaler Faktoren auf die inländischen Vermögenspreise verstärkt und dadurch den Zusammenhang zwischen dem Leitzinsniveau und den Renditen verschiedener Anlagekategorien und damit auch den Ausgaben geschwächt. Zwar könnte sich über die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Geldpolitik der Einfluss der Leitzinsen auf die Inflation verstärkt haben, jedenfalls insofern als die Globalisierung die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken erhöht hat. Doch an

integrierten globalen Finanzmärkten spiegeln die Risikoprämien in der Regel eher globale Einflüsse wider, insbesondere bei Vermögenswerten mit längeren Laufzeiten. Im Berichtszeitraum kam es zu erheblichen Veränderungen der Risikobereitschaft der globalen Anleger sowie ihrer Präferenz für bestimmte Anlagekategorien. Diese Veränderungen betrafen Staats- wie auch Unternehmensanleihen und selbst Immobilien (Kapitel VI und VII).

Die Globalisierung der Finanzmärkte könnte auch den Handlungsspielraum der Geldpolitik in den einzelnen Ländern etwas eingeschränkt haben. Bei flexiblen Wechselkursen behalten die Zentralbanken natürlich letztlich die Entscheidungsfreiheit über die Inflationsraten in ihrem Land. Allerdings wird die Kalibrierung der Inlandszinsen durch die größere Reagibilität der Kapitalströme auf vermeintliche Renditedifferenzen erschwert, was zu einer Verschärfung geldpolitischer Zielkonflikte insbesondere zwischen binnenwirtschaftlichem und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht führen kann. Dies belegen die jüngsten Erfahrungen von Ländern, in denen das Zinsniveau im internationalen Vergleich relativ hoch war und die aus diesem Grund Ziel von Carry-Trades wurden (Kapitel V). Ceteris paribus steigern Wechselkursüberlegungen die impliziten Kosten der Bemühungen, eine Angleichung der nationalen Zinssätze an die globalen Kapitalmarktsätze zu verhindern. Strategisch betrachtet hat die finanzielle Globalisierung nicht nur die Entwicklung der Kapitalströme verstärkt ins Blickfeld der geldpolitischen Entscheidungsträger gerückt, sie beeinflusst auch die Tragfähigkeit verschiedener Arten von Wechselkursregimen.

... und geringerer Spielraum der Zentralbanken

#### *Herausforderungen, Risiken und mögliche geldpolitische Reaktionen*

Die obige Analyse lässt darauf schließen, dass die Globalisierung den Zentralbanken geholfen hat, die Inflation zurückzuführen und auf einem niedrigen Niveau zu halten, zugleich aber neue Herausforderungen birgt, mit denen es sich auseinander zu setzen gilt. Eine gemäßigte Inflationsentwicklung, als in diesem Stadium des Konjunkturzyklus vielleicht zu erwarten gewesen wäre, sowie das Rätsel niedriger langfristiger Zinsen sind nur einige der jüngsten Symptome, die möglicherweise auf ein grundlegend neues, durch globale Kräfte bestimmtes geldpolitisches Umfeld hinweisen. Für die geldpolitischen Entscheidungsträger stellt sich die zentrale Frage, ob sich die alten Spielregeln so sehr geändert haben, dass sie es ihnen erschweren, die geldpolitischen Ziele zu erreichen. Unmittelbare Herausforderungen ergeben sich aus dem verstärkten Einfluss globaler Faktoren auf die Bestimmung der Inlandsinflation sowie aus dem Risiko potenzieller Deflationsphasen.

Wichtige Herausforderungen sind z.B. ...

Eine erste Herausforderung betrifft die Notwendigkeit, globale Faktoren bei der Beurteilung des *kurzfristigen* Inflationsdrucks zu berücksichtigen. Eine ausschließliche Ausrichtung auf Messgrößen der inländischen Kapazitätsauslastung kann die Geldpolitik auf die falsche Fährte führen, je nachdem, wie stark diese Messgrößen globale Einflüsse widerspiegeln. Der kurzfristige Inflationsdruck würde unterschätzt, wenn die globalen Kapazitäten stärker ausgelastet wären als die inländischen, und überschätzt, wenn die globalen Kapazitätsreserven die Engpässe im Inland ausglich. In der gegenwärtigen geldpolitischen Situation könnten solche Überlegungen z.B. eine Erklärung

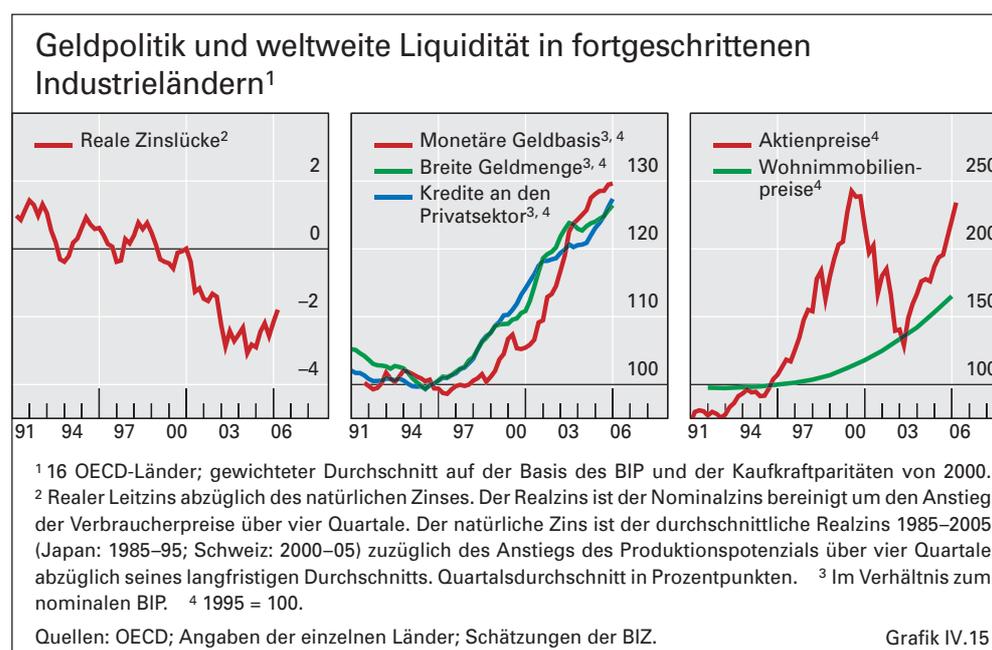
... Kalibrierung der geldpolitischen Reaktion bei geänderten Orientierungsgrößen ...

dafür liefern, warum die steigende inländische Kapazitätsauslastung in einigen fortgeschrittenen Industrieländern dennoch mit einer überraschend gemäßigten Inflationsentwicklung einhergeht. Sollten jedoch keine globalen Kapazitätsreserven mehr verfügbar sein, könnte sich in diesen Ländern plötzlich ein erheblicher Inflationsdruck aufbauen.

... mittelfristige  
Implikationen für  
finanzielle  
Ungleichgewichte ...

Eine zweite Herausforderung bezieht sich eher auf die Notwendigkeit, globale Faktoren bei der Beurteilung der *mittelfristigen* Aussichten, d.h. der kumulierten Auswirkungen der Geldpolitik im Laufe der Zeit, zu berücksichtigen (Grafik IV.15). Gemessen an traditionellen Schätzungen des langfristigen natürlichen Zinssatzes befinden sich die Leitzinsen nun schon ungewöhnlich lange auf ausgesprochen niedrigem Niveau. Noch dazu geschieht dies genau zu einer Zeit, da aufgrund der günstigen Auswirkungen der Globalisierung auf das langfristige Wachstumspotenzial eher ein Anstieg der natürlichen Zinsen zu erwarten wäre. Es stellt sich die Frage, ob solche anhaltenden Abweichungen nicht auf längere Sicht unerwünschte Folgen nach sich ziehen könnten, indem sie zur Entstehung von Ungleichgewichten beitragen, die irgendwann vielleicht Verwerfungen auslösen. So sind die ungewöhnlich niedrigen Leitzinsen in vielen Teilen der Welt mit einer außerordentlich starken Ausweitung der Geldmengen- und Kreditaggregate sowie mit einem längeren Vermögenspreisboom insbesondere bei Wohnimmobilien einhergegangen.

Dazu hat sowohl die Geldpolitik der G10-Länder als auch die der aufstrebenden Volkswirtschaften einen Beitrag geleistet. Im Zusammenhang mit der Globalisierung der Finanzsysteme hat die akkommodierende Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern einen Abwertungsdruck auf deren Währungen und folglich einen Aufwertungsdruck auf die übrigen Währungen bewirkt. Um dem entgegenzutreten, haben die aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Zinsen häufig niedrig gehalten, selbst wenn inländische Faktoren ein höheres Zinsniveau gerechtfertigt hätten. Zudem haben die Bemühungen dieser Länder, eine Aufwertung zu verhindern, zu einem raschen Anstieg



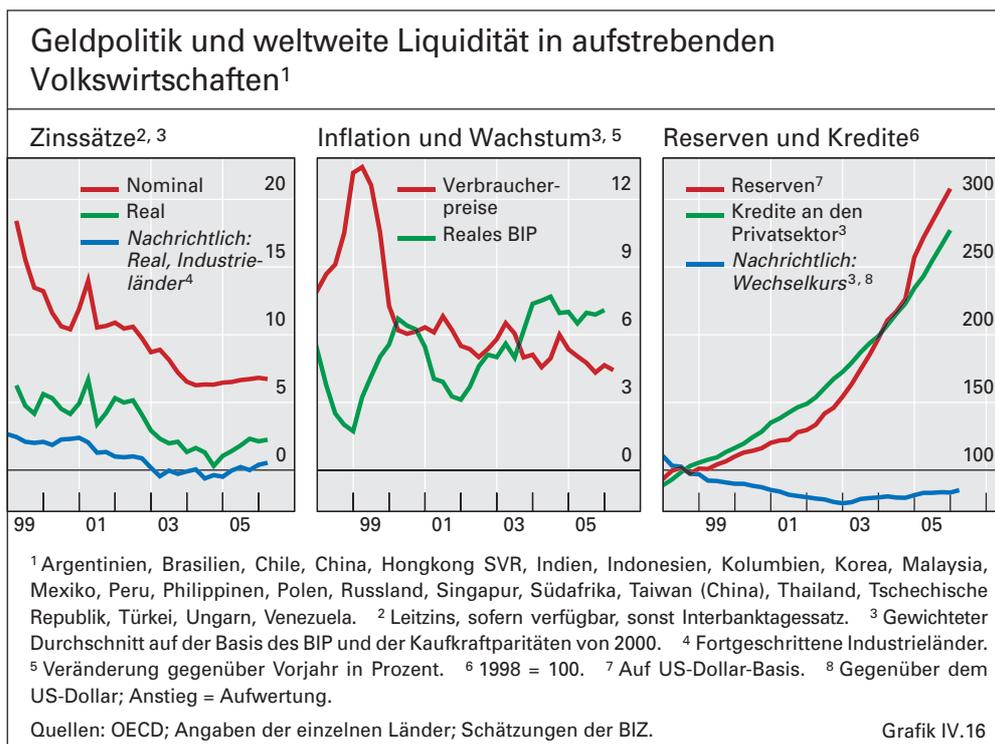
sowohl ihrer Währungsreserven (Kapitel V) als auch ihrer Geldmengen- und Kreditaggregate geführt (Grafik IV.16). Wie in Kapitel III erläutert wurde, ist zu befürchten, dass ein umso stärkerer Inflationsdruck entsteht bzw. dass ein Abbau der finanziellen Ungleichgewichte die Konjunktur beeinträchtigen und zu einer unerwünschten Disinflation beitragen könnte.

All dies führt zu einer dritten Herausforderung, die die Deflationsrisiken betrifft. In einem Umfeld niedriger Inflation macht die Globalisierung es wohl umso wichtiger, die Kräfte zu verstehen, die dem sporadisch entstehenden Deflationsdruck zugrunde liegen können. Ein Abwärtsdruck auf die Preise, der von günstigen globalen Angebotsentwicklungen ausgeht, dürfte die Wahrscheinlichkeit einer Deflation, d.h. eines Rückgangs des allgemeinen Preisniveaus, erhöhen. Allerdings wurde bereits im 73. Jahresbericht betont, dass angebotsinduzierte Deflationen ceteris paribus eher mit anhaltendem Produktionswachstum, realen Lohnzuwächsen, Preisanstiegen bei den Vermögenswerten sowie soliden Unternehmensbilanzen und starken Vermögenspositionen der privaten Haushalte einhergehen. Die Kosten solcher deflationären Phasen wären natürlich weitaus geringer als bei nachfrageinduzierten Deflationen. Vor diesem Hintergrund könnten sich die Zentralbanken ungewollt zu sehr gegen das Risiko solch „guter“ oder zumindest „harmloser“ Deflationen stellen. Dies könnte zur Entstehung der obenerwähnten kumulierten Boom-Bust-Ungleichgewichte beitragen. Paradoxiertweise könnte dadurch sogar der Grundstein für „schlechte“ Deflationen gelegt werden, die im weiteren Verlauf mit einem abrupten Abbau finanzieller Ungleichgewichte verbunden sein könnten.

Wie können die Zentralbanken die geldpolitischen Herausforderungen bewältigen, die durch den größeren Einfluss globaler Faktoren auf inländische

... und Untersuchung der Ursachen eines möglichen Deflationsdrucks

Zentralbanken könnten ...



Entwicklungen entstehen? Denkbar wären Maßnahmen im Zusammenhang mit Überwachung, Forschung oder multilateralen Initiativen.

... Überwachung  
externer  
Entwicklungen  
verbessern ...

Die Zentralbanken könnten die Überwachung externer Entwicklungen stärker in ihre regelmäßige Beurteilung des geldpolitischen Umfelds einbeziehen, um potenzielle globale Problemherde bereits früher ausmachen zu können. Dazu könnten sie z.B. der Aufgliederung der Daten nach Sektoren bzw. Marktsegmenten größere Beachtung schenken, als dies bislang der Fall ist. Das würde der zunehmenden Bedeutung der internationalen Verknüpfungen zwischen verschiedenen Produktlinien Rechnung tragen und damit umso mehr auch dem globalen Inflationsdruck, der durch die weltweite Integration der Input-Märkte entstehen könnte. Auch verstärkte Bemühungen um aktuellere und präzisere Echtzeitdaten könnten von großem Nutzen sein, insbesondere mit Blick auf die Überwachung der globalen Kapazitätsreserven.

... Verfügbarkeit  
und Aktualität von  
Daten erhöhen ...

... und Forschung  
zum besseren  
Verständnis der  
facettenreichen  
Globalisierung  
vorantreiben

Die stärkere Berücksichtigung der globalen Perspektive erfordert es außerdem, die Forschung mit dem Ziel voranzutreiben, das Wesen der zunehmend integrierten Weltwirtschaft besser zu verstehen. Dabei sollten vor allem bereits bestehende internationale Modelle des Konjunkturzyklus und der Inflation weiterentwickelt werden. Hier würde es sich anbieten, die Analyseinstrumente dahingehend zu verfeinern, dass sie internationale Spillover-Effekte, die Beschränkungen der bestehenden Wechselkursregime bei der Abschirmung der inländischen Inflationsentwicklung über längere Zeiträume hinweg sowie den jeweiligen Öffnungsgrad an den Arbeits-, Kapital-, Güter- und Dienstleistungsmärkten genauer erfassen. Auch die sicher nicht leichte Erarbeitung von Top-down-Ansätzen, bei denen die Dynamik der Weltwirtschaft nicht einfach über eine Aggregation der Entwicklungen in den einzelnen Ländern untersucht wird, wäre sinnvoll. Außerdem wäre eine bessere Integration und systematischere Interpretation der realwirtschaftlichen und finanziellen Bestimmungsgrößen globaler Konjunkturschwankungen wünschenswert. Solche Bemühungen würden dazu beitragen, die globalen Dimensionen des monetären Transmissionsmechanismus und die damit zusammenhängenden geldpolitischen Herausforderungen näher zu beleuchten.

Globalisierung  
verdeutlicht  
potenziellen Nutzen  
eines multilateralen  
Vorgehens

Schließlich wird durch die zunehmenden Auswirkungen der Globalisierung auf die Inlandsinflation sehr deutlich, dass eine stärkere Nutzung gemeinsamer geldpolitischer Foren und entsprechende multilaterale Initiativen zusätzliche Vorteile bieten können. Insofern als globale Faktoren an Bedeutung gewinnen, könnten sich länderspezifische geldpolitische Reaktionen als nicht mehr ausreichend erweisen. Umso wichtiger ist ein multilateraler Konsens über Diagnosen, potenzielle Lösungen und möglichst auch über Umsetzungsstrategien.

## V. Devisenmärkte

### Schwerpunkte

Die Aufwertung des US-Dollars auf breiter Front, die Stabilität des Euro und der allgemeine Abwärtstrend des Yen waren über weite Teile des Jahres 2005 die wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten. Bis Dezember verzeichnete der Dollar deutliche Gewinne gegenüber dem Euro, dem Yen und einigen anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen – insbesondere dem Pfund Sterling, aber auch dem australischen und dem Neuseeland-Dollar. Gegenüber den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften war sein Trend weniger einheitlich. Die Währungen Asiens blieben recht stabil oder werteten ab, während einige lateinamerikanische Währungen zulegten. Ab Dezember 2005 kehrte sich der Aufwärtstrend des US-Dollars um.

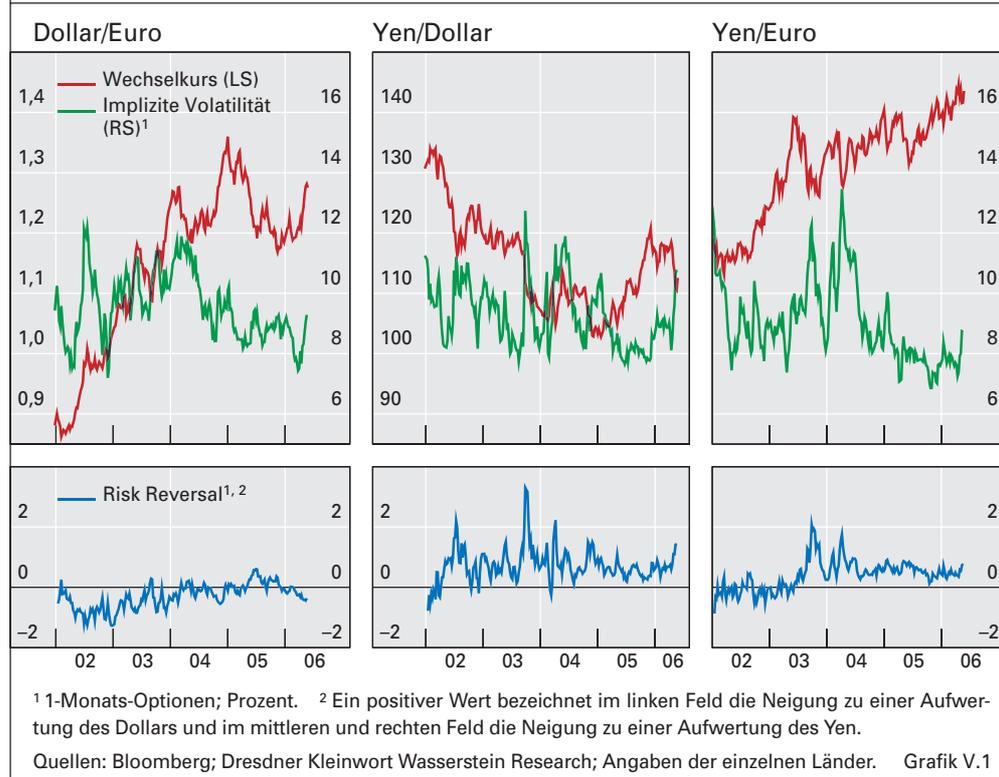
Wie in früheren Jahren wurden die Wechselkursentwicklungen während des Berichtszeitraums von drei Hauptfaktoren bestimmt. Vor dem Hintergrund einer weiteren Normalisierung der Leitzinsen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen bei noch immer reichlich vorhandener globaler Liquidität waren erstens Zinsdifferenzen weiterhin ein bedeutender Bestimmungsfaktor der Wechselkursbewegungen. Dabei zeigte sich das Streben nach Renditen häufig in Form von Carry-Trades. Zweitens stiegen Leistungsbilanzdefizit und Nettoauslandsverbindlichkeiten der USA zwar weiter an, wurden aber weniger beachtet als im Zeitraum 2002–04. Trotz der zunehmenden Schuldenlast blieb das Nettoeinkommen aus dem US-Auslandsvermögen 2005 zumeist positiv, sodass der Druck für eine sofortige Korrektur nachließ. Dieses Kapitel beleuchtet die Trends und Bestimmungsfaktoren des Nettovermögens Einkommens in den USA und anderen Industrieländern und erörtert mögliche Implikationen für die Tragbarkeit der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Drittens hielt der fortgesetzte Reserven aufbau in China die Abwertung des Dollars gegenüber dem Renminbi in Grenzen. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens dagegen wuchsen die Reserven langsamer. Die Änderung des chinesischen Wechselkursregimes im Juli 2005 erregte große Aufmerksamkeit, hatte aber bis Mitte Mai 2006 nur moderate Auswirkungen auf die Devisenmärkte.

Die Bedingungen an den Devisenmärkten waren von hohen Umsätzen und insgesamt niedriger Volatilität geprägt. An einigen kleineren Märkten kam es allerdings zu steilen Anstiegen der Volatilität, vor allem im Jahr 2006.

### Entwicklungen an den Devisenmärkten

Innerhalb des Berichtszeitraums lassen sich zwei Phasen unterscheiden. In der ersten, von Februar bis Ende November 2005, wertete der Dollar allgemein auf. Er gewann auf nominaler effektiver Basis 5%, gegenüber dem Euro rund 10%

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

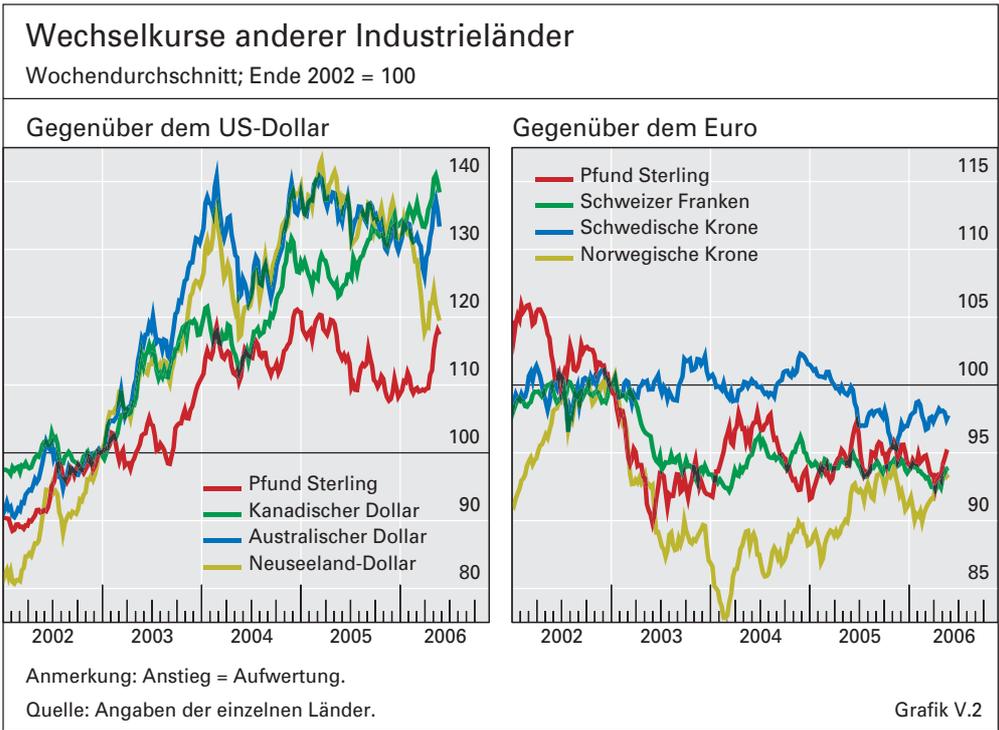


Allgemeine  
Aufwertung des  
Dollars von Februar  
bis Ende November  
2005 ...

und gegenüber dem Yen etwa 15% (Grafik V.1). Auch gegenüber anderen Währungen mit flexiblen Wechselkursen festigte er sich, und zwar insbesondere gegenüber dem australischen und dem Neuseeland-Dollar sowie den meisten europäischen Währungen außerhalb des Euro-Raums, namentlich dem Pfund Sterling (Grafik V.2). Dagegen legte der kanadische Dollar im Verhältnis zum US-Dollar um 5% zu und durchbrach damit das zuvor beobachtete Muster generell synchroner Bewegungen mit dem australischen und dem Neuseeland-Dollar.

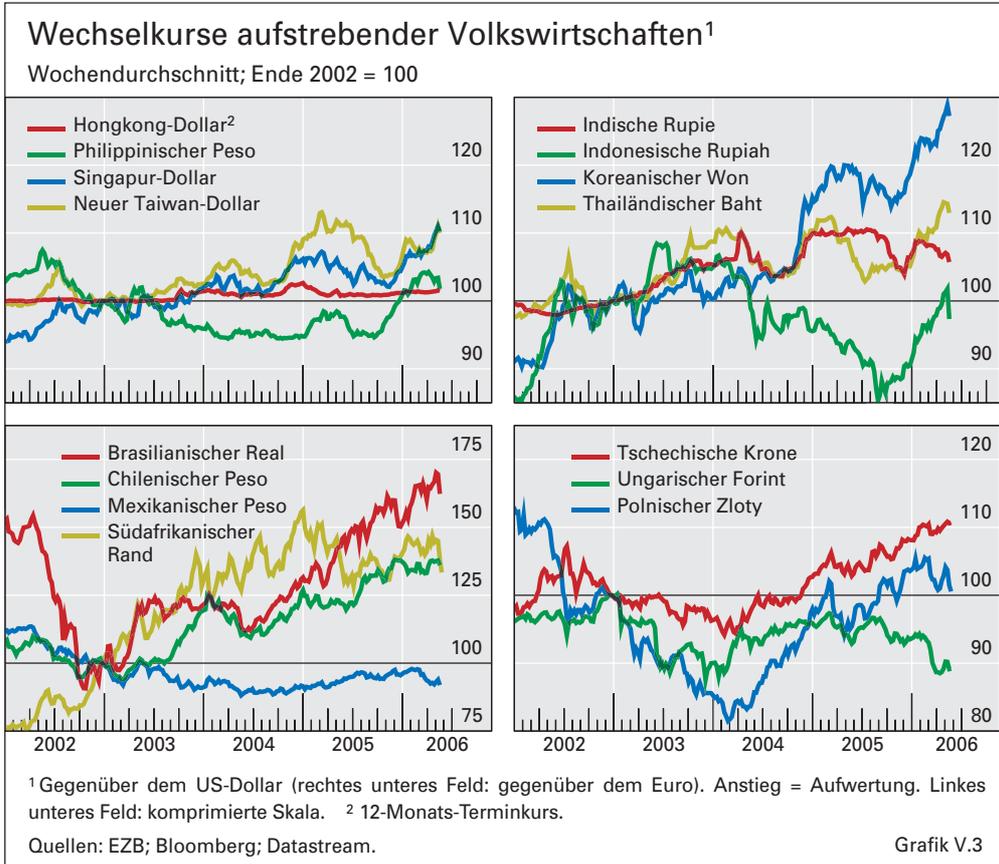
Der Euro blieb bis Dezember 2005 auf nominaler effektiver Basis in etwa stabil. Gegenüber dem Yen wies er eine Aufwertungsstendenz auf, während er sich gegenüber anderen europäischen Währungen in unterschiedliche Richtungen entwickelte. Im Verhältnis zur schwedischen Krone legte er zu, gegenüber dem Schweizer Franken zeigte er keinen erkennbaren Trend, und gegenüber dem Pfund Sterling sowie der norwegischen Krone verlor er etwas an Boden. Der Yen verfolgte zumeist einen Abwärtstrend. Seine Verluste gegenüber dem Dollar und dem Euro, aber auch den Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien waren erheblich.

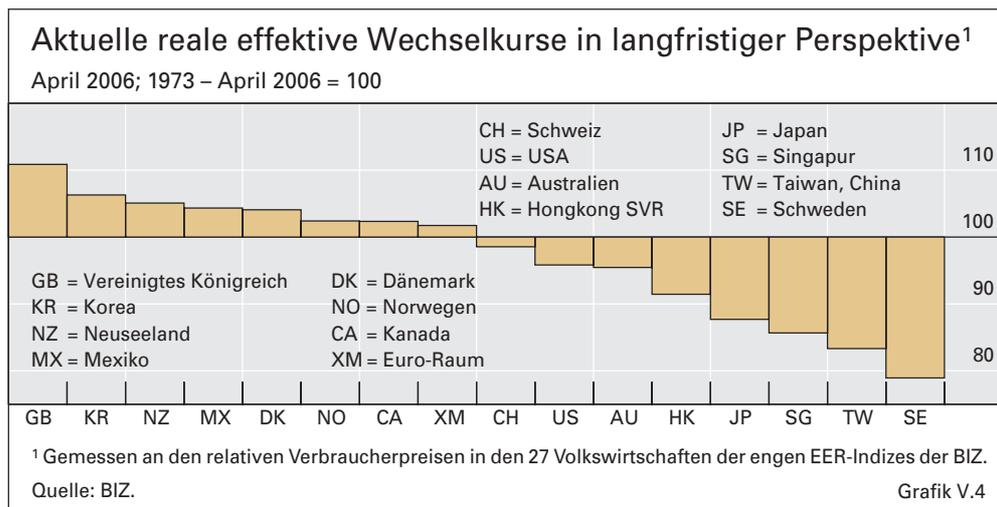
Die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelten sich weniger einheitlich. Mehrere von ihnen – insbesondere der thailändische Baht, der Neue Taiwan-Dollar und die indonesische Rupiah – werteten gegenüber dem US-Dollar deutlich ab (Grafik V.3), während viele lateinamerikanische Währungen stärker wurden. Beim südafrikanischen Rand und bei den Währungen osteuropäischer Länder waren die Trends weniger eindeutig.



In der zweiten Phase, von Dezember 2005 bis Mitte Mai 2006, verlor der Dollar gegenüber manchen Währungen an Boden. Gegenüber dem Yen büßte er rund 9% ein, gegenüber dem Euro und dem Pfund Sterling jeweils 10%. Der Yen beendete seine Talfahrt. Nach den Risk Reversals zu urteilen, veränderten

... ab Dezember 2005 teilweise umgekehrt





sich zugleich die Anlegererwartungen; einer Aufwertung des Dollars wurde offenbar geringere Wahrscheinlichkeit zugeschrieben (Grafik V.1). Der Euro wertete gegenüber einigen Währungen und auf nominaler effektiver Basis tendenziell auf. Der kanadische Dollar setzte seinen Aufschwung auf breiter Front fort.

In dieser zweiten Phase verloren die Währungen einiger Industrieländer deutlich an Wert. Der australische und der Neuseeland-Dollar tendierten noch bis April 2006 nach unten. Bemerkenswert war auch die Abkopplung des Schweizer Frankens vom Euro. Im Gegensatz hierzu gewannen die Währungen aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften im Allgemeinen – und der Won, die Rupiah, der Baht, der philippinische Peso sowie der Singapur-Dollar im Besonderen – tendenziell erheblich gegenüber dem Dollar und in geringerem Umfang gegenüber dem Yen.

Die Betrachtung der wichtigsten Wechselkurse aus einer längerfristigen Perspektive zeigt, dass der Dollar und der Euro derzeit auf realer effektiver Basis weiterhin nahe bei ihren langfristigen Durchschnittswerten stehen, das Pfund Sterling allerdings noch immer um rund 10% darüber (Grafik V.4). Die schwedische Krone, der Yen und die Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften in Asien dagegen notieren mehr als 10% unterhalb ihrer langfristigen Durchschnittswerte.

#### *Lage an den Devisenmärkten*

Ruhige Märkte,  
 doch hohe Umsätze

Volatilität und Umsatz zeigten in diesen beiden grundlegenden Phasen der Wechselkursentwicklung jeweils ähnliche Verlaufsmuster. Von Januar bis November 2005 waren die Devisenmärkte bei reichlich vorhandener globaler Liquidität recht ruhig, und die Umsätze waren hoch. Die implizite Volatilität der wichtigsten Wechselkurse war geringer als in früheren Jahren und tendenziell rückläufig (Grafik V.1). Im Dezember stieg die Volatilität an einigen Märkten an – vor allem am Yen/Dollar- und am Yen/Euro-Markt –, was auf zunehmende Unsicherheit hindeutete. Auslöser dieser größeren Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung des Yen waren, wie weiter unten erörtert wird, Spekulationen über das Ende der japanischen Politik der quantitativen Lockerung und die potenziellen Folgen für die Finanzmärkte, insbesondere für die Finanzierung von Carry-Trades. An einigen kleineren Märkten hatte die wachsende

Unsicherheit Kurseinbrüche zur Folge, die sich zum Teil auch auf andere Währungen auswirkten.

Der lebhafte Umsatz hatte seinen Ursprung wie schon zuvor in einem hohen Volumen von Mitteln, mit denen Anleger in einem breiten Spektrum von Währungen Renditen zu erzielen suchten. Dieses Renditestreben trug auch zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise an den Rohstoffmärkten bei, die seit einiger Zeit durch wachsende Zuflüsse von Anlagemitteln infolge der starken globalen Nachfrage beeinflusst werden. Seit Anfang 2002 sind die markt-breiten Rohstoffpreisindizes, auf das Jahr gerechnet, um nahezu 10% gestiegen, und der Preisanstieg für bestimmte Rohstoffe wie Gold fiel noch größer aus. Von Mitte 2001 bis September 2005 stiegen die Goldpreise mit einer Jahres-

Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr							
Mrd. US-Dollar							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Nachrichtlich: Stand Dez. 2005
	Zu jeweiligen Wechselkursen						
Insgesamt	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4 170,8
Industrieländer	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1 292,2
USA	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Euro-Raum	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japan	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Aufstrebendes Asien	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1 821,6
China	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Hongkong SVR	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
Indien	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesien	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Korea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Malaysia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Philippinen	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapur	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, China	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Thailand	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Nettoölexporteure <sup>1</sup>	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
Mexiko	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Russland	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Naher Osten <sup>2</sup>	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
Lateinamerika <sup>3</sup>	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentinien	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasilien	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
Mittel- und Osteuropa <sup>4</sup>	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	Zu konstanten Wechselkursen von Ende 2004						
Insgesamt	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2 890,0
Dollarreserven	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1 869,8

<sup>1</sup> Länder mit Nettoölexporten von mehr als 0,5 Mio. Barrel pro Tag. <sup>2</sup> Ohne Irak und Iran. Saudi-Arabien: ohne Anlagen in ausländischen Wertpapieren. <sup>3</sup> Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela. <sup>4</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.1

rate von rund 14%. Mitte Mai 2006 war mit \$ 726 je Feinunze der höchste Stand seit 25 Jahren erreicht. Das entsprach einer Steigerungsrate von 60% ab September 2005.

#### *Trends bei den Währungsreserven*

Weiterer Reserven-  
aufbau

Die Zentralbanken stockten ihre Währungsreserven weiterhin erheblich auf (Tabelle V.1). Anders als in den Vorjahren, als mehrere asiatische Zentralbanken zu dem kräftigen Reservenaufrüstung der Region beigetragen hatten, konzentrierte sich dieser im Jahr 2005 zu 80% auf China. Dessen Reserven wuchsen um weitere \$ 200 Mrd. und beliefen sich zum Jahresende 2005 auf über \$ 800 Mrd. bzw. 20% der weltweiten Reserven. Auch die ölexportierenden Länder erhöhten ihre Reserven in raschem Tempo. Das größte Wachstum wurde in Russland verzeichnet. Dagegen verlangsamte sich der Reservenaufrüstung in den meisten anderen Volkswirtschaften, besonders in Indien, Korea, Malaysia und Taiwan (China).

### Wechselkursbewegungen und ihre Bestimmungsfaktoren

Wechselkurs-  
entwicklung von  
drei Hauptfaktoren  
geprägt

Wie in früheren Jahren wurden die Wechselkursentwicklungen im Berichtszeitraum offenbar von drei Hauptfaktoren geprägt. Erstens schienen die Wachstumsaussichten der einzelnen Länder und die Zinsdifferenzen die wichtigsten Währungen, aber auch die Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften zu bestimmen. Zweitens wurde der Dollar zeitweise durch das wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA gedrückt, dessen Einfluss allerdings weit weniger spürbar war als in den vorangegangenen Jahren. Drittens schließlich wurde die Entwicklung der Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften – besonders in Asien – weiterhin durch die Wechselkurspolitik und die Interventionspraktiken in den betreffenden Ländern geprägt, auch wenn diese etwas von früheren Mustern abwichen.

#### *Wachstum und Zinsdifferenzen*

Sowohl die tatsächlichen als auch die erwarteten Wachstumsraten und Zinsdifferenzen waren anscheinend die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Wechselkursbewegungen im vergangenen Jahr. Zwar gibt es keinen robusten statistischen Zusammenhang zwischen aktuellen oder erwarteten Zinsdifferenzen und Wechselkursbewegungen über lange Zeiträume, doch ist bei bestimmten Währungspaaren in beiden Phasen des Berichtszeitraums eine positive Korrelation erkennbar.

Zinsdifferenzen  
günstig für den  
Dollar

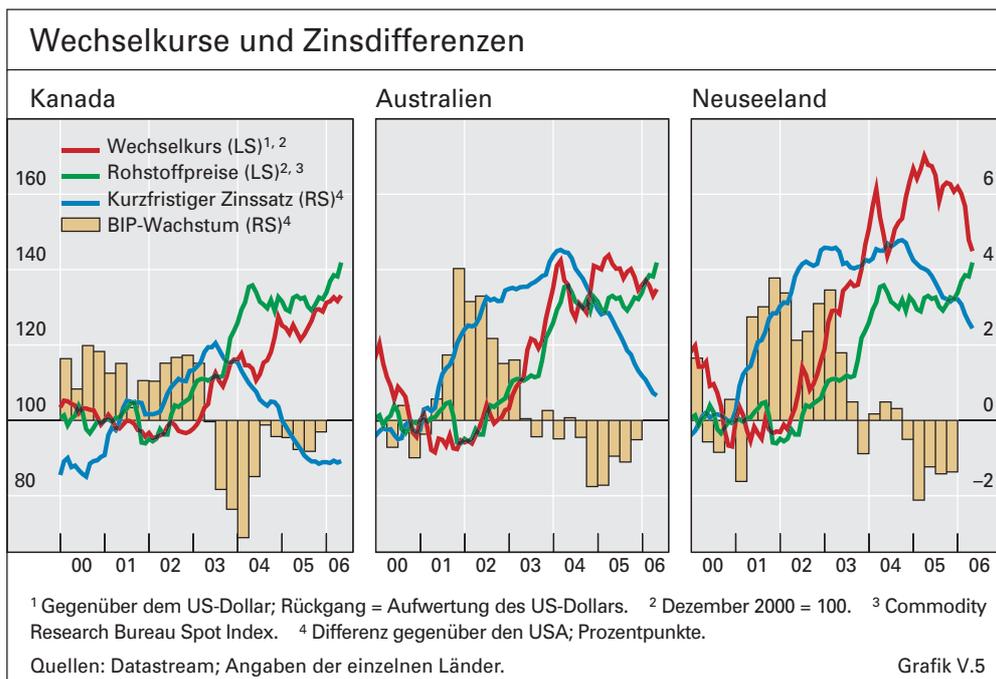
So war die über weite Teile des Jahres 2005 zu beobachtende Stärkung des Dollars gegenüber Euro und Yen Ausdruck der gestiegenen Zinsdifferenzen infolge der weiteren Straffung der US-Geldpolitik. Auch gaben einige Währungen – insbesondere das Pfund Sterling, der australische und der Neuseeland-Dollar sowie die schwedische Krone – nach mehreren Jahren kräftiger Aufwertung gegenüber dem Dollar nach, als sich die Zinsdifferenzen zugunsten der USA veränderten. Indessen wertete der kanadische Dollar bei weiterhin relativ stabiler Zinsdifferenz gegenüber dem US-Dollar auf.

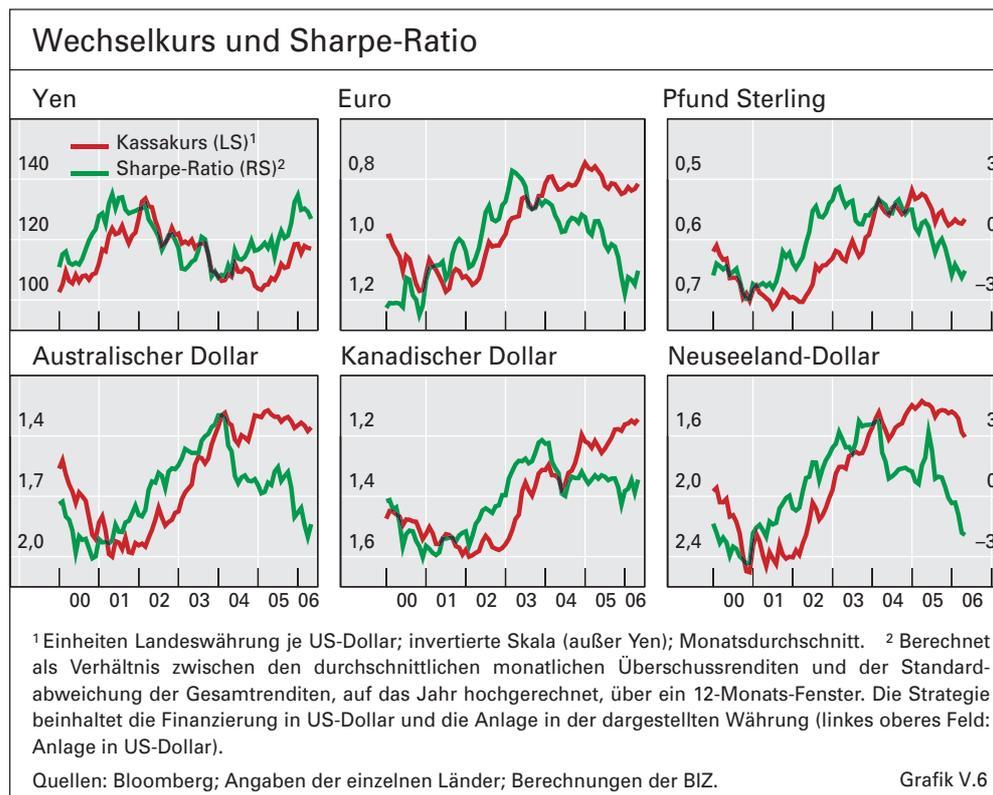
Veränderungen der Zinsdifferenzen hätten den australischen und den Neuseeland-Dollar vielleicht noch stärker belastet, und der kanadische Dollar hätte möglicherweise nicht aufgewertet, wenn diese Währungen nicht von hohen Rohstoffpreisen profitiert hätten (Grafik V.5). Auch die Währungen anderer Rohstoffexporteure wie Chile und Südafrika gerieten durch die steigenden Rohstoffpreise unter Aufwertungsdruck.

Ab Dezember 2005 kehrte sich der Aufwärtstrend des Dollars gegenüber dem Euro und dem Yen teilweise um, während sich zugleich die Einschätzung hinsichtlich der geldpolitischen Zyklen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen wandelte. Insbesondere rechneten die Marktteilnehmer allmählich mit steigenden Leitzinsen im Euro-Raum und in Japan.

Die Aussicht auf steigende Leitzinsen in Japan und die Möglichkeit einer damit verbundenen Yen-Aufwertung erregte besondere Aufmerksamkeit, vor allem im Zusammenhang mit Carry-Trades. Bei diesen werden Mittel in einer niedrigrentierenden Währung aufgenommen und in einer hochrentierenden Währung unter der Annahme angelegt, dass der Zinsvorteil nicht durch eine Abwertung der hochrentierenden Währung überkompensiert wird. Wie in früheren Jahren wurden solche Strategien von unterschiedlichen internationalen Anlegern verfolgt, die nach höheren Renditen streben, und stellten einen bedeutenden Verknüpfungsmechanismus zwischen Zinsniveau und Wechselkursen dar. Marktkommentaren zufolge waren der Yen und der Schweizer Franken im Jahr 2005 zwei wichtige Finanzierungswährungen, während der Dollar mit fortschreitender Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve von einer Finanzierungswährung zu einer Zielwährung wurde. In dieser Phase stetig steigender US-Zinsen schien es zunehmend profitabel, Mittel in Yen aufzunehmen und in Dollarvermögenswerten anzulegen. Dies zeigen ganz deutlich die Sharpe-Ratios, die Überschussrenditen im Verhältnis zu ihrer Volatilität darstellen (Grafik V.6).

Aussicht auf steigende Leitzinsen in Japan erregt im Dezember Aufmerksamkeit

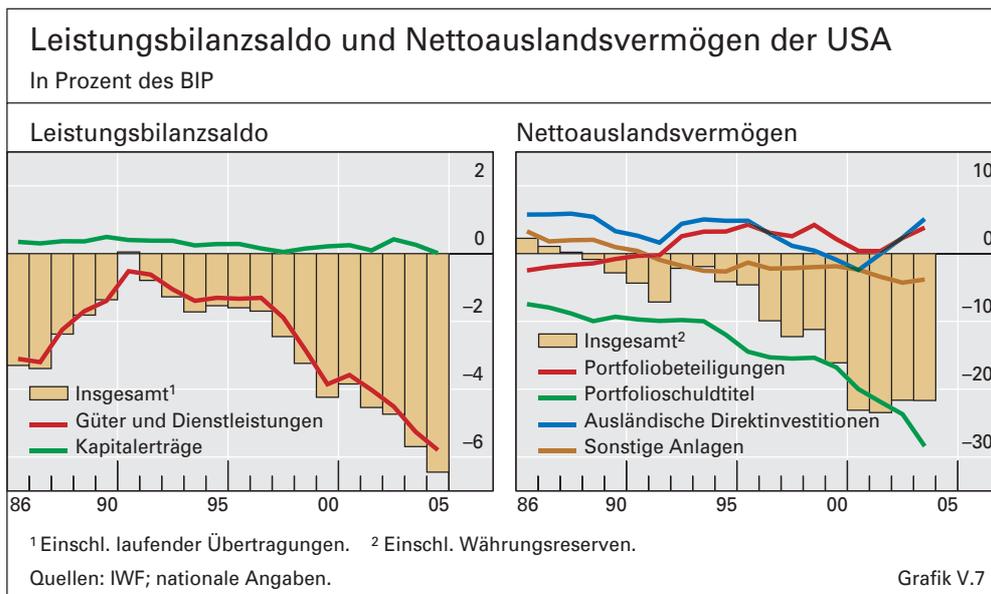




Marktquellen zufolge wurden außerdem gegen Jahresende vermehrt Short-Positionen in Yen aufgelöst.

Gelegentliche  
Volatilitatsspitzen  
durch Glattstellung  
von Carry-Trades

Die Folgen der Auflösung von Carry-Trade-Positionen für die Volatilität von Wechselkursen sind schwer vorhersehbar und u.a. davon abhängig, wie rasch diese Positionen glattgestellt werden. In manchen Fällen führte die allmähliche Glattstellung von Carry-Trades zu sichtbaren Wechselkursverschiebungen, ohne dass sich die kurzfristige Volatilität nennenswert veränderte. Ein Beispiel hierfür ist die langsame Abschwächung des australischen Dollars ab März 2005, als seine Attraktivität als Zielwahrung für Carry-Trades nachließ. In anderen Fällen erfolgte die Auflösung von Carry-Trades plötzlich und verursachte heftige Wechselkursschwankungen und – wenn auch nur kurzfristig – Spillover-Effekte an anderen Märkten. Etwa Anfang Dezember 2005 löste eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar eine abrupte Glattstellung von Long-Positionen in brasilianischen Real und Neuseeland-Dollar sowie einen Kurseinbruch dieser Währungen aus. Auch der Goldpreis war betroffen. Ein noch auffalligeres Beispiel einer ungeordneten Korrektur nach der Glattstellung von Carry-Trades war der Einbruch der isländischen Krone im Februar 2006, nachdem eine Ratingagentur den Ausblick für das Rating der isländischen Staatsschulden geändert hatte. Bedingt durch die Schließung offener Positionen in Kronen verlor die isländische Währung innerhalb von zwei Tagen 10%. Im Regelfall hat ein solches Ereignis keine Auswirkungen auf andere Devisenmärkte, doch in diesem Fall kam es innerhalb von Stunden zu Spillover-Effekten auf die hochrentierenden Währungen Australiens, Brasiliens, Neuseelands, Südafrikas und Ungarns, die ebenfalls in Carry-Trades einbezogen waren.



### Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA

Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA nahm 2005 weiter zu. Das Leistungsbilanzdefizit erreichte erstmals 6,4% des BIP, und die Nettoauslandsverbindlichkeiten dürften über 25% des BIP betragen haben (Grafik V.7). Zudem war das Nettoeinkommen aus dem US-Nettoauslandsvermögen, das seit Mitte der 1980er Jahre durchgehend positiv gewesen war, im zweiten und vierten Quartal 2005 negativ.

Die Marktteilnehmer reagierten weiterhin auf Veröffentlichungen von Daten, die unerwartet umfangreiche Erhöhungen des US-Leistungsbilanzdefizits zeigten, und bisweilen auch auf massive Korrekturen dieser Daten. Dennoch wurde die außenwirtschaftliche Position insgesamt weniger beachtet als in früheren Jahren. Dafür spricht u.a., dass die Bereitschaft des privaten Sektors, das Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, fast das ganze Jahr 2005 über unvermindert anhielt, was wiederum in der Erhöhung des privaten Anteils an den Mittelzuflüssen in die USA zum Ausdruck kam. Insbesondere Portfolioinvestitionen in Schuldtitel und Direktinvestitionen nahmen im Verhältnis deutlich zu, während die Zuflüsse aufgrund von Währungsreserven einen spürbar geringeren Anteil hatten.

Anfang 2006 rückte das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA jedoch wieder in den Blickpunkt der Marktteilnehmer, als neue Daten ein US-Handelsbilanzdefizit in Rekordhöhe zeigten und Diskussionen über die Wechselkurspolitik Chinas ins Rampenlicht gerieten. Auch für andere Währungen begannen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte offenbar eine Rolle zu spielen: Der Verkaufsdruck auf die isländische Krone Ende Februar und Anfang März übertrug sich hauptsächlich auf Währungen anderer Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten.

Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht der USA 2006 wieder im Blickpunkt

### Wechselkurspolitik in Asien

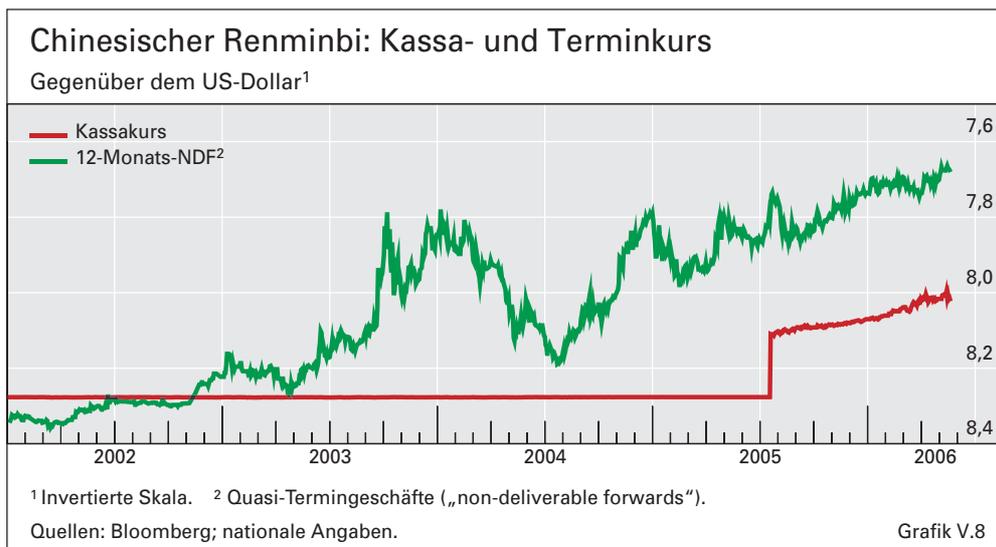
Der Reservenaufrüstung einiger – vor allem asiatischer – Zentralbanken beeinflusste weiterhin die Wechselkurse. Die im Vergleich mit den vorangegan-

genen Jahren deutlichere Aufwertung bestimmter Währungen Asiens gegenüber dem US-Dollar zeigt allerdings, dass der Reservenaufrüstung – der generell langsamer war als zuvor – den stärkeren Aufwertungsdruck, der von den Devisenmärkten ausging, nicht vollständig neutralisierte (Tabelle V.1).

Die People's Bank of China gab im Juli 2005 einige potenziell bedeutende Änderungen ihres Wechselkursregimes bekannt. Die drei Hauptelemente waren eine sofortige Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar um 2%, eine Fortsetzung des kontrollierten Floatens, bei dem Schwankungen des Wechselkurses innerhalb einer Bandbreite von  $\pm 0,3\%$  um einen täglich veröffentlichten Leitkurs zugelassen werden, und die Einführung eines Referenzwährungskorbs, wobei allerdings keine Einzelheiten zu Gewichtung, Paritäten und Bandbreite genannt wurden. Änderungen der bestehenden Kapitalverkehrskontrollen wurden zunächst nicht bekannt gegeben.

Seit Anfang 2006 haben die chinesischen Währungsbehörden eine Reihe von Maßnahmen zur Entwicklung der Infrastruktur des inländischen Devisenmarktes angekündigt. Sie sollen primär dazu beitragen, ungeordnete Bewegungen des Renminbi zu verhindern, sobald dieser freier schwanken kann. Die Änderungen werden stufenweise vollzogen. Erstens wurden 13 chinesische und ausländische Banken als Marktmacher am Renminbi-Kassamarkt zugelassen. Zweitens wurden Marktmacher- und außerbörsliche Handelssysteme offiziell eingeführt. Dank dieser beiden Maßnahmen können Marktmacher und andere qualifizierte Teilnehmer am inländischen Renminbi-Kassamarkt nun auch direkt miteinander handeln statt nur über die zentrale Handelsplattform, die parallel in Betrieb bleibt. Das neue außerbörsliche System wird jedoch innerhalb des China Foreign Exchange Trade System unter der Oberaufsicht der Zentralbank operieren. Diese Ausweitung des Handels könnte eine größere Flexibilität des Wechselkurses bewirken. Drittens wird der Leitkurs des Renminbi nun nicht mehr auf der Basis des Schlusskurses vom vorangegangenen Handelstag festgesetzt, sondern als gewichteter Durchschnitt der vor Handelsbeginn am selben Tag gesammelten Kursstellungen der Marktmacher. Durch die Abschaffung jeglicher gleitenden Paritätsanpassungen sind nun beträchtliche Bewegungen des Renminbi/Dollar-Kassakurses von einem Handelstag zum nächsten möglich. Viertens dürfen inländische Finanzinstitute einschließlich Banken, Versicherungsgesellschaften und Fondsverwalter jetzt als „Qualified Domestic Institutional Investors“ in ausländische Wertpapiere investieren.

Die ersten Änderungen vom Juli wirkten sich auf die einzelnen Währungen unterschiedlich aus. Die wichtigsten Währungen reagierten kaum. Die einzige merkliche Veränderung war die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar um 2% in den ersten Stunden nach der Bekanntgabe. Innerhalb Asiens zogen die Änderungen jedoch weiterreichende Folgen nach sich. Die unmittelbarste Folge war, dass die malaysischen Währungsbehörden den Ringgit von der Kopplung an den US-Dollar lösten und auf kontrolliertes Floaten umstellten. Darüber hinaus werteten die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien um 2% gegenüber dem US-Dollar auf.



In den Monaten nach der Änderung des Wechselkursregimes ließ der Druck auf den Renminbi nach, und der Renminbi/Dollar-Wechselkurs blieb für mehrere Monate sehr stabil. Erst Anfang 2006 gab es Anzeichen dafür, dass die Währungsbehörden in China auf erneuten Aufwertungsdruck hin eine Festigung des Renminbi zuließen (Grafik V.8). Vom Jahresanfang bis Mitte Mai 2006 gewann die chinesische Währung gegenüber dem Dollar etwa 1% an Wert.

## Nettovermögenseinkommen und Tragbarkeit der außenwirtschaftlichen Position der USA

Trotz der stetigen Verschlechterung der Leistungsbilanz und der Auslandsvermögensposition der USA seit den frühen 1990er Jahren war das US-Nettovermögenseinkommen durchgängig positiv und in Relation zum BIP relativ stabil, obwohl in zwei der letzten vier Quartale ein Defizit ausgewiesen wurde (Grafik V.7). Die Tatsache, dass die USA immer noch einen Nettoüberschuss erzielen, obwohl ihre Auslandsverbindlichkeiten rascher wuchsen als ihr Auslandsvermögen, wurde als Anzeichen dafür gewertet, dass die außenwirtschaftliche Position des Landes tragfähiger ist, als es zunächst den Anschein haben könnte. Im Folgenden wird diese Einschätzung im Einzelnen betrachtet, und anhand der Erfahrungen einer Reihe von Industrieländern wird die Situation in den USA näher untersucht.

### *Trends und Bestimmungsfaktoren des Nettovermögenseinkommens*

Bilanztechnisch lässt sich das US-Nettovermögenseinkommen in einen Kompositions- und einen Ertragseffekt zerlegen. Der Kompositionseffekt entsteht hauptsächlich dadurch, dass die Auslandsaktiva einen relativ hohen Anteil an risikoreicheren, hochrentierenden ausländischen Direktinvestitionen enthalten, die Auslandspassiva indessen einen relativ hohen Anteil an risikoärmeren, niedrigrentierenden Portfolioverbindlichkeiten in Form von Schuldtiteln (Tabelle V.2). Der Ertragseffekt kommt durch die große und anhaltende

Nettovermögenseinkommen zerlegbar in Kompositions- und Ertragseffekt

US-Auslandsaktiva und -passiva, 2004					
Prozent					
		Direktinvestitionen	Portfolio-beteiligungen	Portfolio-schuldtitel	Sonstige Anlagen <sup>1</sup>
Aktiva <sup>2</sup>	Anteil	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rendite	8,6	2,6	4,0	2,2
	Anteil am BIP	28,0	21,5	7,8	26,1
Passiva	Anteil	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rendite	4,3	2,0	4,3	1,7
	Anteil am BIP	22,9	17,6	36,2	29,9
Nettoaktiva <sup>2</sup>	Anteil	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rendite	4,3	0,6	-0,3	0,5
	Anteil am BIP	5,1	3,9	-28,4	-3,8

<sup>1</sup> Einschl. Krediten, Bargeldbeständen und Einlagen, Handelskrediten sowie anderer Forderungen und Verbindlichkeiten. <sup>2</sup> Enthält auch Währungsreserven; Anteile summieren sich daher nicht auf 100.

Quellen: IWF; Berechnungen der BIZ. Tabelle V.2

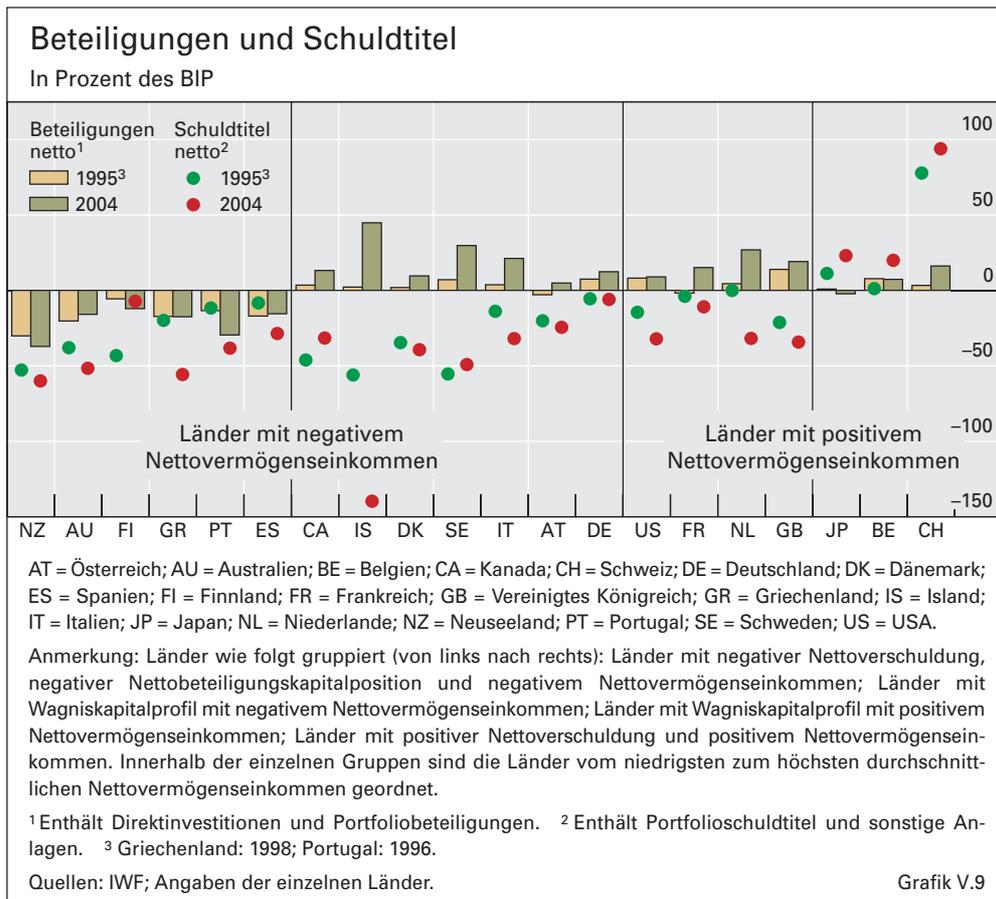
Renditendifferenz zwischen US-Direktinvestitionen im Ausland und ausländischen Direktinvestitionen in den USA zustande.

USA: Long-Position in Aktien, Short-Position in Schuldtiteln ...

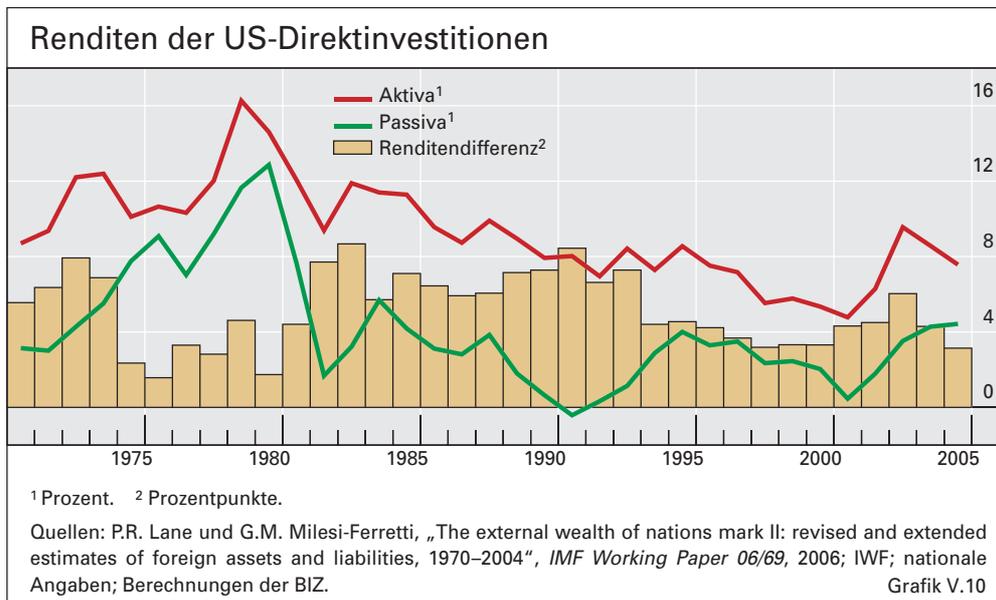
Die Konstellation einer Netto-Long-Position in Beteiligungen und einer Netto-Short-Position in Schuldtiteln, die dem Kompositionseffekt zugrunde liegt, ist seit geraumer Zeit kennzeichnend für die US-Auslandsvermögensposition, wenngleich die Trends dieser Bestandsgrößen sehr unterschiedlich sind (Grafik V.7). Das Nettovermögen an ausländischen Direktinvestitionen entspricht seit drei Jahrzehnten durchschnittlich rund 5% des BIP, doch kam es – zumeist aufgrund von Veränderungen der ausländischen Direktinvestitionen in den USA – zu erheblichen Ausschlägen. Dem stehen rasant zunehmende Nettoportfolioverbindlichkeiten aus Schuldtiteln seit Mitte der 1990er Jahre gegenüber. Der weitere Verlauf dieser Trends dürfte künftig von Bedeutung sein, wie im Folgenden erörtert wird.

... doch ohne Garantie auf Nettoüberschuss

Die internationale Erfahrung zeigt, dass dieses „Wagniskapitalprofil“ mit einer Netto-Long-Position in Beteiligungen und einer Netto-Short-Position in Schuldtiteln in mehreren Ländern mit durchgängig positiven Nettovermögenseinkommen einhergeht, insbesondere in Frankreich, den Niederlanden, den USA und dem Vereinigten Königreich (Grafik V.9). Interessanterweise wiesen nur die USA und das Vereinigte Königreich während dieses Zeitraums konstant einen Nettoüberschuss in Kombination mit einem Leistungsbilanzdefizit aus. Allerdings ist dieses Profil weder eine hinreichende noch eine notwendige Bedingung für einen Nettoüberschuss, weshalb der Kompositionseffekt allein die Stabilität des US-Nettoüberschusses kaum erklären dürfte. Hinreichend ist es deshalb nicht, weil mehrere Länder mit „Wagniskapitalprofil“ – z.B. Italien und Kanada – durchgehend Nettodefizite ausweisen. Notwendig ist es nicht, weil mehrere Länder mit Netto-Long-Positionen in Schuldtiteln – z.B. Japan und die Schweiz – dauerhaft Nettoüberschüsse verzeichnen.



Es ist argumentiert worden, die USA erzielen dadurch einen Ertragsvorteil, dass einige ihrer Verbindlichkeiten nur geringe Renditen abwerfen, weil sie Liquidität und Versicherungsschutz bieten, die für Käufer von Wert sind. Dieses Argument betrifft insbesondere Portfolioinvestitionen in Schuldtitel und andere Anlagen. Die Renditedifferenzen zwischen Aktiva und Passiva sind jedoch bei diesen Anlagekategorien generell recht gering (Tabelle V.2).



Ertragseffekt bestimmt durch niedrige Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA

Für die USA entspricht der Ertragseffekt weitgehend der Differenz zwischen den Renditen von US-Direktinvestitionen im Ausland und den Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA. Die Rendite der US-Direktinvestitionen im Ausland ist seit den 1970er Jahren durchschnittlich um rund 5 Prozentpunkte höher als die Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA (Grafik V.10).

Auch für einige andere Länder mit Nettoüberschüssen ist die Bedeutung eines Renditevorteils bei Direktinvestitionen im Ausland erkennbar. Im Zeitraum 2000–04 war für Frankreich, die Niederlande, die Schweiz und das Vereinigte Königreich die Renditendifferenz zwischen den Direktinvestitionsaktiva und -passiva im Durchschnitt ebenfalls positiv (Tabelle V.3). In Frankreich, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich ist diese Differenz mit durchschnittlich 1, 2 bzw. 4 Prozentpunkten seit den frühen 1990er Jahren konstant positiv. In den letzten fünf Jahren bildeten interessanterweise die Nettoerträge all dieser Länder aus Direktinvestitionen den größten Aktivposten des Nettovermögendeinkommens.

Es werden hauptsächlich vier Gründe dafür genannt, dass Direktinvestitionen von US-Gebietsansässigen im Ausland eine höhere Rendite

Ausländische Direktinvestitionen, 2000–04					
Prozent					
	Aktiva		Passiva		Differenz
	Anteil	Rendite	Anteil	Rendite	Rendite
USA	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Niederlande <sup>1</sup>	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Schweiz <sup>1</sup>	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Vereinigtes Königreich <sup>1</sup>	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Frankreich	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Schweden	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portugal <sup>2</sup>	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
Spanien <sup>1</sup>	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Deutschland <sup>1</sup>	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Dänemark	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italien	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Griechenland	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Österreich <sup>1</sup>	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Island <sup>1</sup>	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australien	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Japan	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finnland <sup>1</sup>	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Kanada <sup>1</sup>	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Neuseeland	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irland <sup>3</sup>	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

<sup>1</sup> Aktiva und Passiva an ausländischen Direktinvestitionen sind zu Buchwerten, nicht zu Marktwerten ausgewiesen. Auf der Basis der Angaben aus Frankreich, Schweden und den USA liegt das Verhältnis zwischen Markt- und Buchwert in einer Größenordnung von 1<sup>1</sup>/<sub>4</sub>–1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>, was darauf schließen lässt, dass die Renditen für die Aktiva und Passiva dieser Länder entsprechend überzeichnet sein könnten. <sup>2</sup> Bestände zum jeweiligen Wert ausgewiesen. <sup>3</sup> 2002–04.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle V.3

erzielen als ausländische Direktinvestitionen in den USA: US-Direktinvestitionen im Ausland seien erstens risikoreicher und zweitens mit vergleichsweise mehr wissensbasierten Vermögenswerten (z.B. geistigem Eigentum oder Markenwert) verbunden, die zwar nicht gemessen werden, aber dennoch Einkommen generieren; drittens seien ausländische Direktinvestitionen in den USA im Durchschnitt relativ neuen Datums, und es bestünden viertens Steueranreize für die Unternehmen, möglichst niedrige Erträge von US-Tochtergesellschaften auszuweisen.

Vier Erklärungen für diese Renditedifferenz:

Es spricht nicht vieles dafür, dass die USA eine Risikoprämie für ihre Direktinvestitionen im Ausland erhalten, weil deren Standorte risikoreicher seien als die USA. Zunächst einmal fließen die US-Direktinvestitionen vorwiegend in Länder mit ähnlich hoher Bonität: Über 50% gehen nach Europa, weitere 15% nach Australien, Japan und Kanada. Umgekehrt kommen über 70% der ausländischen Direktinvestitionen in den USA aus Europa. Zudem erzielen die USA mit ihren Direktinvestitionen in Ländern mit niedrigerem Staatsschuldenrating offenbar keine höheren Renditen. Darüber hinaus scheint die Rendite von US-Direktinvestitionen im Ausland nicht volatiler zu sein als die Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA und deutet somit nicht auf ein höheres Risiko hin.

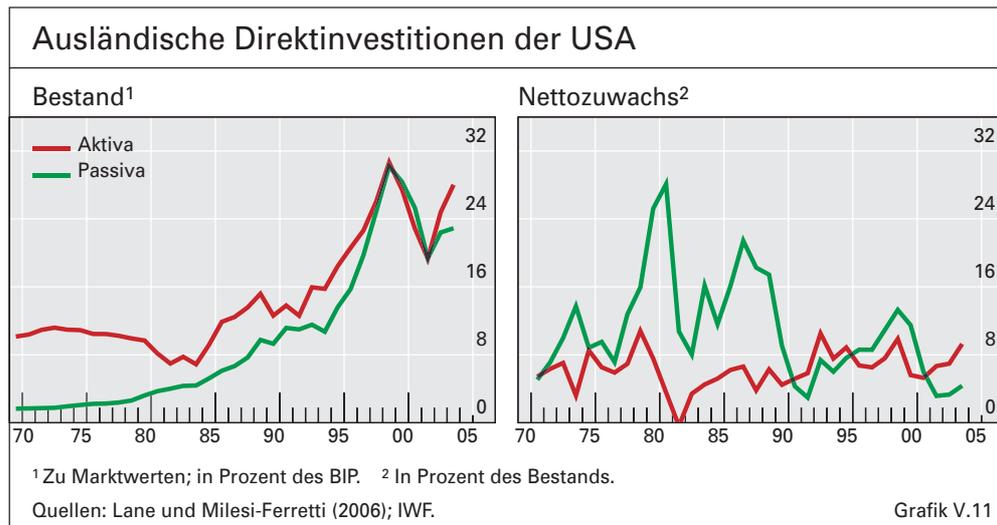
– höheres Risiko von US-Direktinvestitionen im Ausland

Der mit immateriellen Vermögenswerten argumentierende Erklärungsansatz hat in letzter Zeit unter dem Schlagwort „dark matter“ viel Beachtung gefunden und trägt auch der Frage Rechnung, weshalb US-Direktinvestitionen im Ausland grundsätzlich hohe Renditen erzielen. Aus internationaler Sicht ist jedoch eher die Frage relevant, weshalb die Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA so niedrig sind (Tabelle V.3). Zwar ist die Rendite der US-Direktinvestitionen im Ausland im internationalen Vergleich tatsächlich hoch, zumal manche Länder ihre Bestände an ausländischen Direktinvestitionen nicht zum Markt-, sondern zum Buchwert messen, was in der Regel zur Folge hat, dass die Renditen überzeichnet werden. Doch kommt im Ländervergleich klar zum Ausdruck, dass – ungeachtet dieser Messprobleme – die größte Anomalie in der relativ niedrigen Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA liegt. Das bestätigen auch die mikroökonomischen Daten: Die Erträge ausländischer Unternehmen, die in den USA investieren, sind im Vergleich zu den Erträgen inländischer Investitionen von US-Firmen ebenfalls niedrig.

– höherer Anteil von immateriellen Werten

Mehrere Indizien sprechen dafür, dass die Erträge aus Neuinvestitionen mit der Zeit steigen und dass die ausländischen Direktinvestitionen in den USA im Vergleich zu den US-Direktinvestitionen im Ausland relativ neueren Datums sind. Daten auf Unternehmensebene lassen darauf schließen, dass sich das Ertragsniveau von durch Gebietsfremde kontrollierten Unternehmen in den USA im Zeitverlauf dem von dort ansässigen Firmen annähert, was die allgemeine positive Beziehung zwischen den Erträgen und dem Alter einer Investition widerspiegelt, die in mikroökonomischen Studien beschrieben wird. Darüber hinaus ist gut dokumentiert, dass zumindest bis zu den 1980er Jahren der Bestand an US-Direktinvestitionen im Ausland älter war als der entsprechende Bestand an ausländischen Direktinvestitionen in den USA (Grafik V.11). Zum Teil lässt sich dies mit den Investitionen der USA in Europa nach dem Zweiten

– relatives Alter von Aktiv- und Passivbeständen an Direktinvestitionen



Weltkrieg erklären. Der rasche Anstieg des Nettozuwachses an ausländischen Direktinvestitionen in den USA im Laufe der 1980er Jahre legt den Schluss nahe, dass das Durchschnittsalter dieses Bestands gesunken sein könnte. Damit steht auch im Einklang, dass sich die Renditendifferenz in diesem Zeitraum tatsächlich vergrößert zu haben scheint.

Seit den 1980er Jahren sind die Aktiv- und Passivbestände etwa gleich rasch gewachsen; das durchschnittliche Alter ausländischer Direktinvestitionen in den USA dürfte also gegen das des Bestands an US-Direktinvestitionen im Ausland konvergieren. Demzufolge müsste das Renditengefälle allmählich gegen null gehen. Zwar ist die Renditendifferenz beinahe auf ihren langfristigen Durchschnitt gesunken, doch zeichnet sich kein weiterer Rückgang ab. Das deutet darauf hin, dass das relative Alter der Direktinvestitionen den Renditenabstand nur zum Teil erklären kann. Auch lassen länderübergreifende Daten keine robuste Beziehung zwischen Renditen und Alter der Direktinvestitionen erkennen.

– Steuerarbitrage

Die Höhe der Körperschaftsteuer könnte für im Auslandsbesitz befindliche Unternehmen in den USA einen Anreiz darstellen, Gewinne aus den USA hinaus zu verlagern und somit niedrige Erträge aus Direktinvestitionen in den USA auszuweisen. Beispielsweise könnten die Gewinne der US-Tochtergesellschaft eines ausländischen Unternehmens zur ausländischen Muttergesellschaft verlagert werden, indem überhöhte Preise für Importe von der Muttergesellschaft gezahlt oder niedrige Preise für Exporte an sie berechnet werden. Eine solche Verwendung von Verrechnungspreisen zwischen verbundenen Unternehmen würde die in den USA ausgewiesenen Ertragsströme an die Eigentümer ausländischer Direktinvestitionen mindern und den Wert des konzerninternen Handels mit Gütern und Dienstleistungen erhöhen. Ein Nettoeffekt für die Leistungsbilanz bliebe somit aus.

In verschiedener Hinsicht scheint diese vierte Hypothese in der Tat zur Klärung beizutragen. Es gibt zwar kaum direkte Belege dafür, dass mit Verrechnungspreisen operiert wird, um Steuern zu minimieren, doch vereinzelte Hinweise sprechen dafür, dass es durchaus vorkommt. Außerdem gibt es tatsächlich Anreize für in den USA ansässige Firmen ausländischer Eigentümer,

Gewinne bei ihrer ausländischen Muttergesellschaft auszuweisen, und diese Anreize scheinen im Laufe der Zeit größer geworden zu sein. Während der durchschnittliche Körperschaftsteuersatz in den Industrieländern seit den späten 1980er Jahren stetig zurückgeht, ist er in den USA ungefähr konstant geblieben und im Ländervergleich nun einer der höchsten. Auf bilateraler Basis können diese Steuerunterschiede sehr groß sein, und sie gelten weithin als einer der Gründe für den rasant wachsenden Zustrom ausländischer Direktinvestitionen in Länder wie Irland. Ferner gibt es Hinweise darauf, dass die ausgewiesenen einbehaltenen Gewinne durch Steuerüberlegungen beeinflusst werden. Diese Gewinne sind ein wichtiger Bestandteil der Erträge von US-Direktinvestitionen im Ausland, nicht aber von Direktinvestitionen in den USA.

Insgesamt ist der Vorteil der USA bei ausländischen Direktinvestitionen somit trotz der hohen Renditen von US-Direktinvestitionen im Ausland in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Gebietsfremde mit Direktinvestitionen in den USA offenbar nur geringe Renditen erzielen. Die beiden plausibelsten Erklärungen für diese niedrigen Renditen bestehen darin, dass die ausländischen Direktinvestitionen in den USA relativ neuen Datums sind und dass es für ausländische Muttergesellschaften steuerliche Anreize gibt, die in den USA ausgewiesenen Erträge möglichst gering zu halten. Die verfügbaren Daten sind allerdings nicht ausreichend, um die relative Bedeutung dieser beiden Faktoren zu beziffern.

#### *Tragfähigkeit der außenwirtschaftlichen Position der USA*

Wie wahrscheinlich ist es, dass die negativen Auswirkungen eines hohen Handelsbilanzdefizits auf die außenwirtschaftliche Position der USA auch künftig durch positive Nettovermögenseinkommen und positive Bewertungseffekte ausgeglichen werden? Zwei Quartale mit negativen Nettovermögenseinkommen im Jahr 2005 lassen vermuten, dass die Auslandsvermögensposition der USA nicht mehr weit von dem Punkt entfernt ist, an dem das Einkommen aus Vermögenswerten nicht mehr ausreicht, um die geleisteten Zahlungen auszugleichen. Allgemeiner betrachtet ist die Antwort auf diese Frage davon abhängig, wie sich die Bestände an Auslandsaktiva und -passiva sowie die jeweiligen Renditen entwickeln und inwieweit von Veränderungen der Wechselkurse und der Vermögenspreise Bewertungseffekte ausgehen. Die Reagibilität der Nettoauslandsvermögensposition und des Nettovermögenseinkommens gegenüber jedem dieser Faktoren wird im Folgenden anhand von fünf Szenarien erörtert.

Szenario 1 dient als Benchmark für die Analyse. Dabei wird angenommen, dass die Handelsbilanz, die laufenden Übertragungen und die Arbeitnehmerentgelte als Anteil am BIP gegenüber den Werten von 2005 konstant und die Renditen unverändert bleiben (Tabelle V.4). Für das BIP der USA wird ein jährliches Wachstum von nominal 5,5% vorausgesetzt. Das entspricht in etwa der durchschnittlichen Wachstumsrate der letzten zehn Jahre. Für die Bestände an Auslandsaktiva und -passiva wird angenommen, dass sie entsprechend dem nominalen BIP wachsen. Darüber hinaus werden Anpassungen vorgenommen, damit Veränderungen der Nettoauslandsvermögensposition in jeder

Weiterhin positive  
Nettovermögenseinkommen  
unwahrscheinlich

Außenwirtschaftliche Position der USA						
In Prozent des BIP (Renditen in Prozent)						
	2005 <sup>1</sup>	Szenario im Jahr 2010				
		1	2	3	4	5
<b>Annahmen</b>						
Handelsbilanzsaldo	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rendite auf:						
Direktinvestitionen, Aktiva	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
Direktinvestitionen, Passiva	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
Portfoliobeteiligungen, Aktiva	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Portfoliobeteiligungen, Passiva	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Schuldtitle, Aktiva <sup>2</sup>	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
Schuldtitle, Passiva <sup>2</sup>	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
<b>Ergebnis</b>						
Nettovermögenseinkommen	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Nettoauslandsvermögensposition	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Aktiva	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Passiva	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
Direktinvestitionen	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Portfoliobeteiligungen	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Schuldtitle <sup>2</sup>	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5

Anmerkung: Die Annahme, dass die Bestände an Aktiva und Passiva entsprechend dem nominalen BIP wachsen, hält das Verhältnis dieser Bestände zum BIP unter sonst gleichen Bedingungen konstant. Die Annahme gewährleistet jedoch nicht, dass die Nettoauslandsvermögensposition der Nettoauslandsvermögensposition der letzten Periode zuzüglich des Leistungsbilanzsaldos und etwaiger Bewertungseffekte entspricht, was eine Bilanzgleichung ist. Um sicherzustellen, dass diese Bilanzidentität erfüllt ist, wird in jeder Periode die durch die grundlegende Annahme erzeugte Nettoauslandsvermögensposition um die Differenz zu der buchhalterischen Position korrigiert. Konkret wird die Differenz auf die vier Verbindlichkeitspositionen entsprechend ihrer Anteile an den Gesamtverbindlichkeiten 2004 aufgeteilt. Eine abweichende Aufteilung würde zu einer anderen Entwicklung des Nettovermögenseinkommens führen.

<sup>1</sup> Ausgewiesene Werte für Handelsbilanz, Nettovermögenseinkommen und Renditen der Direktinvestitionsaktiva und -passiva. Übrige Renditen: Werte für 2004. <sup>2</sup> Enthält Portfolioschuldtitle und sonstige Anlagen.

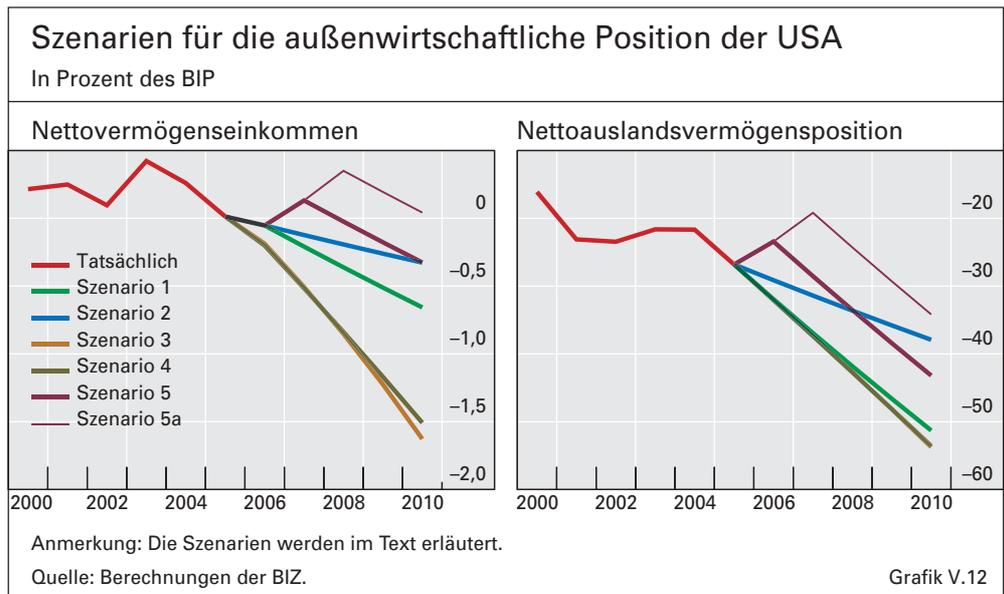
Quelle: Berechnungen der BIZ. Tabelle V.4

Periode mit der Höhe des Leistungsbilanzsaldos konsistent sind. Bei Szenario 1 steigen die Nettoauslandsverbindlichkeiten von unter 25% des BIP im Jahr 2004 auf über 50% im Jahr 2010 (Grafik V.12). Das Nettovermögenseinkommen weist ab 2006 ein Defizit auf; 2010 entspricht dies -0,7% des BIP.

Szenario 2 testet die Reagibilität der außenwirtschaftlichen Position der USA gegenüber einer Verringerung des Handelsbilanzdefizits, das für das Leistungsbilanzdefizit maßgeblich ist. Hierzu wird angenommen, dass das Handelsbilanzdefizit im Jahr 2006 von 5,8% auf 3% des BIP fällt und auf diesem niedrigeren Niveau bleibt. Diese Änderung hat einen Effekt erster Ordnung: Verglichen mit Szenario 1 erhöhen sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten weniger rasch und liegen im Jahr 2010 noch unter 40% des BIP. Auch das Nettovermögenseinkommen verbessert sich und erreicht 2010 einen Wert von -0,3% des BIP.

Szenario 3 betrachtet die Reagibilität der außenwirtschaftlichen Position gegenüber Veränderungen der Renditen infolge von Zinsänderungen. In Phasen

Entwicklung des Handelsbilanzdefizits wichtig

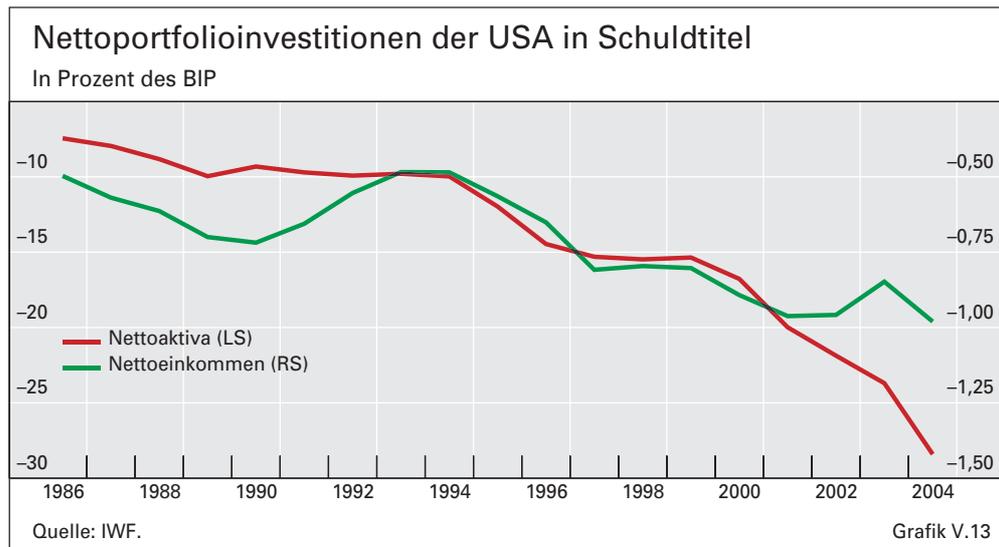


unterdurchschnittlicher Leitzinssätze wachsen die Zinszahlungen tendenziell weniger rasch als der Bestand an Portfolioverbindlichkeiten in Schuldtiteln (Grafik V.13). In einem Straffungszyklus, wie er seit Mitte 2004 in den USA im Gang ist, steigen die Renditen dieser Anlagekategorien wahrscheinlich an. Für die Zukunft könnte darüber hinaus zu erwarten sein, dass der Abwärtsdruck auf die Renditen nachlässt, der bisher von der starken Nachfrage asiatischer Zentralbanken nach sicheren, liquiden Vermögenswerten ausgegangen ist.

Bei diesem Szenario wird – im Unterschied zu Szenario 1 – zugelassen, dass die Renditen von Vermögenswerten wie auch Verbindlichkeiten in Schuldtiteln bis 2010 jährlich um 0,4 Prozentpunkte steigen. Dies stützt sich einerseits auf die historische Korrelation zwischen den US-Zinsen und den Renditen von Portfolioverbindlichkeiten in Schuldtiteln und andererseits auf den bisherigen Anstieg des US-Tagesgeldsatzes. Die Ergebnisse legen nahe, dass ein Anstieg der Schuldtitelrendite signifikante negative Auswirkungen auf das Nettovermögenseinkommen hat. Für 2010 ergeben sich ein Defizit von 1,6% des BIP – verglichen mit einem Defizit von 0,7% in Szenario 1 – und eine weitere Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition.

Szenario 4 illustriert die Auswirkungen einer veränderten Entwicklung der Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA. Die obige Analyse legt nahe, dass für diese Renditen künftig zwei Faktoren von Bedeutung sein könnten. Erstens dürfte sich mit zunehmendem Alter des Bestands an ausländischen Direktinvestitionen in den USA die Rendite dieser Auslandspassiva erhöhen. Zweitens sind die Körperschaftsteuersätze in den USA im Verhältnis zu den übrigen Industrieländern immer höher geworden. Die Anreize, Gewinne aus den USA ins Ausland zu verlagern, dürften daher nur noch zunehmen, und dies könnte die Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA wiederum drücken. Da die obige Analyse keine eindeutigen Schlüsse zulässt, in welche Richtung sich die Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA entwickeln könnten, wird der ungünstige Fall angenommen, dass diese Renditen allmählich gegen rund 6% konvergieren. Dies ist der Mittelwert der

Auch Entwicklung der Renditen spielt eine Rolle



Renditen der Direktinvestitionsaktiva und -passiva im Jahr 2005 und liegt nahe an der Durchschnittsrendite der US-Direktinvestitionen im Ausland im Zeitraum 2000–04. Dabei ergeben sich ähnliche Verschlechterungen des Nettovermögens Einkommens und der Nettoauslandsvermögensposition wie in Szenario 3.

Bewertungseffekte  
wahrscheinlich  
ebenfalls von  
Bedeutung

Szenario 5 betrachtet die Reagibilität der außenwirtschaftlichen Position der USA gegenüber Bewertungseffekten. Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern sind die US-Auslandspassiva fast ausschließlich in der eigenen Währung denominated, die US-Auslandsaktiva dagegen zu zwei Dritteln in ausländischen Währungen. Rund ein Viertel dieser Fremdwährungsaktiva lauten auf Euro, ein Viertel auf andere europäische Währungen wie das Pfund Sterling und den Schweizer Franken und ein weiteres Viertel auf kanadische Dollar, karibische Währungen und Yen. Angesichts dieser Währungsinkongruenzen zwischen Aktiva und Passiva in Verbindung mit den hohen Nettoauslandsverbindlichkeiten können Wechselkursschwankungen erhebliche Bewertungseffekte nach sich ziehen. Bislang waren Bewertungseffekte positiv für die USA, sodass sich die US-Nettoauslandsvermögensposition weniger stark verschlechtert hat, als der Leistungsbilanzsaldo allein vermuten lassen würde.

Bei Szenario 5 wird angenommen, dass sich im Jahr 2006 die Auslandsaktiva infolge eines Bewertungseffekts gemessen am BIP um 10% erhöhen. In Ermangelung genauer Schätzungen liefern mindestens zwei Näherungswerte einen Anhaltspunkt für die Größenordnung der Wechselkursveränderungen, die einen solchen Bewertungseffekt nach sich ziehen könnten. Erstens: Da zwei Drittel der Auslandsaktiva auf Fremdwährungen lauten, dürfte eine Abwertung des US-Dollars um 15% gegenüber jeder dieser Währungen ceteris paribus mit dem angenommenen Bewertungseffekt im Einklang stehen. Zweitens: Die langfristigen Korrelationen lassen darauf schließen, dass eine Erhöhung der Auslandsaktiva um 10% mit einer Verschlechterung des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollars um rund 25% einhergehen würde.

Szenario 5 zeigt, dass ein positiver Bewertungseffekt im Vergleich zu Szenario 1 einen einmaligen signifikanten und positiven Effekt auf die

außenwirtschaftliche Position der USA hat. Im Vergleich zu Szenario 2 verschlechtert sich das Nettovermögenseinkommen zwar rascher, doch ist es im Jahr 2010 ungefähr vergleichbar mit dem Ergebnis jenes Szenarios, das eine Verringerung des Handelsbilanzdefizits auf 3% des BIP annimmt. Die Nettoauslandsvermögensposition verschlechtert sich bei Szenario 5 bis 2010 jedoch erheblich stärker als bei Szenario 2. Szenario 5a zeigt das Ausmaß zweier aufeinanderfolgender Bewertungseffekte von je 10% in den Jahren 2006 und 2007. Diese sind ausreichend groß, dass das Nettovermögenseinkommen bis 2010 positiv bleibt und sich das Verhältnis der Nettoauslandsverbindlichkeiten zum BIP von 2006 bis 2010 nur um 10 Prozentpunkte verschlechtert.

Zusammenfassend bestünde die wichtigste Veränderung, die für eine Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position der USA erforderlich wäre, in einer Verbesserung der Handelsbilanz, denn sie würde die Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition bremsen. Positive Bewertungseffekte infolge einer Dollarabwertung könnten ebenfalls wirksam sein, wären allerdings einmalige Effekte und würden somit – es sei denn, sie wiederholten sich – die Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position lediglich hinauszögern, statt ihr dauerhaft abzuhelpfen. Veränderungen der Renditen wirken sich ebenfalls signifikant auf das Nettovermögenseinkommen und die Nettoauslandsvermögensposition aus, doch angesichts der traditionellen Beziehung zwischen Zinssätzen und Renditen von Schuldtiteln dürften diese Auswirkungen eher zu einer weiteren Verschlechterung als zu einer Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position führen.

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Die Bedingungen an den wichtigsten Finanzmärkten blieben den größten Teil des Jahres 2005 und zu Beginn 2006 ruhig und akkommodierend, was die unerwartet dynamische Entwicklung der Weltwirtschaft und die immer noch reichlich vorhandene Liquidität widerspiegelte. Die Straffung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern führte nur allmählich zu höheren langfristigen Renditen. Über weite Strecken des Berichtszeitraums hatten die höheren Zinssätze kaum einen erkennbaren Einfluss auf die Preise anderer Vermögenswerte, obwohl Mitte Mai 2006 eine Neubeurteilung der Risiken einen Anstieg der Volatilität und Kursverluste an den Aktienmärkten wie auch an den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften zur Folge hatte.

Sowohl die Aktienkurse als auch die Kreditrisikoprämien – insbesondere in Japan und Europa – profitierten 2005 und Anfang 2006 von Aufwärtskorrekturen bei den Wachstumsaussichten. Ungeachtet sich abflachender Renditenstrukturkurven blieb die Konjunktur lebhaft, woraufhin viele Marktteilnehmer vermuteten, dass der Informationsgehalt der Steigung der Renditenstrukturkurve zurückgegangen sein könnte und dass möglicherweise andere Faktoren als die langfristigen Wachstumsaussichten die Renditen am langen Ende niedrig hielten.

Eine weitere Stütze für den Aktienmarkt waren Veränderungen in der Kapitalstruktur der Unternehmen. So gab es im letzten Jahr einen beeindruckenden Anstieg bei Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufen sowie Fusionen und Übernahmen. Die Kreditrisikoprämien blieben stabil, obwohl sich eine wieder höhere Fremdkapitalaufnahme im Unternehmenssektor abzuzeichnen begann. Die große Risikobereitschaft der Anleger trug dazu bei, die Risikoprämien niedrig zu halten. Dies kam besonders an den Märkten für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften zum Ausdruck, wo die Risikoprämien im Jahr 2005 und Anfang 2006 offenbar schneller zurückgingen, als die – allerdings erhebliche – Verbesserung der Fundamentaldaten hätte vermuten lassen.

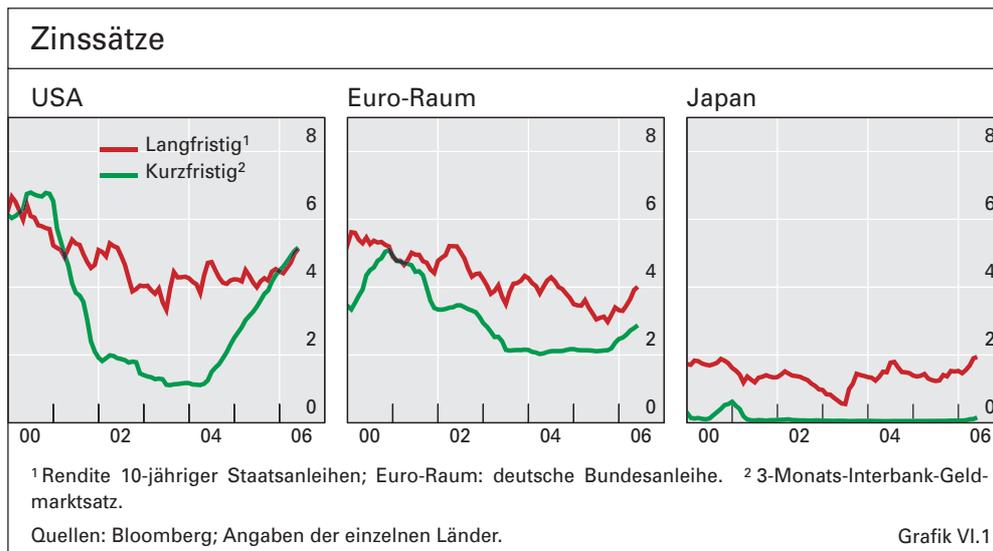
### Langfristige Renditen weiterhin niedrig

Die Renditen von Staatsanleihen entwickelter Länder blieben während des Jahres 2005 bemerkenswert niedrig. Daran änderten auch die anhaltenden US-Leitzinserhöhungen, Hinweise auf eine bevorstehende Straffung der Geldpolitik im Euro-Raum und wachsende Spekulationen über ein Ende der quantitativen Lockerung in Japan nichts (Kapitel IV).

Ab Mitte Januar 2006 stiegen dann die langfristigen Renditen in den G3-Volkswirtschaften stetig an (Grafik VI.1). Zu der Zeit nahmen die Bedenken

Langfristige  
Anleiherenditen  
nach wie vor  
niedrig ...

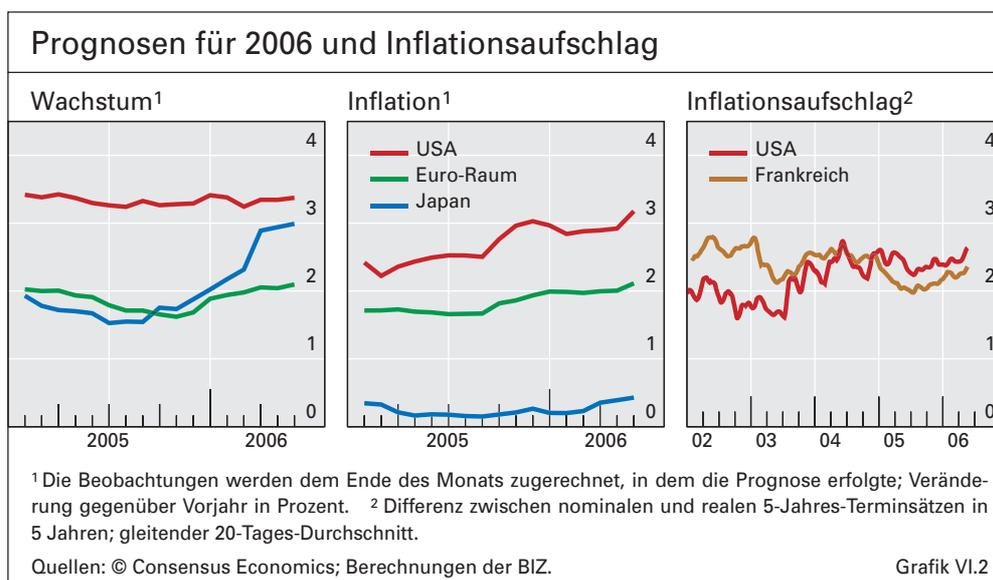
... bis zur Verkaufswelle  
Anfang 2006

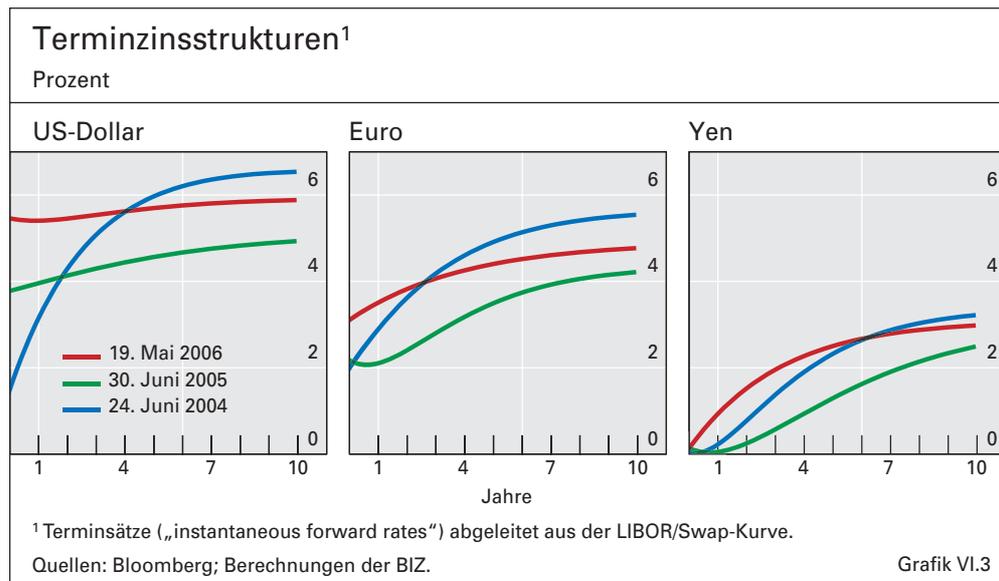


wegen möglicherweise schwächerer Wachstumsaussichten ab, und die Erwartungen hinsichtlich Tempo und Ausmaß der voraussichtlichen geldpolitischen Straffung wurden nach oben korrigiert. Entsprechend wurden im ersten Quartal 2006 die Jahreswachstumsprognosen für den Euro-Raum und – besonders deutlich – für Japan heraufgesetzt (Grafik VI.2). Eine zunehmend auf Zinserhöhungen hindeutende Ausdrucksweise der G3-Zentralbanken trieb die Verkaufswelle bei Anleihen weiter an. Vom 18. Januar bis zum 19. Mai erhöhten sich die Renditen 10-jähriger US-Schatztitel und deutscher Bundesanleihen um jeweils etwa 80 und die Renditen japanischer Staatsanleihen um rund 50 Basispunkte.

#### *Abflachung der Renditenstrukturkurven in den USA und im Euro-Raum*

Steigende Leitzinsen und niedrige langfristige Anleiherenditen führten in den USA fast während der gesamten Berichtsperiode zu einer erheblichen Abflachung der Renditenstrukturkurve. In der Vergangenheit hatte sich eine





Abflachung der Renditenstrukturkurve nicht als Hinweis auf Konjunkturabschwächung gewertet

Einfluss von Hurrikan Katrina zeitlich begrenzt

Inversion der Renditenstrukturkurve als relativ zuverlässiger Indikator für eine bevorstehende Rezession bzw. deutliche Konjunkturabschwächung erwiesen (Kapitel IV). Diesmal jedoch schrieben die meisten Marktteilnehmer die negative Steigung der US-Laufzeitenstruktur eher besonderen externen Einflüssen auf die langfristigen Renditen zu (s. weiter unten). Die Differenz zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Titeln schrumpfte in der Zeit von Ende Juni 2005 bis Anfang Januar 2006 von etwa 30 Basispunkten auf nahezu null.

Die mit den Wachstumsaussichten verbundenen Faktoren, die dem Rückgang der US-Renditen teilweise tatsächlich zugrunde lagen, wirkten sich nur temporär aus. Hierzu zählte insbesondere der Hurrikan Katrina Ende August, als die Renditen 2-jähriger Titel in drei Tagen um fast 40 und die längerfristigen Renditen um etwa 20 Basispunkte fielen, da die Marktteilnehmer ihre Einschätzung der Wahrscheinlichkeit von Leitzinserhöhungen durch die Federal Reserve deutlich nach unten korrigierten. Da der Hurrikan allerdings eine erheblich geringere Wirkung auf das Wachstum und die entsprechende geldpolitische Ausrichtung hatte als ursprünglich erwartet, kehrten die Renditen sowohl am langen als auch am kurzen Ende innerhalb eines Monats wieder auf ihr vorheriges Niveau zurück.

Eine Abflachung der Laufzeitenstruktur war zwar auch an anderen Märkten zu beobachten, war aber keineswegs ein globales Phänomen. Zum Beispiel flachte sich die Renditenstrukturkurve im Euro-Raum 2005 ab, doch verhinderten die unverändert niedrigen Leitzinsen eine Inversion (Grafik VI.3). Im Gegensatz dazu nahm die Krümmung der Laufzeitenstruktur in Japan zu: Die Leitzinsen blieben zwar nahe null, aber die mittelfristigen Zinssätze stiegen, als sich die Anzeichen für nachlassenden Deflationsdruck mehrten und spekuliert wurde, dass die geldpolitische Straffung bereits in wenigen Jahren recht weit fortgeschritten wäre.

#### *Gedämpfte Inflationserwartungen*

Ein anderer Grund für die im Jahr 2005 unverändert niedrigen langfristigen Renditen waren die langfristigen Inflationserwartungen, die trotz des allgemein

hohen Wirtschaftswachstums und des anhaltenden Anstiegs der Energiepreise im Berichtszeitraum moderat blieben. Zwar hoben die Analysten ihre kurzfristigen Inflationsprognosen im Zusammenhang mit dem Hurrikan Katrina und rasant steigenden Preisen von Erdölraffinerieprodukten im Herbst 2005 spürbar an, insbesondere für die USA (Grafik VI.2). Die Messgrößen für den Inflationsaufschlag jedoch, die aus nominalen und realen Terminalsätzen für Anleihen abgeleitet werden, blieben für längere Laufzeiten niedrig, was teilweise auch auf die unverändert hohe Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zurückzuführen war (Kapitel IV).

Inflations-  
erwartungen trotz  
steigender Energie-  
preise niedrig

Selbst als die Nominalrenditen Anfang 2006 deutlich anstiegen, waren Veränderungen der Inflationserwartungen hierbei nicht ausschlaggebend. Ein Vergleich der Nominalrenditen von US-Schatzpapieren mit den Renditen inflationsindexierter US-Schatztitel ergibt, dass fast zwei Drittel des Anstiegs der Nominalrenditen 10-jähriger US-Titel von Mitte Januar bis Mitte Mai 2006 nicht auf einen höheren Inflationsaufschlag, sondern auf höhere Realzinsen zurückzuführen waren. Im Euro-Raum lassen sich fast neun Zehntel des Anstiegs der 10-Jahres-Nominalrenditen Anfang 2006 mit höheren Realzinsen erklären.

Realzinsen steigen  
Anfang 2006 stärker  
als Inflations-  
aufschlag

Es gibt noch weitere Belege dafür, dass der Einfluss schwankender Inflationserwartungen auf die langfristigen Renditen eher begrenzt war. Insbesondere zeigen Hochfrequenzdaten, dass unerwartete Entwicklungen von Preisindizes tendenziell geringere Auswirkungen auf die langfristigen Renditen hatten als andere überraschende Meldungen. Beispielsweise erfolgte der größte Anstieg der 10-jährigen US-Renditen innerhalb eines Tages (14 Basispunkte) am 1. Juli 2005 nach der Veröffentlichung eines überraschend positiven Lageberichts zur verarbeitenden Industrie durch das Institute for Supply Management bei gleichzeitigen Hinweisen auf eine Verbesserung des Konsumklimas. Auch einige der stärksten Renditenrückgänge innerhalb eines Tages standen in der Regel mit negativen Wachstumsüberraschungen im Zusammenhang.

#### *Geringe Volatilität und niedrige Laufzeitprämien*

Die niedrigen langfristigen Renditen und flacheren Renditenstrukturkurven sind möglicherweise auch die Folge gesunkener Risikoprämien für das Halten langfristiger Instrumente. Die Kurven enthalten zu jedem gegebenen Zeitpunkt Risikoprämien – die Laufzeitprämien –, die grundsätzlich ein Divergieren der Terminalsätze für die verschiedenen Laufzeiten einerseits und des von den Marktteilnehmern erwarteten Pfades der Kurzfristzinsen andererseits bewirken. Hinter einem Rückgang dieser Prämien könnte sich eine geringere Risikowahrnehmung bezüglich der längerfristigen Entwicklung der Kurzfristzinsen verbergen, eine höhere Bereitschaft der Anleger, dieses Risiko zu übernehmen, oder beides.

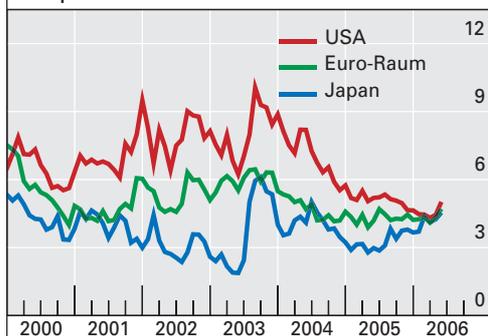
Niedrigere  
Laufzeitprämien als  
mögliche Erklärung  
für flachere Kurve

Tatsächlich gibt es auf den ersten Blick Belege dafür, dass die Laufzeitprämien in den letzten Jahren gefallen sind. So ist nicht zuletzt die implizite Volatilität der langfristigen Zinssätze seit Mitte 2003 allgemein zurückgegangen, sodass sie Anfang 2006 in den USA und im Euro-Raum ein sehr niedriges Niveau erreichte, das mit der Entwicklung der tatsächlichen Volatilität

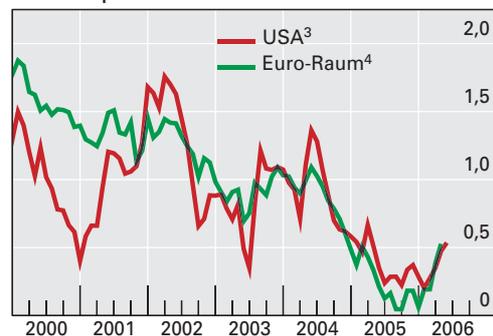
## Implizite Volatilität und geschätzte Laufzeitprämien

Monatsdurchschnitt; Prozent

Implizite Volatilität von Staatsanleihen<sup>1</sup>



Laufzeitprämien<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Durch den Preis von am Geld notierenden Call-Optionen auf 10-jährige Staatsanleihefutures implizierte Volatilität. <sup>2</sup> Geschätzt für 10-jährige Nullkuponstättitel in den USA und Swapsätze im Euro-Raum. <sup>3</sup> Basierend auf Berechnungen in D.H. Kim und J.H. Wright, „An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates“, Federal Reserve Board, Washington D.C., August 2005. <sup>4</sup> Basierend auf Berechnungen in T. Werner, „An affine term structure model estimated with survey data“, Mimeo, EZB, April 2006.

Quellen: EZB; Federal Reserve Board; Bloomberg.

Grafik VI.4

in diesem Zeitraum im Einklang steht (Grafik VI.4). Eine Ausnahme war Japan, wo sowohl die tatsächliche als auch die implizite Volatilität ab 2005 entsprechend den Erwartungen eines höheren Wirtschaftswachstums und dem damit verbundenen Ende der quantitativen Lockerung leicht anstieg, obwohl auch da die während der kräftigen Verkaufswelle am Anleihemarkt im Jahr 2003 gemessenen Werte bei Weitem nicht erreicht wurden.

Mithilfe moderner Modelle der Zinsstruktur können die Anleiherenditen in eine auf der Laufzeitprämie beruhende Komponente und eine Komponente, die auf den Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen kurzfristigen Zinssätze basiert, zerlegt werden. Nach aktualisierten Schätzungen einer neueren Untersuchung des Federal Reserve Board ist die Laufzeitprämie 10-jähriger US-Dollar-Anleihen von Mitte 2004, als die Federal Reserve mit den Leitzinserhöhungen begann, bis Ende 2005 um rund 100 Basispunkte gesunken (Grafik VI.4). Anfang 2006 änderte sie sich nur geringfügig. Eine entsprechende Untersuchung der EZB kommt für den Rückgang der Laufzeitprämien 10-jähriger Euro-Anleihen zu einem ähnlichen Ergebnis. Beide Untersuchungen ergaben, dass der Rückgang der Laufzeitprämien bei längeren Laufzeiten ausgeprägter war, was mit der während des betreffenden Zeitraums beobachteten Abflachung der Strukturkurven übereinstimmt. Schätzungen von Laufzeitprämien haben jedoch gewisse Schwachpunkte, darunter eine große Unsicherheit hinsichtlich ihrer Genauigkeit und eine hohe Sensitivität gegenüber der Größe der Stichproben und dem Betrachtungszeitraum. Ungeachtet dessen lassen die meisten anderen Untersuchungen zu diesem Thema ebenfalls darauf schließen, dass sich die Laufzeitprämien in den letzten Jahren verringert haben.

Der Rückgang der Laufzeitprämien ist möglicherweise auf eine höhere wahrgenommene Stabilität der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten, wie etwa Inflation und Wachstum, und damit auf geringer eingeschätzte

Risiken für das Halten von langlaufenden Wertpapieren zurückzuführen. Die zuvor erwähnte Abnahme der tatsächlichen Volatilität der längerfristigen Zinssätze steht im Einklang mit einer Abschwächung der Risiken. Eine maßgebliche Rolle bei dieser Entwicklung dürften die höhere Transparenz und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik gespielt haben, insbesondere soweit sie dauerhafte Veränderungen im geldpolitischen Prozess widerspiegeln.

Laufzeitprämien möglicherweise wegen besserer Fundamentaldaten oder struktureller Faktoren niedriger

Möglicherweise waren auch strukturelle Nachfragefaktoren von Bedeutung. Hierzu zählen sowohl der Erwerb langfristiger Anleihen durch Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften als auch der Aufbau von Währungsreserven durch Zentralbanken in Ostasien und mehreren ölexportierenden Ländern. Das Ausmaß, in dem Nachfragefaktoren wie die vorgenannten zu den niedrigen langfristigen Zinssätzen beitragen könnten, hat wichtige Auswirkungen auf die Geldpolitik (Kapitel IV).

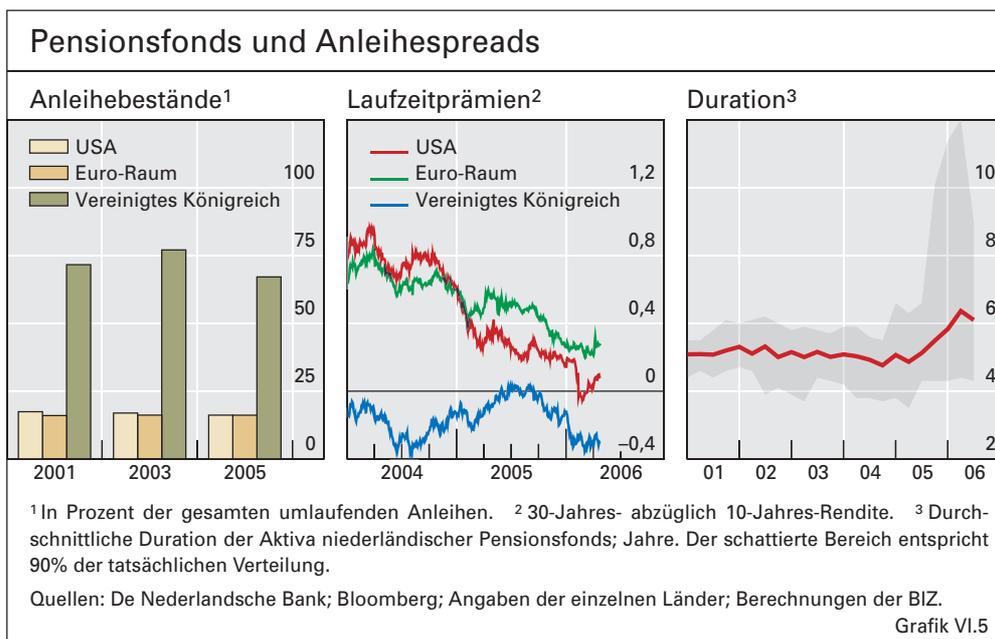
*Institutionelle Nachfragefaktoren: Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften*

Fortschritte im Risikomanagement und Veränderungen der Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften in vielen Ländern haben in den letzten Jahren Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften dazu veranlasst, Laufzeitinkongruenzen zwischen ihren Aktiva und Passiva zu reduzieren (Kapitel VII).

Bilanzstrukturmanagement ...

Zwar ist der Anteil der Anleihebestände von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften am Gesamtvolumen ausstehender Anleihen erstaunlich stabil geblieben (Grafik VI.5 links), doch lässt der Rückgang der Renditendifferenz zwischen 30-jährigen und 10-jährigen Anleihen in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften darauf schließen, dass sich die Zusammensetzung dieser Portfolios zugunsten längerlaufender Schuldtitel verschoben hat (Grafik VI.5 Mitte). Diese Verschiebung scheint im Vereinigten Königreich besonders ausgeprägt, wo die Laufzeitprämie seit einiger Zeit negativ ist. Dies steht im Einklang mit Berichten, wonach die hohen Mindestdeckungsanforderungen und

... drückt die langfristigen Renditen in Pfund Sterling ...



die Einführung des Rechnungslegungsgrundsatzes FRS 17 angesichts sinkender Renditen zu umfangreichen Käufen von Anleihen mit sehr langer Laufzeit durch britische Pensionsfonds geführt haben, was wiederum einen weiteren Renditenrückgang auslöste.

... in anderen  
Ländern jedoch  
weniger sichtbare  
Auswirkungen

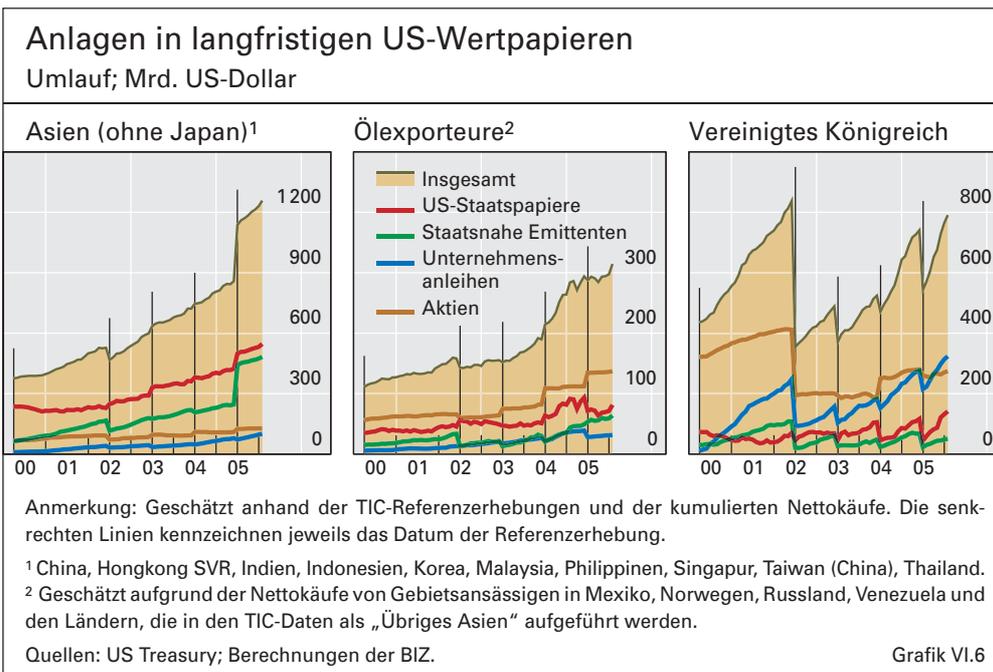
Angesichts verbleibender Unterschiede in den Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften sowie im Deckungsgrad von Pensionsfonds ist jedoch unklar, inwieweit die Entwicklung im Vereinigten Königreich auch auf andere Länder zutrifft. In den Niederlanden z.B. erhöhten Pensionsfonds die Duration ihrer Anlagen von durchschnittlich fünf auf sechseinhalb Jahre, nachdem im Herbst 2004 Reformen verabschiedet worden waren (Grafik VI.5 rechts). Allerdings bestanden erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Fonds. Während einige Fonds die Duration ihrer Aktiva fast verdoppelten, blieb sie bei anderen nahezu unverändert. Dies ist möglicherweise darauf zurückzuführen, dass der Deckungsgrad niederländischer Pensionsfonds häufig deutlich über dem vorgeschriebenen Mindestwert liegt, was ihnen eine erhebliche Flexibilität bei der Steuerung von Zinsänderungsrisiken verleiht.

Während des Berichtszeitraums zeichnete sich auch ab, dass der Trend in Richtung stärker marktorientierter Regelwerke etwas an Dynamik verlor. So hat in den Niederlanden die Verschiebung der vollständigen Umsetzung der Rentenreform auf das Jahr 2007 möglicherweise dazu beigetragen, dass dort die durchschnittliche Duration der Aktiva von Pensionsfonds leicht, nämlich um ein halbes Jahr, zurückging. In den USA verabschiedete der Kongress gegen Ende 2005 eine Reform der Mindestdeckungsanforderungen, die jedoch wesentlich weniger strikt als der ursprüngliche Vorschlag ausfiel. Dies könnte zum Anstieg der Renditendifferenz zwischen 30-jährigen und 10-jährigen Schatztiteln Anfang 2006 beigetragen haben, da Berichten zufolge Händler, die auf künftige Käufe von Pensionsfonds spekuliert hatten, ihre Positionen in langfristigen Anleihen auflösten. Der Anstieg der Aktienkurse und der Anleiherenditen zu Beginn des Jahres 2006, der den Deckungsgrad vieler Pensionsfonds zumindest vorübergehend verbesserte, verringerte ebenfalls den Anreiz, langfristige Anleihen zu erwerben.

#### *Ausländische Nachfragefaktoren: asiatische Währungsreserven und Petrodollars*

Höhere Nachfrage  
nach US-Wert-  
papieren aufgrund  
von Überschüssen  
in Asien ...

Ein anderer oft genannter Grund für die fallenden Laufzeitprämien in den USA ist die starke Nachfrage nach US-Wertpapieren aus dem Ausland. Ausländische Staaten und Zentralbanken – insbesondere in Asien – legten erneut Mittel in US-Schatzanleihen und Wertpapieren staatsnaher US-Emittenten an, was zum Großteil auf Interventionen am Devisenmarkt zurückzuführen war. In der Tat gibt es zahlreiche Hinweise darauf, dass die Finanzmärkte auf Nachrichten reagieren, die eine Veränderung der Präferenzen dieser Anleger für US-Dollar-Wertpapiere signalisieren könnten. So stiegen beispielsweise die 10-jährigen US-Dollar-Renditen nach Bekanntgabe der Renminbi-Aufwertung am 21. Juli 2005 innerhalb weniger Stunden um fast 10 Basispunkte, da Spekulanten von einer künftig deutlich geringeren Nachfrage nach US-Wertpapieren ausgingen.



Zwar verlangsamte sich der Anstieg der Währungsreserven Japans im Jahr 2005 erheblich, doch verzeichneten China und andere wichtige aufstrebende Volkswirtschaften der Asien-Pazifik-Region noch bis weit in das Jahr 2006 hinein ein kräftiges Wachstum ihrer Währungsreserven (Kapitel V). Ein Großteil davon wurde in US-Wertpapieren angelegt. Wie das linke Feld von Grafik VI.6 zeigt, weisen vorläufige Angaben auf Basis der US-TIC-Erhebung darauf hin, dass die Anlagen in langfristigen US-Wertpapieren von (sowohl staatlichen als auch privaten) Gebietsansässigen in asiatischen Ländern (ohne Japan) im Jahr 2005 rasant zunahm. So erhöhten sich die Bestände dieser Anleger insgesamt von gut \$ 800 Mrd. Ende 2004 auf geschätzte \$ 1,25 Bio. Anfang 2006.

Oftmals wird auch die Wiederanlage von Exporterlösen der ölexportierenden Länder als Nachfragefaktor für US-Wertpapiere genannt. Die Nettoöleinnahmen der wichtigsten ölexportierenden Länder (OPEC-Mitgliedsländer sowie Mexiko, Norwegen und Russland) erreichten im Jahr 2005 schätzungsweise \$ 676 Mrd. und sollen Prognosen zufolge im Jahr 2006 auf nahezu \$ 750 Mrd. ansteigen. Ein Teil dieser Einnahmen ist direkt in US-Wertpapieren angelegt worden. Schätzungen auf Basis der TIC-Daten lassen vermuten, dass die Ölexportländer rund 20% bzw. \$ 200 Mrd. ihrer gesamten von Juni 2002 bis Juni 2005 erzielten Öleinnahmen (\$ 1,2 Bio.) in kurz- und langfristigen US-Wertpapieren angelegt haben. Nachdem der Bestand langfristiger US-Wertpapiere bis 2004 kräftig gewachsen war, erhöhte er sich 2005 nur um \$ 33 Mrd. bzw. 8% der gesamten Öleinnahmen dieses Jahres.

Allerdings dürften diese Schätzungen das Gesamtengagement asiatischer Investoren und ölexportierender Länder in US-Dollar-Wertpapieren unterzeichnen. Diese Anleger erwerben nämlich oftmals Wertpapiere über Dritte in London oder an anderen Finanzplätzen außerhalb der USA. In den TIC-Referenzerhebungen wird zwar versucht, diese Käufe Dritter dem Sitzland des

... und  
Wiederanlage von  
Öleinnahmen

Anlagen über das  
Vereinigtes König-  
reich geleitet

letzlichen Käufers zuzuordnen. Dies führt gewöhnlich dazu, dass die geschätzten Bestände langfristiger US-Wertpapiere von britischen Gebietsansässigen massiv sinken und die geschätzten Bestände asiatischer Anleger mitunter sprunghaft ansteigen (Grafik VI.6). Jedoch dürfte das Engagement dieser Anleger in US-Wertpapieren die Schätzungen in den Referenzerhebungen sogar noch übertreffen, soweit sie Finanzmittel in Hedge-Fonds oder anderen Anlagevehikeln platzieren, die in US-Wertpapiere investieren.

## Aktienmärkte reagieren gelassen auf Zinserhöhungen

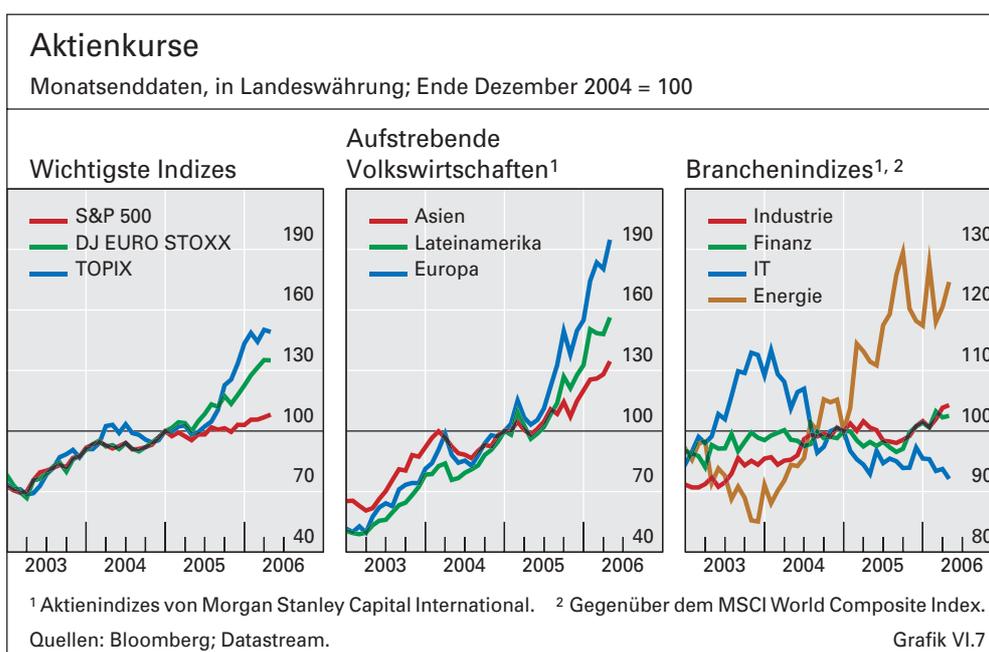
Steigende  
Aktienkurse ...

Der Kursanstieg an den weltweiten Aktienmärkten, der Anfang 2003 begonnen hatte, setzte sich fast im gesamten Berichtszeitraum unvermindert fort. Nach mäßigen Zuwächsen im Jahr 2004 verbuchten die Aktienmärkte 2005 weltweit zweistellige Kursgewinne. An vielen Märkten hielt der Kursanstieg 2006 zunächst noch an, bevor es Mitte Mai zu einer Abwärtsbewegung kam. Die größten Zuwächse verzeichneten die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften. So stiegen die Kurse an den osteuropäischen Aktienmärkten 2005 in Landeswährung um 55% und – trotz eines Einbruchs Mitte Mai – in den ersten fünf Monaten des Jahres 2006 um weitere 15% (Grafik VI.7). Auch an den führenden Aktienmärkten schnellten die Kurse nach oben. Der japanische Aktienmarkt legte im Jahr 2005 44% zu, bevor der Kursanstieg Anfang 2006 nachließ. Der US-Aktienmarkt blieb hinter den meisten anderen zurück; er verzeichnete von Anfang 2005 bis Mitte Mai 2006 einen Anstieg von nur 4%.

### Gesamtwirtschaftlicher Ausblick begünstigt Aktienkursgewinne

... infolge kräftigen  
Wirtschafts-  
wachstums

Der Anstieg der Aktienkurse wurde durch die unerwartet gute Entwicklung der Weltwirtschaft begünstigt (Kapitel II). Die besseren wirtschaftlichen Aussichten



in Japan und im Euro-Raum veranlassten die Anleger, ihre Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensgewinne nach oben zu revidieren. In Japan gingen zusätzliche Impulse von der Hoffnung auf Strukturreformen und der verbreiteten Ansicht aus, das Problem der notleidenden Kredite von Banken sei weitgehend gelöst. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Gewinnprognosen ebenfalls nach oben revidiert, und vielerorts stärkten die hohen Rohstoffpreise das Vertrauen der Investoren. So verzeichneten Ölexportländer, wie z.B. Russland, wo sich die Aktienkurse im vergangenen Jahr mehr als verdoppelten, die kräftigsten Kursgewinne.

Der Kursanstieg an den Aktienmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften ging mit einem massiven Zufluss von Auslandskapital einher (Kapitel III). Allerdings bestand im Berichtszeitraum weder regional noch im Ländervergleich eine eindeutige Beziehung zwischen dem Umfang der ausländischen Portfolioinvestitionen und der Aktienmarktentwicklung. Sowohl absolut als auch im Verhältnis zur Marktkapitalisierung des Ziellandes lag die Querschnittskorrelation zwischen den Portfolioinvestitionsströmen und den monatlichen Aktienrenditen in Landeswährung nahe null. Ein möglicher Grund für diese niedrige Korrelation ist, dass die große Nachfrage nach Aktien aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auf ein hohes Angebot traf. Diese Erklärung steht im Einklang damit, dass die Unternehmen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens im Jahr 2005 internationale Aktienemissionen von insgesamt \$ 57 Mrd. ankündigten, verglichen mit nur \$ 34 Mrd. im Vorjahr.

In den USA stützten die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Aktienkurse weniger stark als in anderen Ländern. Das solide Wirtschaftswachstum war allgemein erwartet worden und deshalb bereits in den Bewertungen berücksichtigt. Die Straffung der Geldpolitik trug wahrscheinlich zu der unterdurchschnittlichen Entwicklung von US-Aktien bei, obwohl ihr Einfluss dadurch gedämpft wurde, dass sie nicht überraschend kam und dass sich die höheren Leitzinsen nur langsam in höheren langfristigen Renditen niederschlugen. Im September 2005 versetzten außergewöhnlich starke Hurrikane an der US-Golfküste die Märkte in Unruhe, doch die Kurse erholten sich, sobald feststand, dass das US-Wirtschaftswachstum hiervon nur vorübergehend beeinträchtigt worden war.

#### *Wieder höherer Verschuldungsgrad und Zunahme von Fusionen*

Eine weitere Stütze für die Aktienmärkte waren Veränderungen der Kapitalstruktur der Unternehmen. Während die Unternehmen von 2001 bis 2004 ihren Cashflow zur Konsolidierung ihrer Bilanzen verwendet hatten, legten sie in jüngster Zeit mehr Gewicht darauf, über Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufe und Übernahmen Kapital an die Aktionäre zurückzugeben. Die von S&P-500-Unternehmen ausgeschütteten Dividenden wuchsen 2004/05 so kräftig wie seit über zehn Jahren nicht mehr. Die Aktienrückkäufe nahmen noch stärker zu; S&P-500-Unternehmen gaben 2005 fast \$ 350 Mrd. für den Erwerb eigener Aktien aus (Grafik VI.8). Aufgrund von Rückkäufen und Übernahmen erreichte der Gesamtbetrag des von US-Firmen zurückgenommenen Aktienkapitals im Jahr 2005 mit \$ 300 Mrd. einen neuen Höchststand.

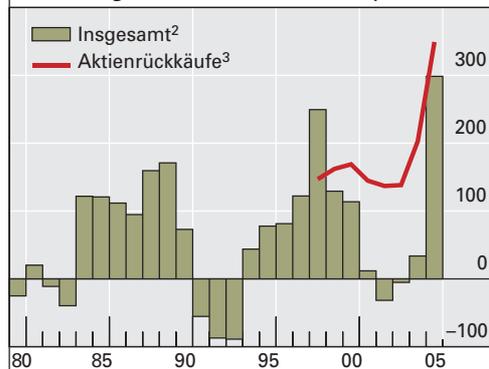
Niedrige  
Korrelation von  
Kapitalströmen und  
Renditen

Höhere Dividenden  
und vermehrte  
Aktienrückkäufe ...

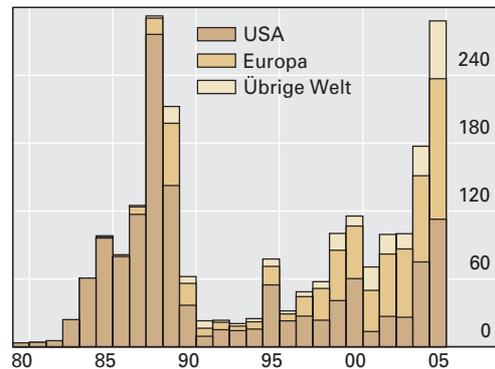
## Aktionärsfreundliche Maßnahmen

Mrd. konstante US-Dollar<sup>1</sup>

Zurückgenommenes Aktienkapital



Fremdfinanzierte Übernahmen<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Nominalbeträge, umgerechnet zu konstanten US-Dollar von 2005 mithilfe des US-BIP-Deflators. <sup>2</sup> US-Unternehmen, bereinigt um neu ausgegebene Aktien. <sup>3</sup> Bruttore Rückkäufe durch S&P-500-Unternehmen. <sup>4</sup> Angekündigter Wert aller Transaktionen, einschl. Nettoverschuldung; Basis: Ankündigungsdatum und Sitzland des Zielunternehmens.

Quellen: Standard & Poor's; Thomson Financial SDC Platinum; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik VI.8

Die europäischen und japanischen Unternehmen erhöhten ihre Dividenden sogar noch mehr. Das hohe Dividendenwachstum dürfte dazu beigetragen haben, das Vertrauen der Anleger zu stärken, da es signalisierte, dass die Unternehmensleitungen mit einem anhaltend hohen Gewinnwachstum rechneten. Aktienrückkäufe nahmen die europäischen und japanischen Unternehmen ebenfalls vor, allerdings nicht in dem Ausmaß wie US-Unternehmen.

... sowie  
Erhöhung des  
Fremdkapitalanteils

Zusätzlich zu ihrer Signalwirkung stützten die höheren Dividenden und Rückkäufe die Aktienkurse auch, indem sie den Fremdkapitalanteil in den Unternehmensbilanzen steigerten. In dem Maße, wie Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe den Verschuldungsgrad eines Unternehmens erhöhen, stärken sie die Eigenkapitalrendite. Vor 2004 dagegen wurden die von Unternehmen zurückgekauften Aktien im Rahmen von Optionsprogrammen größtenteils wieder an Beschäftigte ausgegeben, weshalb die Kapitalstruktur der Unternehmen unberührt blieb. Zunehmend verwenden die Unternehmen Aktienrückkäufe jedoch dazu, die Anzahl ihrer in Umlauf befindlichen Aktien zu verringern und Kapital an die Aktionäre zurückzugeben. Ebenso ist die Ausschüttung von Sonderdividenden mittlerweile für Private-Equity-Investoren zu einer beliebten Art der Kapitalrückzahlung geworden. In der Vergangenheit veräußerten Private-Equity-Investoren ihre Unternehmensanteile meist über Börsengänge. Im Jahr 2005 stießen diese allerdings auf recht geringes Interesse: Am ersten Handelstag betrug der durchschnittliche Kursanstieg etwa 10%, verglichen mit gut 20% in den Jahren seit 1990. Daraufhin nahmen Private-Equity-Investoren vermehrt die Kapitalmärkte in Anspruch, um hohe Dividendenausschüttungen aus den einbehaltenen Gewinnen ihrer Unternehmen zu finanzieren (Kapitel VII).

Größte Welle  
fremdfinanzierter  
Übernahmen seit  
den 1980er Jahren

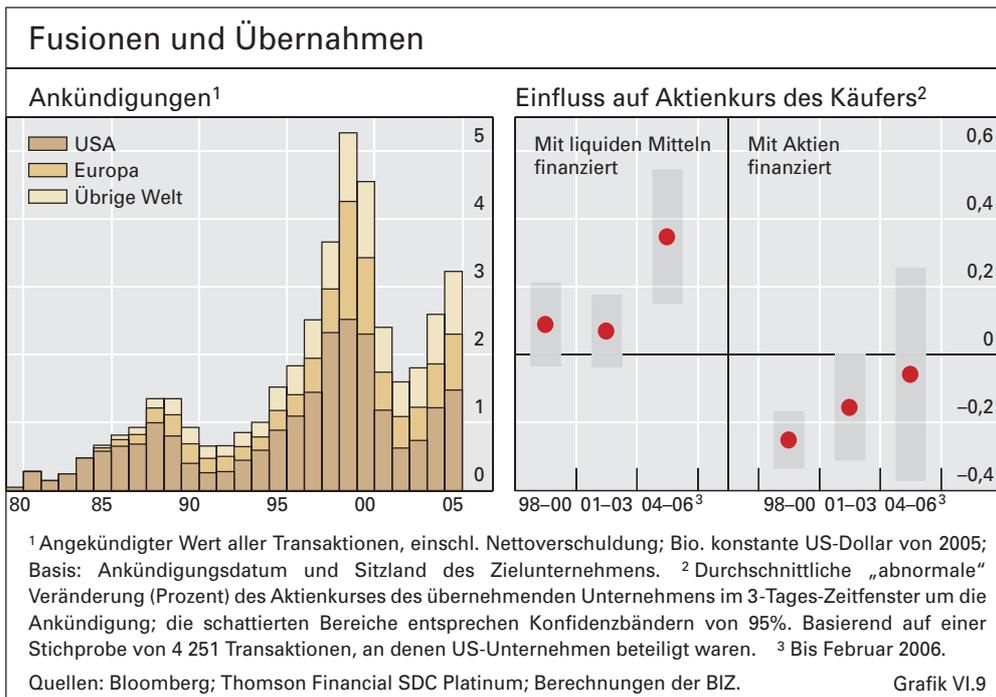
Der Trend zur Erhöhung des Fremdkapitalanteils wurde durch eine Welle von fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buy-Outs, LBO) zusätzlich verstärkt. Kreditfinanzierte Übernahmeangebote von Private-Equity-Investoren

erreichten 2005 den größten Umfang seit Ende der 1980er Jahre (Grafik VI.8). Anders als damals beschränkten sich die jüngsten Übernahmeaktivitäten nicht auf die USA. Mehr als die Hälfte der Transaktionen betraf Unternehmen außerhalb der USA, hauptsächlich in Europa, aber auch in Asien. Besonders auffällig war der kräftige Anstieg der fremdfinanzierten Übernahmen in Deutschland und Japan, wo Hindernisse für einen Wechsel in der Unternehmenskontrolle, wie etwa Überkreuzbeteiligungen zwischen Unternehmen, allmählich abgebaut wurden. Während z.B. in Japan 1992 rund 50% aller börsennotierten Aktien von verbundenen Unternehmen gehalten wurden, hatte sich dieser Anteil bis 2004 halbiert.

Die Belebung des Geschäfts bei den fremdfinanzierten Übernahmen war Teil einer generellen Beschleunigung der Fusionen und Übernahmen. Im Jahr 2005 wurden Übernahmen in Höhe von insgesamt \$ 3,2 Bio. angekündigt, was einen Anstieg von fast 30% im Vergleich zu 2004 und den höchsten Betrag seit 2000 darstellt (Grafik VI.9). Der Anteil fremdfinanzierter Übernahmen an den gesamten Transaktionen betrug etwa 9% und lag damit deutlich über dem Vergleichswert des Jahres 2000, wenn auch weit unter dem 1988 erreichten Höchststand von 22%. Die Zunahme der Fusionen und Übernahmen verteilte sich auf die ganze Welt. In knapp der Hälfte der Transaktionen waren US-Unternehmen das Übernahmeziel, in einem weiteren Viertel europäische Unternehmen. Unternehmen mit Sitz in aufstrebenden Volkswirtschaften waren so aktiv wie noch nie und kauften Unternehmen in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften ebenso wie in Industrieländern.

Diesmal reagierten die Aktienanleger positiver auf die Übernahmewelle als in der Vergangenheit. Auf die Ankündigung einer Übernahme hin stiegen 2005 die Aktienkurse sowohl der Zielunternehmen als auch der Käufer tendenziell an. Früher hatten dagegen hauptsächlich die Aktionäre der Zielunternehmen von eventuellen fusionsbedingten Wertzuwächsen der Aktien profitiert.

Welle der Fusionen und Übernahmen treibt Aktienkurse nach oben ...



Die Reaktion der Anleger war auch deshalb vergleichsweise positiv, weil nun ein kleinerer Anteil der Transaktionen als früher ganz oder teilweise mit Aktien finanziert wurde. In den USA wurden etwa 30% der jüngsten Fusionen und Übernahmen über Aktien finanziert, verglichen mit rund 70% während des letzten Booms 1998–2000. In Europa und Asien war der Anteil der so finanzierten Transaktionen sogar noch kleiner. Im rechten Feld von Grafik VI.9 wird die durchschnittliche „abnormale“ Rendite der Aktien der Käuferunternehmen am Tag der Ankündigung der Übernahme dargestellt, d.h. nach Berücksichtigung der Reagibilität der Aktie gegenüber marktweiten Kursbewegungen. Fusionen, die mit liquiden Mitteln finanziert wurden, entwickelten sich durchweg besser als Fusionen, die mit Aktien finanziert wurden: Die „abnormale“ Rendite ist bei Ersteren in jedem Zeitraum höher. Offenbar liegt dies daran, dass seltener ein zu hoher Preis für ein Zielunternehmen gezahlt wird, wenn eine Fusion mit liquiden Mitteln finanziert wird.

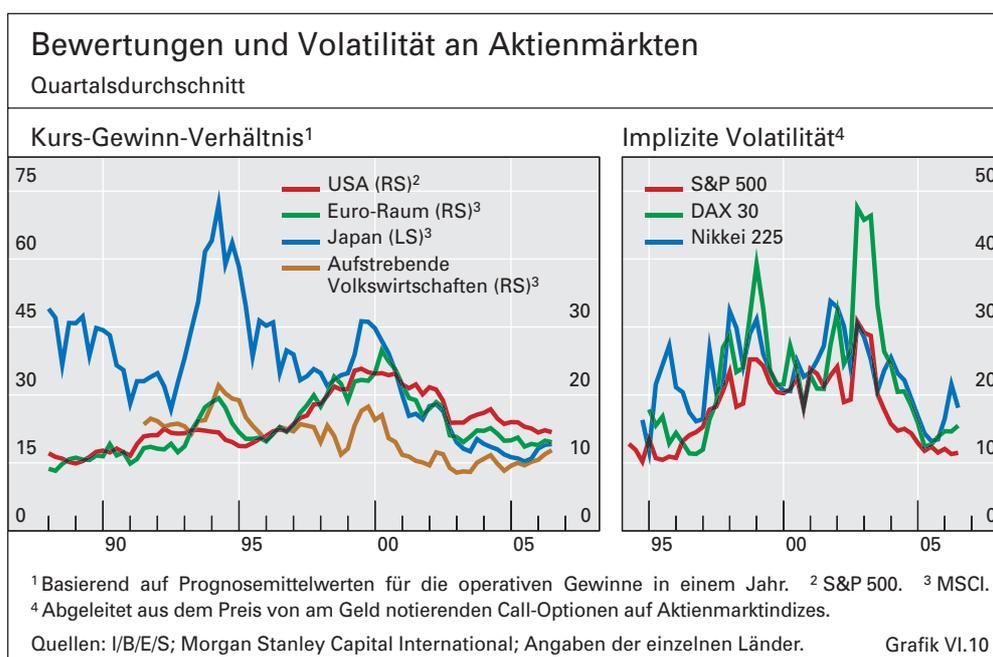
... selbst diejenigen der Käuferunternehmen

Noch auffälliger ist, dass die „abnormale“ Rendite der Aktien der Käuferunternehmen 2004–06 sowohl bei mit liquiden Mitteln als auch bei mit Aktien finanzierten Transaktionen höher ausfiel als in früheren Jahren; die Anleger nahmen also alle Arten von Übernahmen freundlicher auf als in der Vergangenheit. Im Zeitraum 1998–2000 lagen die „abnormalen“ Renditen bei mit liquiden Mitteln finanzierten Transaktionen etwa bei null, und bei mit Aktien finanzierten Transaktionen waren sie signifikant negativ. Dagegen waren sie 2004–06 bei mit liquiden Mitteln finanzierten Transaktionen signifikant positiv und bei mit Aktien finanzierten Transaktionen etwa null.

#### Widersprüchliche Signale hinsichtlich der Bewertungen

Bewertungen nach einigen Maßstäben nicht ungewöhnlich hoch

Möglicherweise waren die Anleger gegenüber Übernahmen deswegen positiver eingestellt, weil die Marktbewertungen gemäß einigen – wenn auch nicht allen – Maßstäben niedrig schienen. Weltweit werden die jüngsten Kursgewinne an den Aktienmärkten von den Aufwärtskorrekturen bei den



Gewinnprognosen noch übertroffen. Der S&P 500 wurde 2005 mit dem 15-fachen der kurzfristigen Gewinnprognosen gehandelt, leicht unter dem Durchschnittswert von 16 für 1988–2004 (Grafik VI.10). An den Aktienmärkten im Euro-Raum war es das 13-fache im Vergleich zu einem langfristigen Durchschnitt von 16. An den Aktienmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ebenfalls erheblich unter früheren Werten. Deshalb könnte das Risiko, dass eine Übernahme überzahlt wird, als geringer eingeschätzt worden sein als in der Vergangenheit.

An den meisten Märkten schienen die Anleger mit den Bewertungen und den Renditenaussichten zufrieden. Die durch Aktienindexoptionen implizierte Volatilität blieb sehr niedrig. Für den S&P 500 pendelte sie z.B. über weite Teile des Jahres 2005 und Anfang 2006 um 12% und lag damit nahe den vorherigen Tiefständen von 1995 (Grafik VI.10). Den stärksten Anstieg des Berichtszeitraums verzeichnete sie Mitte Mai 2006, als die Aktienmärkte weltweit heftige Kursverluste hinnehmen mussten.

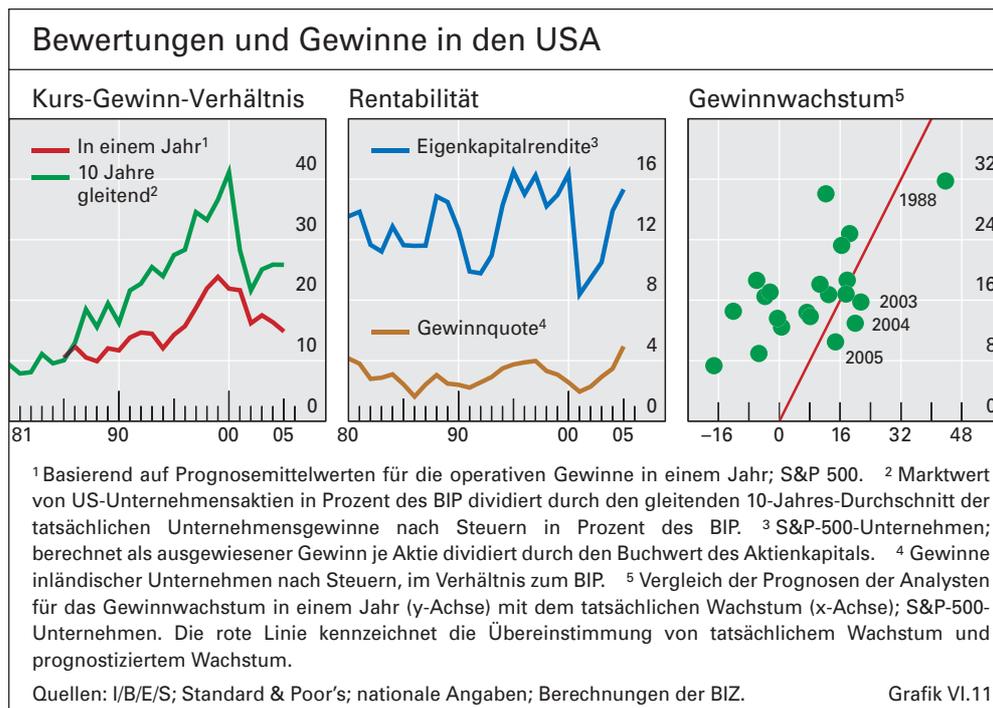
Natürlich gab es auch Ausnahmen. In Japan erhöhte sich das KGV im zweiten Halbjahr 2005 deutlich von 15 auf 19, da die Aktienkurse in die Höhe schnellten. Außerdem stieg die durch Optionen auf den Nikkei-Index implizierte Volatilität von Juni bis Dezember 2005 auf mehr als das Doppelte – von rund 10% auf 25% –, was vermuten lässt, dass die Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Kursentwicklung parallel zu den Bewertungen zunahm. An den Aktienmärkten des Nahen Ostens trieben lokale Anleger, die über reichliche Öleinnahmen verfügten, die Bewertungen in spektakuläre Höhen. Selbst nachdem die Kurse im Verlauf der ersten fünf Monate von 2006 um etwa 40% eingebrochen waren, lag das KGV in Saudi-Arabien und Dubai noch immer bei über 20.

Diese Ausnahmen einmal beiseite gelassen, ist nicht klar, ob die offenbar zuversichtliche Beurteilung der Marktaussichten durch die Anleger eine gesunkene Risikoaversion oder eine anhaltend niedrige Risikoeinschätzung widerspiegelte; beide Faktoren beeinflussen die Messgrößen der impliziten Volatilität. Über weite Strecken des vergangenen Jahres fielen die Schätzungen der Risikobereitschaft an den Aktienmärkten, abgeleitet aus einem Vergleich zwischen der Verteilung der durch Optionspreise implizierten erwarteten Renditen und der Verteilung der historischen Renditen, relativ hoch aus. Wenn jedoch die Risikobereitschaft der Aktienanleger hoch war, so ist schwer nachzuvollziehen, warum die Bewertungen anscheinend weiterhin relativ niedrig blieben.

Möglicherweise liegt die Erklärung darin, dass die Bewertungen in Wirklichkeit höher waren als vom KGV auf Basis kurzfristiger Gewinnprognosen angezeigt. Im Jahr 2005 lagen die Eigenkapitalrentabilität und der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP nahe ihren historischen Höchstständen, zumindest in den USA (Grafik VI.11). Sollte die Rentabilität wieder auf ihren längerfristigen Trendwert fallen, dann wären die Aktien tatsächlich hoch bewertet. Auf Basis eines gleitenden 10-Jahres-Durchschnitts der Gewinne, bei dem zyklische Schwankungen geglättet werden, lag das KGV für US-Aktien Ende 2005 mit rund 26 deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt von 19 für den Zeitraum 1962–2005.

Implizite Volatilität  
anhaltend niedrig ...

... vielleicht wegen  
gestiegener  
Risikobereitschaft



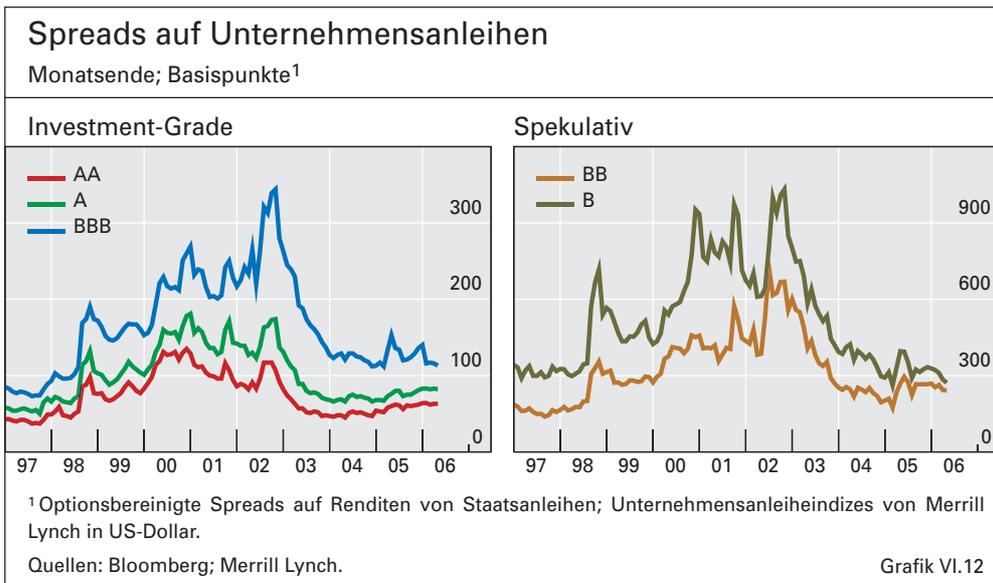
Analysten eher pessimistisch bezüglich Ertragsstärke

Es gibt Anzeichen dafür, dass die Analysten die Nachhaltigkeit von kurzfristigen Rentabilitätsanstiegen skeptischer beurteilten als früher. Grafik VI.11 stellt im rechten Feld die Prognosen der Analysten für das Wachstum der operativen Gewinne in einem Jahr dem tatsächlichen Gewinnwachstum der S&P-500-Unternehmen in den letzten 20 Jahren gegenüber. In diesen beiden Jahrzehnten übertraf das tatsächliche Wachstum das prognostizierte Wachstum nur viermal – und davon dreimal im Zeitraum 2003–05. Mit anderen Worten: Die Analysten, die die Entwicklung der Unternehmensgewinne in der Vergangenheit zu optimistisch eingeschätzt hatten, sind seit 2003 zu pessimistisch. Sollte dieser Pessimismus von den Anlegern geteilt werden, würde sich die Erwartung erfüllen, dass die Rentabilität letztlich wieder zu ihrem längerfristigen Trendwert zurückkehren wird.

Eine gewisse Skepsis hinsichtlich des zukünftigen Gewinnwachstums scheint gerechtfertigt. Die Abwärtsrisiken für die Gewinnaussichten der Unternehmen sind 2006 offenbar höher als in den Jahren davor. Zum Beispiel könnten höhere Zinssätze und enge Arbeitsmärkte das Gewinnwachstum besonders in den USA und Europa beeinträchtigen (Kapitel II). Trotzdem übertraf das Gewinnwachstum im ersten Quartal 2006 erneut die Erwartungen.

### Kreditmärkte in robuster Verfassung

Trotz verstärkter Aktivität bei fremdfinanzierten Übernahmen und anderen aktionärsfreundlichen Maßnahmen blieben die Spreads auf Unternehmensanleihen und Credit-Default-Swaps (CDS) im Jahr 2005 und Anfang 2006 nahe ihrer zyklischen Tiefstände (Grafik VI.12). Der lang anhaltende Aufschwung an den Kreditmärkten nahm im zweiten Quartal 2005 ein Ende, als eine Reihe negativer Unternehmensnachrichten – darunter die Herabstufung von General



Motors und Ford in den spekulativen Bereich – eine moderate Verkaufswelle auslösten. Zwar erholten sich die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen hiervon nicht vollständig, es kam jedoch auch nicht zu einer dramatischen Ausweitung. Die Aufschläge auf Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating stiegen Ende 2005 und Anfang 2006 allmählich an und näherten sich dem während der Verkaufswelle erreichten Niveau; mit 83 Basispunkten lagen die Spreads auf US-Dollar-Anleihen mit A-Rating Mitte Mai 2006 aber weiterhin lediglich 20 Basispunkte über ihrem zyklischen Tiefstwert. Im spekulativen Bereich lagen die Spreads für Unternehmensanleihen zu diesem Zeitpunkt mehr als 100 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom Mai 2005 und nur 40 Basispunkte oberhalb ihres Tiefstands vom März 2005.

Moderater Anstieg bei Investment-Grade-Renditeaufschlägen

Einige Unternehmen sahen sich durchaus mit erheblich höheren Finanzierungskosten konfrontiert. Die Probleme der US-Automobilhersteller nahmen 2005 zu: Sowohl die Eindämmung von Altlasten ihrer betrieblichen Pensionsfonds und Krankenversicherungssysteme als auch die Anpassung der Geschäftsstrategie an den wachsenden Wettbewerb machten ihnen zu schaffen. Nach einer kurzen Erholung Mitte 2005 weiteten sich die Spreads für Ford und General Motors gegen Ende 2005 auf ein Niveau aus, das deutlich über demjenigen am Höhepunkt der vorhergehenden Verkaufswelle lag. Das Gleiche widerfuhr US-Automobilzulieferern wie Delphi und Dana, die beide schließlich Insolvenz anmelden mussten. Nahezu 5% der Automobilfirmen mit Rating wurden im Jahr 2005 zahlungsunfähig, ein höherer Anteil als in jeder anderen Branche.

Probleme in der Automobilbranche

Überdies bewerteten die Gläubiger die Schuldtitel derjenigen Unternehmen neu, die zum Ziel fremdfinanzierter Übernahmen geworden waren oder unter Druck gerieten, ihren Fremdkapitalanteil zu erhöhen. Mitte November 2005 stiegen beispielsweise die CDS-Prämien für Georgia-Pacific, ein US-Unternehmen der Holzindustrie, sprunghaft um rund 250 Basispunkte, nachdem den Anteilseignern ein Übernahmeangebot unterbreitet worden war. Anleger schienen mögliche Erhöhungen des Fremdkapitalanteils bei Investment-Grade-Emittenten besonders aufmerksam zu verfolgen, bei denen eine solche

Erhöhung am wahrscheinlichsten ist, da sie naturgemäß besser in der Lage sind, zusätzliche Schulden zu bedienen, als Emittenten im spekulativen Bereich.

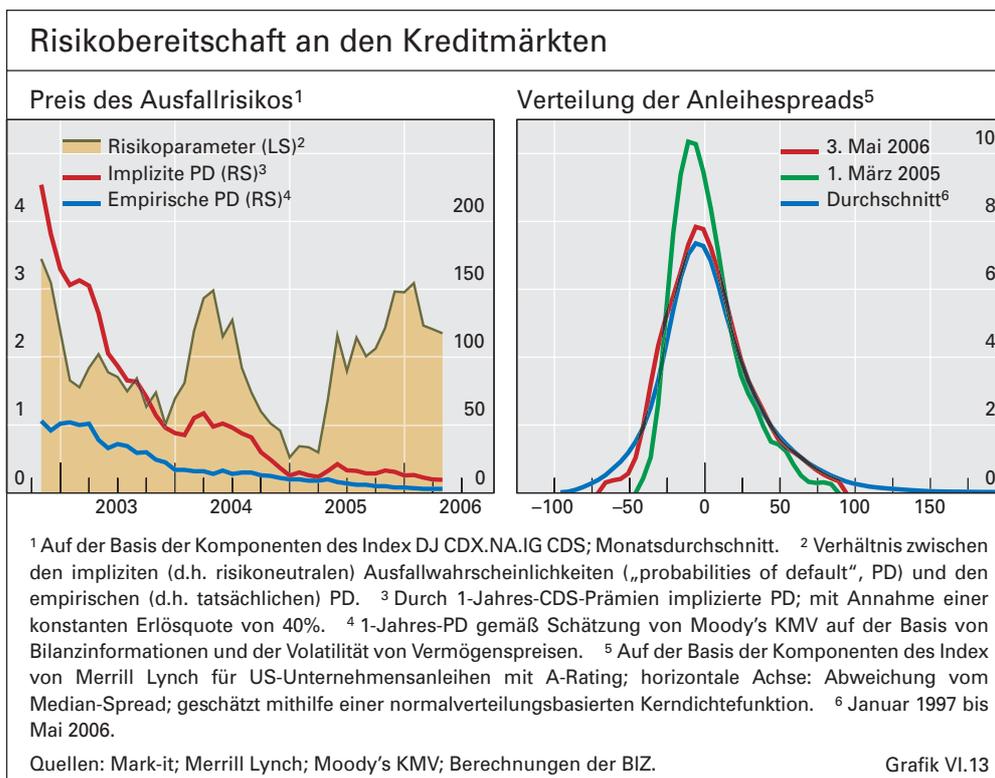
#### Je nach Risikoart differenzierte Risikobereitschaft

Diese erhöhte Sensitivität gegenüber dem Risiko von Kreditereignissen war die Ursache für die leichte Erhöhung der Kreditrisikoprämien im Investment-Grade-Segment. Die Anleger schienen besorgt über die Auswirkungen von Dividendenerhöhungen, Aktienrückkäufen, Fusionen und fremdfinanzierten Übernahmen auf die Verfassung einzelner Unternehmen. Gleichzeitig aber ließen sie die möglichen Folgen derartiger Transaktionen für die Kreditwürdigkeit des Unternehmenssektors insgesamt offensichtlich unbeeindruckt.

Die Bereitschaft der Anleger zur Übernahme von Kreditrisiken scheint sich nie ganz von den Turbulenzen an den Märkten für Unternehmensanleihen und CDS im zweiten Quartal 2005 erholt zu haben. Eine Schätzung der Risikobereitschaft an den Kreditmärkten ist im linken Feld von Grafik VI.13 dargestellt. Die Schätzung bezieht sich auf eine Stichprobe von Investment-Grade-Schuldnern und entspricht dem Quotienten der aus Kreditrisikoprämien berechneten Ausfallwahrscheinlichkeit und einer Ausfallwahrscheinlichkeit, die aus Bilanzdaten dieser Unternehmen abgeleitet ist. Die Analyse legt nahe, dass die von den Anlegern verlangte Prämie für die Übernahme von Kreditrisiken im April und Mai 2005 merklich anstieg – wenngleich von einem außergewöhnlich niedrigen Niveau aus – und danach bei verhältnismäßig hohen Werten verharrte.

Maße für den Grad der Differenzierung zwischen Unternehmensschuldnern zeigen einen ähnlichen Umschwung. Grafik VI.13 veranschaulicht im rechten

Rückläufige  
Bereitschaft zur  
Übernahme von  
Kreditereignis-  
risiken ...



Feld die Verteilung der Spreads für Unternehmensanleihen mit A-Rating. Die Spreads lagen im März 2005 sehr eng beieinander, ehe die Verkaufswelle einsetzte. Seitdem ist eine breitere Streuung feststellbar; bis April 2006 näherte sich die Verteilung der Spreads ihrem langfristigen Durchschnitt an.

Streng genommen vereinen die in Grafik VI.13 abgebildeten Indikatoren zwei unterschiedliche Risikoprämien in sich: einen Ausgleich für die Übernahme des systematischen (marktweiten) Risikos und einen Ausgleich für die Übernahme des Kreditereignisrisikos. Ersteres wird hauptsächlich durch Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen bestimmt. Letzteres, auch als „Jump-to-Default“-Risiko bekannt, spiegelt die Aversion gegenüber Unsicherheiten hinsichtlich des Eintrittszeitpunkts und des Ausmaßes von Ausfallverlusten aus einzelnen Kreditengagements wider. An den Aktienmärkten verlangen die Anleger in der Regel keinen Ausgleich für solche idiosynkratischen Risiken, denn in einem gut diversifizierten Portfolio gleichen sich die Schwankungen der einzelnen Titel unter dem Strich aus. An den Kreditmärkten hingegen stellt die Abgeltung als firmenspezifisch wahrgenommener Risiken offenbar einen gewichtigen Anteil der Kreditspreads dar. Dies könnte durch „Ansteckungseffekte“ erklärt werden, d.h. Entwicklungen in einem bestimmten Unternehmen deuten vielleicht auf einen Anstieg des Ausfallrisikos bei anderen hin. Eine andere Erklärung mag sein, dass Portfolios von Unternehmensanleihen grundsätzlich schwer zu diversifizieren sind.

Zwar ist es schwierig, die geschätzte Risikoprämie in ihre Komponenten zu zerlegen, doch gibt es vereinzelte Hinweise dafür, dass der Anstieg 2005 und Anfang 2006 eher auf eine geringere Bereitschaft zur Übernahme von Kreditereignisrisiken zurückzuführen war als auf eine veränderte Haltung der Anleger gegenüber dem systematischen Risiko. Zunächst einmal liefern Indikatoren des Aktienmarktes, etwa die implizite Volatilität, keine Anhaltspunkte dafür, dass die Bereitschaft der Anleger zur Übernahme des systematischen Risikos abgenommen hätte (s. weiter oben). Grundsätzlich sollte die Einstellung zu dieser Form des Risikos für alle Anlagekategorien gleich sein, da das systematische Risiko in hohem Maße von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen abhängt.

Des Weiteren deutet die Entwicklung der Spreads in verschiedenen Ratingklassen darauf hin, dass die Risikoneigung der Anleger je nach Risikoart unterschiedlich stark ist. Bei abnehmender Bonität einer Anleihe verhält sich ihr Ertrag zunehmend wie der einer Aktie. Das systematische Risiko dürfte daher für die Renditen hochverzinslicher Anleihen eine größere Rolle spielen als für die Renditen von Anleihen mit hohem Rating. Für die Kombination aus geringer Bereitschaft zur Übernahme von Kreditereignisrisiken und hoher Bereitschaft zur Übernahme des systematischen Risikos spricht auch, dass sich Unternehmensanleihen mit spekulativem Rating im letzten Jahr besser entwickelten als Investment-Grade-Anleihen. Im ersten Quartal 2006 gingen die Spreads auf hochverzinsliche Titel um etwa 40 Basispunkte zurück, während die Spreads bei Investment-Grade-Titeln unverändert blieben (Grafik VI.12). Überdies stehen Investment-Grade-Unternehmen zunehmend unter Druck von Gläubigern, Bestimmungen zum Wechsel in der Unternehmenskontrolle („change of control“-Klauseln) in die Anleihebedingungen aufzunehmen, um

... aber unveränderte Bereitschaft zur Übernahme des systematischen Risikos

Gegenläufige Entwicklung der Spreads im Investment-Grade- und Hochzinsbereich

im Falle einer fremdfinanzierten Übernahme die Verluste für die bisherigen Anleihehaber zu begrenzen. Gleichzeitig haben Private-Equity-Fonds erhebliche Summen zu günstigen Konditionen aufgenommen, um derartige Übernahmen zu finanzieren (Kapitel VII).

### Unternehmensbilanzen weiter in guter Verfassung

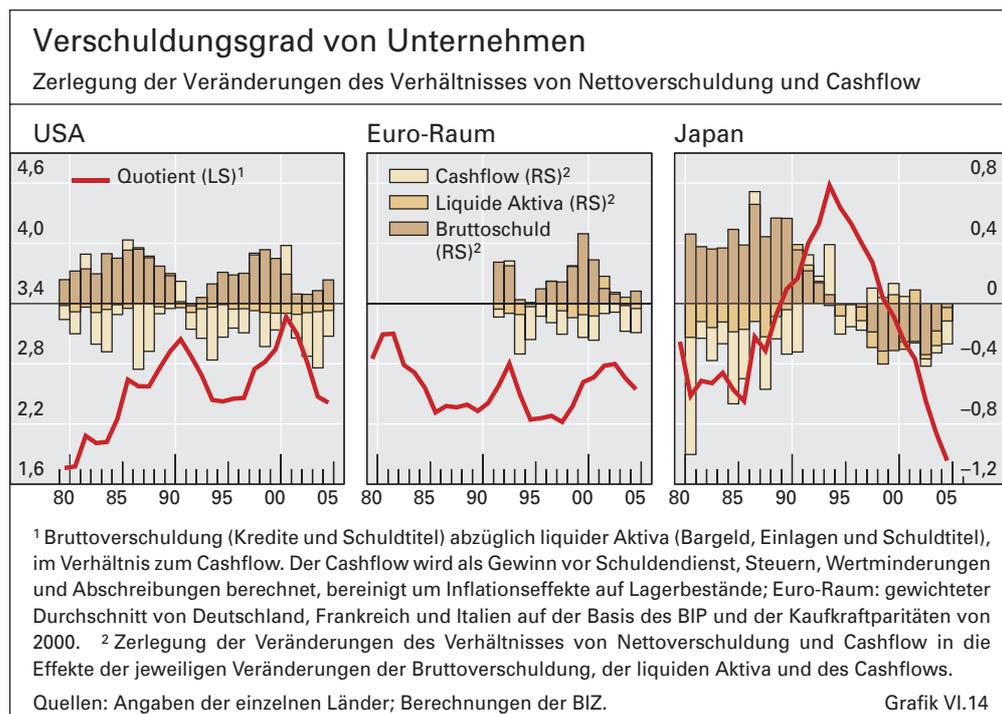
Die nach Risikotyp differenzierte Risikoneigung von Anlegern ist zumindest teilweise Ausdruck der derzeit guten finanziellen Verfassung der Unternehmen. Die Zunahme aktionärsfreundlicher Maßnahmen hat die Verbesserung der Unternehmensbonität im Jahr 2005 zwar verlangsamt, jedoch keine Kehrtwende eingeleitet.

Verschuldungsgrad der Unternehmen niedrig in den USA und Japan ...

In den USA ist das Verhältnis der Nettoverschuldung zum Cashflow im Jahr 2005 auf das niedrigste Niveau seit Mitte der 1990er Jahre gesunken (Grafik VI.14), obwohl sich die Mittelaufnahme durch Nichtfinanzunternehmen – teils durch einen gestiegenen Bedarf an Investitionskapital und Betriebsmitteln, teils zur Finanzierung von Übernahmen – kräftig erhöhte. Insgesamt wurde die Neuverschuldung aber durch das außergewöhnlich rasante Wachstum der Unternehmensgewinne mehr als ausgeglichen. Ferner stockten US-Unternehmen ihre Barreserven weiter auf, allerdings in geringerem Umfang als in den Vorjahren.

... und höher im Euro-Raum

Die Unternehmen im Euro-Raum gingen die Stärkung ihrer Bilanzen langsamer an als die US-Unternehmen. Im Jahr 2005 lag ihr Verschuldungsgrad immer noch nahe dem zyklischen Höchststand. Dennoch sank 2005 das Verhältnis der Nettoverschuldung zum Cashflow im zweiten Jahr in Folge. Wie in den USA wurde dieser Rückgang durch Zuwächse bei den Unternehmensgewinnen begünstigt. Besonders deutschen Unternehmen gelang es, ihre Gewinnmargen trotz des verhaltenen Wirtschaftswachstums auszuweiten. Im



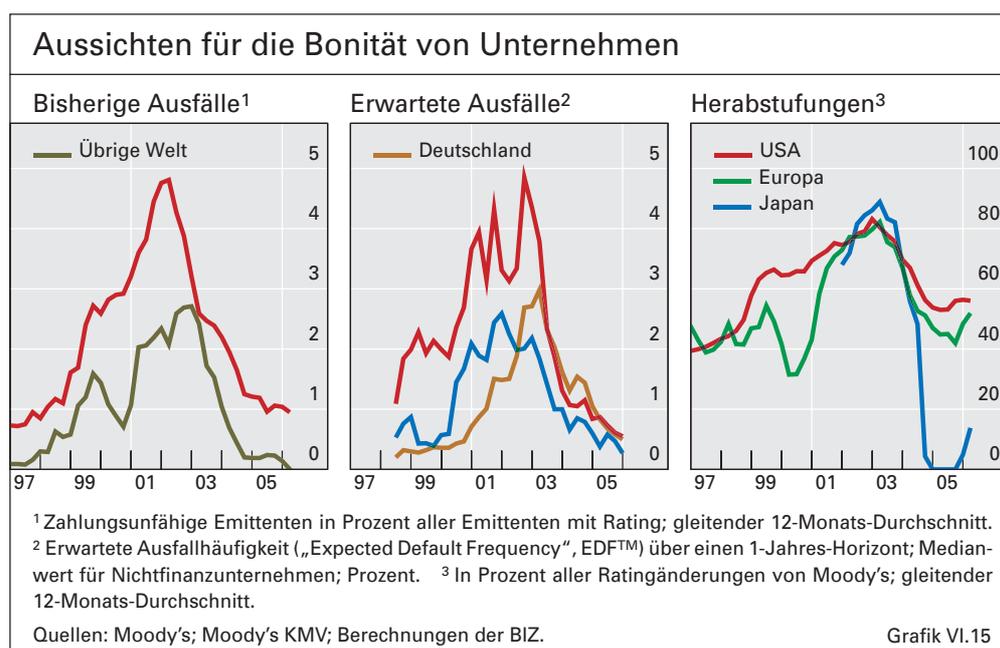
Gegensatz dazu hatten die italienischen Unternehmen Mühe, ihre Gewinnmargen zu halten.

In Japan sank der Verschuldungsgrad auf das niedrigste Niveau seit über 20 Jahren. Anders als in der Vergangenheit, als der Rückgang des Verhältnisses von Nettoverschuldung zum Cashflow primär durch einen Abbau der Verschuldung erklärt wurde, stand im Jahr 2005 das beschleunigte Wachstum der Unternehmensgewinne im Vordergrund. Diese Beschleunigung betraf hauptsächlich Unternehmen mit Geschäftsschwerpunkt im Inlandsmarkt, deren Gewinnsituation von der sich erholenden Inlandsnachfrage profitierte. Die Schuldentilgung übertraf erneut die Aufnahme neuer Schulden; allerdings war die Differenz seit Mitte der 1990er Jahre noch nie so gering. Statt ihre Verschuldung weiter abzubauen, entschlossen sich immer mehr Unternehmen, ihre Investitionsausgaben zu erhöhen oder ihre Barreserven aufzustocken.

Für die Zukunft zeichnet sich Druck auf die Bonität der Unternehmen ab. Wie bereits erwähnt beschleunigt sich deren Kreditaufnahme. Zudem ist die Anzahl der Herabstufungen von Nichtfinanzunternehmen im Verhältnis zur Gesamtzahl der Ratingänderungen 2005 gestiegen, und zwar nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und Japan (Grafik VI.15).

Leichte Zunahme von Ratingherabstufungen

Wegen der guten finanziellen Verfassung des Unternehmenssektors insgesamt erwartet jedoch die Mehrheit der Marktteilnehmer, dass sich die Wende im Kreditzyklus schrittweise vollziehen wird. Tatsächlich hat sich die Ausfallquote im vergangenen Jahr rückläufig entwickelt – entgegen den Erwartungen der meisten Analysten, die einen Anstieg vorhergesehen hatten. Im 12-Monats-Zeitraum bis März 2006 waren weniger Ausfälle bei Unternehmen mit Rating zu verzeichnen als zu jedem anderen Zeitpunkt seit Mitte 1997 (Grafik VI.15). Zudem blieben die Vorausschätzungen der Ausfallquoten nach Berechnungen von Moody's KMV auf Basis von Bilanzdaten und



der Volatilität der Aktienkurse Anfang 2006 in etwa auf dem Niveau ihrer zyklischen Tiefstände.

### *Anfälligkeit der Kreditmärkte für eine Neubewertung*

Kreditkonditionen  
eventuell bedroht  
durch globale  
Ungleichgewichte ...

Sollte der Umschwung im Kreditzyklus abrupter erfolgen als derzeit erwartet, könnte dies zu einer raschen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen führen. Dies gilt insbesondere dann, wenn eine Korrektur bestehender gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte, z.B. des US-Leistungsbilanzdefizits, zu schwächerem Wirtschaftswachstum führt (Kapitel II).

... beschleunigte  
Erhöhung des  
Fremdkapital-  
anteils ...

Selbst wenn das Wachstum sich als nachhaltig erweist, könnten die Kreditqualität und somit die Kreditkonditionen durch eine beschleunigte Erhöhung der Fremdkapitalanteile in Mitleidenschaft gezogen werden. In den ersten Monaten des Jahres 2006 nahmen die Fusionen und Übernahmen weiter zu. Bei den fremdfinanzierten Übernahmen erhöhten sich Transaktionsumfang und Fremdkapitalanteil zusehends. Ungewiss ist nach wie vor, was die Unternehmen mit den erheblichen Barreserven, die sie in den letzten Jahren aufgebaut haben, beabsichtigen: Sollen diese Mittel in gewinnträchtige Projekte investiert oder an die Anteilseigner ausgeschüttet werden?

... oder  
Entwicklungen an  
den Märkten für  
strukturierte  
Finanzierungen

Die Entwicklungen an den Märkten für strukturierte Finanzierungen stellen einen weiteren Risikofaktor für die Kreditkonditionen dar. Die Märkte für verbrieft Hypothekendarlehen (Mortgage-Backed Securities, MBS) und andere forderungsunterlegte Titel gehören zu den größten und am schnellsten wachsenden Segmenten im weltweiten Wertpapiergeschäft. Überdies waren die letzten Jahre durch eine enorme Ausweitung des Spektrums an neuen Finanzprodukten und Verbriefungsverfahren gekennzeichnet. Allerdings hat sich die Wertentwicklung vieler dieser neuen Produkte noch unter den Bedingungen eines wirtschaftlichen Abschwungs zu bewähren. Sollten die Anleger mit solchen Produkten unerwartet hohe Verluste erleiden, könnte dies eine Neubewertung der Risiken an allen Märkten auslösen.

Eine Ursache unvorhergesehener Verluste könnten Modellfehler sein. Die Preisfindung bei strukturierten Produkten ist in weit größerem Maße von quantitativen Modellen abhängig als die Preisbestimmung von Unternehmensanleihen. Solche Modelle stützen sich zur Vereinfachung der Berechnungen häufig auf Annahmen. In einem günstigen Marktumfeld mögen derartige Annahmen in Bezug auf die Schätzung erwarteter Verluste unbedenklich erscheinen; in einem sich verschlechternden Umfeld könnten sie jedoch kostspielige Konsequenzen haben.

Unerwartete Verluste können auch aufgrund von Mängeln beim Risikomanagement entstehen. Zwar liegen die erwarteten Verluste bei Unternehmensanleihen und strukturierten Produkten mit gleichem Rating in ähnlicher Höhe, doch die Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes und der Tragweite solcher Verluste ist bei strukturierten Produkten größer. So kann z.B. die Konzentration von Risiken einen erheblichen Einfluss auf die Verteilung der möglichen Erträge von strukturierten Produkten haben. Kreditratings erfassen nicht das Gesamtbild der Verteilung. Übertriebenes Vertrauen in die Einschätzungen der Ratingagenturen kann daher die Inhaber von strukturierten Kreditprodukten zur Unterschätzung der eingegangenen Risiken

verleiten. Die Kreditratings für strukturierte Finanzinstrumente verändern sich im Vergleich zu herkömmlichen Unternehmensanleihen eher weniger häufig, fallen jedoch bei einer Herabstufung tiefer. Gemäß Moody's betrug im Zeitraum 1984–2004 die Herabstufungen bei strukturierten Finanzinstrumenten im Durchschnitt nahezu vier Punkte, verglichen mit einem Durchschnitt von weniger als zwei Punkten bei Unternehmenstiteln.

Die Anfälligkeit strukturierter Produkte sei anhand des MBS-Marktes in den USA verdeutlicht. Es handelt sich um den größten Anleihemarkt der Welt, mit einem Umlauf von beinahe \$ 6 Bio. Ende 2005. Dies entspricht fast 50% des BIP der USA. In den letzten Jahren wuchs dieser Markt vor allem dank der Verbriefung von Hypothekenkrediten an nicht als erstklassig („prime“) einzustufende Kreditnehmer. 2005 wurden rund 40% der MBS-Neuemissionen mit solchen Krediten unterlegt, gegenüber 10% in den späten 1990er Jahren. Die Preisbestimmung für die MBS-Hypothekengruppen basiert oftmals auf der durchschnittlichen Bonitätsbewertung („Kredit-Score“) der zugrundeliegenden Kredite. Wegen der nicht linearen Beziehung zwischen Ausfallquoten und Scores ergibt sich bei der Berechnung der Ausfallwahrscheinlichkeit mithilfe des durchschnittlichen Scores tendenziell ein niedrigerer Wert, als wenn die vollständige Score-Verteilung herangezogen wird. Verluste infolge dieser Unterschätzung dürften bei boomenden Wohnimmobilienmärkten nicht sehr groß sein, doch bei schwächerer Marktverfassung könnten sie kräftig ansteigen. Somit könnten sich MBS-Investoren Verlusten ausgesetzt sehen, die ihre ursprünglichen Erwartungen übersteigen.

Strukturwandel  
an den US-MBS-  
Märkten ...

Ferner ist in den USA das in MBS eingebettete Risiko vorzeitiger Tilgung zu beachten: Wurde dieses in der Vergangenheit hauptsächlich durch die Zinsentwicklung beeinflusst, so weist es bei den schnell wachsenden neuen Schuldnerkategorien eine immer höhere Reagibilität gegenüber Veränderungen der Kredit-Scores der Schuldner und gegenüber Veränderungen der Wohnimmobilienpreise auf. Steigen etwa die Preise für Wohnimmobilien, so verringert sich die Beleihungsquote, sodass ein Kreditnehmer sich vielleicht zu einer Refinanzierung entschließt, um seine Hypothekenkosten zu verringern. Damit wird die korrekte Einschätzung und Handhabung der Risiken aus MBS-Positionen schwieriger.

... erschwert  
Risikomanagement

## Historische Tiefstände der Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften

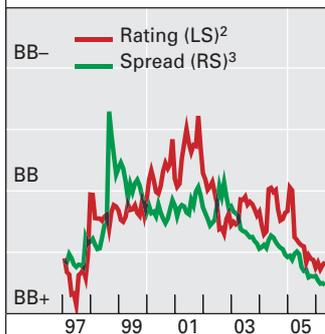
Die Vermögenspreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften legten trotz der geldpolitischen Straffung in mehreren wichtigen entwickelten Volkswirtschaften 2005 und bis ins Jahr 2006 hinein generell erheblich zu. Zur Jahresmitte 2005 setzte ein Höhenflug ein, der die Spreads für Staatsanleihen auf neue historische Tiefstände sinken ließ, die das Niveau von 1997, vor Ausbruch der Finanzkrise in Asien, noch unterschritten. Dieser Rückgang der Spreads beschränkte sich größtenteils auf hochverzinsliche Anleihen, womit sich der aus den letzten Jahren bekannte Trend fortsetzte.

Der Enthusiasmus der Anleger für Wertpapiere aufstrebender Volkswirtschaften rührte zum Teil daher, dass die Fundamentaldaten als sehr solide eingeschätzt wurden. Durch Verbesserungen hinsichtlich der außenwirtschaft-

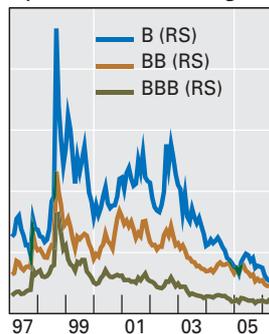
## Anleihspreeds und Kreditrating aufstrebender Volkswirtschaften

Monatsenddaten

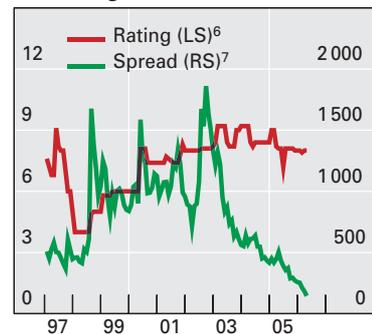
Durchschnitt<sup>1</sup>



Spreads nach Ratings<sup>3, 4</sup>



Streuung<sup>5</sup>



<sup>1</sup> Durchschnittliches Rating mit der gleichen Gewichtung für die einzelnen Staaten ermittelt wie der durchschnittliche Spread. <sup>2</sup> Kreditrating für alle Komponenten des Index EMBI Global Diversified (EMBIGD) von JPMorgan Chase; basierend auf den langfristigen Fremdwährungsratings von Standard & Poor's. <sup>3</sup> Bereinigte Aufschläge für Staatsschulden gegenüber Renditen von US-Schatztiteln, Basispunkte; vor 1998: anhand von Daten einzelner staatlicher Schuldner näherungsweise berechneter Indexspread. <sup>4</sup> Um Extremwerte bereinigter durchschnittlicher Spread für im EMBIGD erfasste Staaten mit Rating B, BB und BBB; der durchschnittliche Spread berücksichtigt zu jedem beliebigen Zeitpunkt den höchsten und den niedrigsten Spread nicht. <sup>5</sup> Differenz zwischen dem 90. und dem 10. Perzentil. <sup>6</sup> Ratingpunkte. <sup>7</sup> Basispunkte.

Quellen: Datastream; JPMorgan Chase; Standard & Poor's; Berechnungen der BIZ.

Grafik VI.16

Niedrige Spreads als Zeichen verbesserter Fundamentaldaten ...

lichen Positionen, des Finanzsystems sowie der Fiskal- und der Geldpolitik sind viele aufstrebende Volkswirtschaften in den letzten Jahren widerstandsfähiger gegenüber Schocks geworden und somit die Risiken von Anlagen in diesen Ländern gesunken (Kapitel III). In der Tat betrug im Jahr 2005 das Verhältnis der Heraufstufungen zu den Herabstufungen der Länderratings durch Moody's etwa 3:1.

... und erhöhter Risikobereitschaft der Anleger

Zugleich sind die Spreads aufstrebender Volkswirtschaften anscheinend etwas niedriger als von den Fundamentaldaten – gemessen am Länderrating – impliziert. Der JPMorgan Chase EMBI Global Diversified, ein Index für Staatsanleihspreeds, fiel im März und April 2006 auf unter 200 Basispunkte. Dieser Index lag damit rund 100 Basispunkte unter dem früheren Rekordtief von Mitte 1997, stieg im Mai 2006 jedoch wieder etwas an. Trotz der beträchtlichen Verbesserung seit 2001 war die Bonität staatlicher Schuldner, gemessen an den Ratings, allerdings nicht so hoch wie 1997. Selbst innerhalb der einzelnen Ratingklassen verringerten sich die Spreads und unterschritten Anfang 2006 die bisherigen Tiefstwerte von 1997 (Grafik VI.16 links und Mitte).

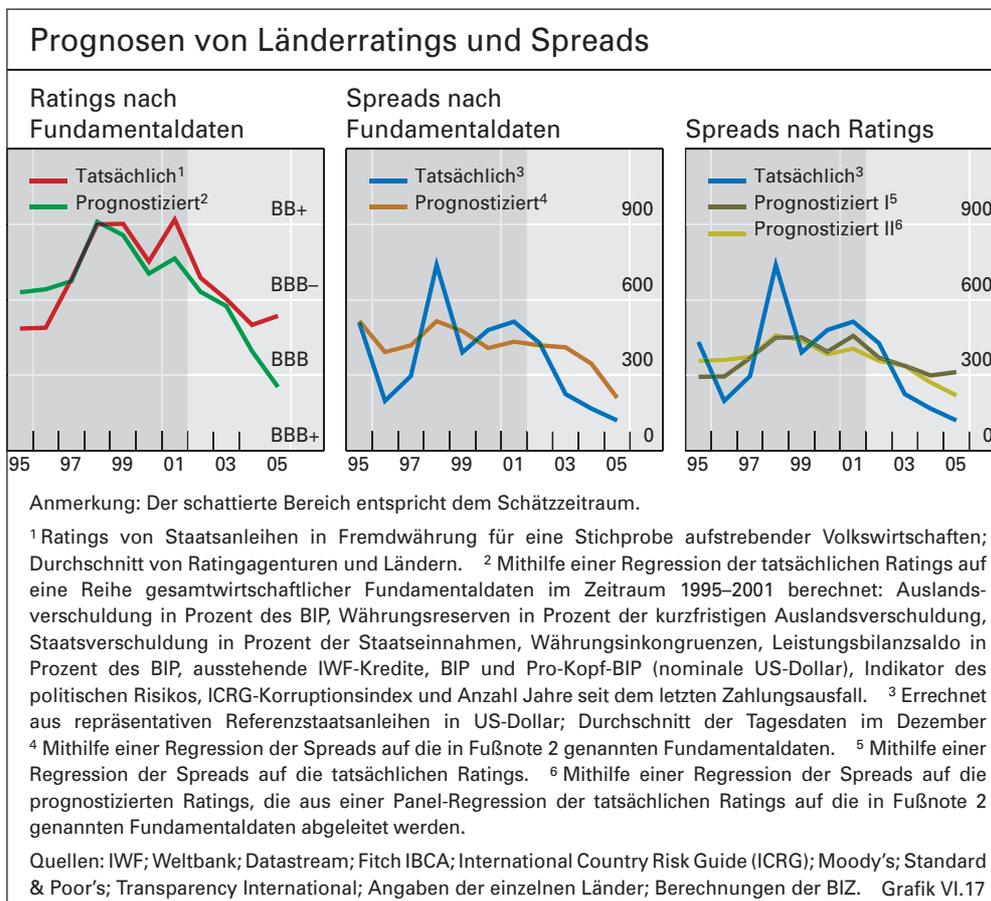
Die Streuung der Spreads im Verhältnis zu den Ratings legt zudem nahe, dass die Nachfrage nach Wertpapieren aufstrebender Volkswirtschaften die Anleger veranlasst, weniger stark zwischen Schuldnern zu differenzieren, als dies in der jüngsten Vergangenheit der Fall war. Anfang 2006 lagen die Spreads staatlicher Schuldner näher beieinander denn je, während deren Ratings weiterhin eine beträchtliche Streuung aufwiesen. Dies lässt darauf schließen, dass bedeutende Unterschiede in der Kreditwürdigkeit der im Index erfassten Schuldner bestanden, in der Verteilung der Spreads jedoch nicht zum Ausdruck kamen (Grafik VI.16 rechts).

Die Abweichungen des Mittelwerts und der Streuung der Ratings im Vergleich zu den Spreads könnten aber auch einfach damit erklärt werden, dass die Ratingagenturen die Kriterien für ihre Einstufungen geändert haben. Seit der Finanzkrise in Asien schenken die Ratingagenturen gemäß vielfachen Meldungen dem Liquiditätsrisiko und der Stärke der Finanzsysteme größere Aufmerksamkeit. Sie könnten daher sehr wohl bei der Vergabe von Ratings strengere Maßstäbe anlegen. Trifft dies zu, bedeutet die Divergenz zwischen Ratings und Spreads nicht unbedingt, dass der Markt die Fundamentaldaten aufstrebender Volkswirtschaften optimistischer beurteilt als in der Vergangenheit.

Methodische Neuerungen der Ratingagenturen ...

Einige statistische Befunde sprechen dafür, dass die Ratingkriterien effektiv strenger geworden sind. Grafik VI.17 stellt das (durchschnittliche) tatsächlich vergebene Rating und das (durchschnittliche) prognostizierte Rating dar, und zwar anhand einer Panel-Regression der Ratings staatlicher Schuldner auf eine Reihe ökonomischer Variablen, die auf einer verhältnismäßig umfangreichen Stichprobe aufstrebender Volkswirtschaften beruht. Das Modell liefert recht gute Prognosewerte für die durchschnittlichen Ratings von Fremdwährungsstaatsanleihen im Regressionszeitraum 1995–2001. Jedoch sind die für 2002–05 außerhalb des Schätzzeitraums prognostizierten Ratings tendenziell höher als die in dieser Zeit tatsächlich vergebenen durchschnittlichen Ratings. Bezogen auf die vollständige Stichprobe der betrachteten Länder prognostiziert das Modell für 2005 ein durchschnittliches Rating für Staatsanleihen in

... verdecken vielleicht Verbesserungen der Fundamentaldaten



Fremdwährung nahe BBB; das ist etwa ein Punkt höher als das tatsächliche durchschnittliche Rating, das näher bei BBB- liegt. Andere Modellspezifikationen führen allerdings zu weniger deutlichen Resultaten. Bleiben etwa die Länder, die im Zeitraum 1995–2005 ein Investment-Grade-Rating aufrechterhalten konnten, in der Regression unberücksichtigt, ist kein Unterschied zwischen tatsächlichen und prognostizierten Ratings mehr ersichtlich.

Selbst wenn man davon ausgeht, dass eine solche Verschärfung der Ratingkriterien stattgefunden hat, würde sie für sich genommen nicht ausreichen, um den Rückgang der Spreads zu erklären. Grafik VI.17 stellt im mittleren Feld Spreads direkt zu den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in Beziehung. Ratings werden hierbei außer Acht gelassen. In der gesamten Stichprobe der Länder sind die prognostizierten Spreads im Zeitraum 2002–05 höher – Ende 2005 um etwa 90 Basispunkte – als die tatsächlichen durchschnittlichen Spreads. Wie das rechte Feld zeigt, erklären Veränderungen der von den Ratingagenturen verwendeten Kriterien dieses Phänomen aber höchstens zur Hälfte.

Alles in allem legt die Betrachtung der Spreads auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften im Zeitverlauf und im Vergleich zu den Kreditratings nahe, dass sowohl verbesserte gesamtwirtschaftliche Fundamentaldaten – die möglicherweise in Länderratings nicht vollständig zum Ausdruck kamen – als auch die wachsende Risikobereitschaft der Anleger dazu beigetragen haben, die Spreads auf ihr jetziges niedriges Niveau zu drücken. Insofern als die Spreads bis Anfang 2006 stärker schrumpften, als angesichts der Fundamentaldaten zu vermuten gewesen wäre, sind die aufstrebenden Volkswirtschaften wohl anfälliger gegenüber einer Neubewertung geworden.

## VII. Finanzsektor

### Schwerpunkte

Die allgemeine Verfassung des Finanzsektors in den Industrieländern veränderte sich im Berichtszeitraum kaum. Die positive Entwicklung der meisten Geschäftssparten hielt an. Die Ertragslage profitierte von der höheren Nachfrage nach Krediten und anderen kapitalmarktnahen Dienstleistungen, der reichlich vorhandenen Liquidität und dem sehr günstigen Kreditumfeld. Auftretende Schwierigkeiten konnten die betroffenen Institute meistern. Die Eigenkapitalpolster sind offenbar ausreichend, um die Auswirkungen möglicher negativer Entwicklungen in nächster Zukunft abzufangen.

Potenzielle Gefahren sind nach wie vor untrennbar mit der künftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und dem Tempo der Korrektur finanzieller Ungleichgewichte verbunden. Bei einigen Aktivitäten gab es durchaus Anzeichen einer Abschwächung, bei anderen Hinweise auf steigende Risiken. Die Institute bleiben gemeinsamen Risiken im Zusammenhang mit einer wahrscheinlichen Rückkehr der Zinssätze auf ein üblicheres Niveau und einer möglichen Wende im Kreditzyklus ausgesetzt. Die von den Banken eingegangenen Immobilienrisiken haben zugenommen, und die Möglichkeit eines rückläufigen Kreditwachstums könnte die Bankgewinne unter Druck setzen.

Insgesamt dürften die kommenden Jahre den Finanzsektor mit größeren Herausforderungen konfrontieren als die jüngste Vergangenheit. Ein angemessenes Risikomanagement und Vorkehrungen, um erwarteten und unerwarteten Belastungen zu begegnen, sind daher das Gebot der Stunde. Aus der Sicht des Finanzsystems als Ganzes ist für das Risikomanagement die Qualität der Informationen entscheidend, die den Marktteilnehmern über die Finanzlage von anderen Akteuren und Kontrahenten zur Verfügung stehen. Ein reibungsloses Zusammenspiel der Rechnungslegungsstandards, der Handhabung der finanziellen Risiken in den einzelnen Instituten und der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen kann das Finanzsystem stärken. Diese Themen werden im letzten Teil dieses Kapitels näher betrachtet.

### Geschäfts- und Ertragsentwicklung im Finanzsektor

Die allgemein positive Entwicklung der Finanzinstitute setzte sich im Berichtszeitraum fort. Mit wenigen Ausnahmen blieb die Ertragslage gut, und die Segmente, die mit widrigen Umständen konfrontiert waren, vermochten diesen ohne übermäßige Anspannung standzuhalten. Der noch immer steigende Wettbewerbsdruck führte jedoch zu einer weiteren Verengung der Gewinnmargen, die durch das rasche Umsatzwachstum kompensiert werden konnte.

Veränderungen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld könnten dieses Wachstum beeinträchtigen.

### Geschäftsbanken

Hohe Gewinne  
trotz rückläufiger  
Zinsmargen

In den meisten Regionen wiesen die Banken robuste Ergebnisse aus, die den Trend der letzten Jahre fortsetzten. Die Nettozinsmargen wurden aufgrund des Wettbewerbsdrucks und der sich abflachenden Renditenstrukturkurven noch schmaler, vor allem in den USA. Der Anstieg der Zinserträge war somit in erster Linie auf die dynamische Kreditvergabe zurückzuführen, die die engeren Margen kompensierte. Die Rendite der Aktiva veränderte sich kaum, was weitgehend den sinkenden Betriebskosten und dem minimalen Wertberichtigungsaufwand zuzuschreiben war, während der Anteil der zinsunabhängigen Erträge stabil blieb (Tabelle VII.1).

Die US-Banken wiesen im Jahr 2005 Rekordgewinne aus; die Renditen von Aktiva und Eigenkapital erreichten fast die historischen Spitzenwerte von 2003. Auch die großen europäischen Banken verzeichneten eine gute Rentabilität; Vergleiche mit den Vorjahren werden allerdings dadurch erschwert, dass die meisten Finanzausweise erstmals gemäß internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards, IFRS) erstellt wurden. Auswirkungen auf die ausgewiesenen Zahlen – u.a. für Nettozinsmargen, leistungsgestörte Kredite und Kapital – waren zwar erkennbar, doch scheint die neue Rechnungslegungspraxis nicht zu übermäßigen Schwankungen in den Finanzausweisen geführt zu haben.

Wachstum des  
Retailgeschäfts ...

Entscheidend für die gute Ertragslage der Banken war nach wie vor das Retailgeschäft. In vielen Ländern hatten Hypotheken den Hauptanteil am

Rentabilität großer Banken <sup>1</sup>												
In Prozent der durchschnittlichen Bilanzsumme												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
USA (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Kanada (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japan <sup>2</sup> (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australien (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Vereinigtes Königreich <sup>3</sup> (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Schweiz <sup>3, 4</sup> (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Schweden <sup>3</sup> (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Österreich <sup>3</sup> (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Deutschland <sup>3, 4</sup> (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Frankreich <sup>3, 4</sup> (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italien <sup>3</sup> (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Niederlande <sup>3, 4</sup> (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
Spanien <sup>3, 4</sup> (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

<sup>1</sup> Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. <sup>2</sup> 2005: auf das Jahr hochgerechnete Daten basierend auf Finanzausweisen für das erste Halbjahr. <sup>3</sup> 2005: Daten auf IFRS-Basis. <sup>4</sup> 2005: vorläufige Daten.

Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.1

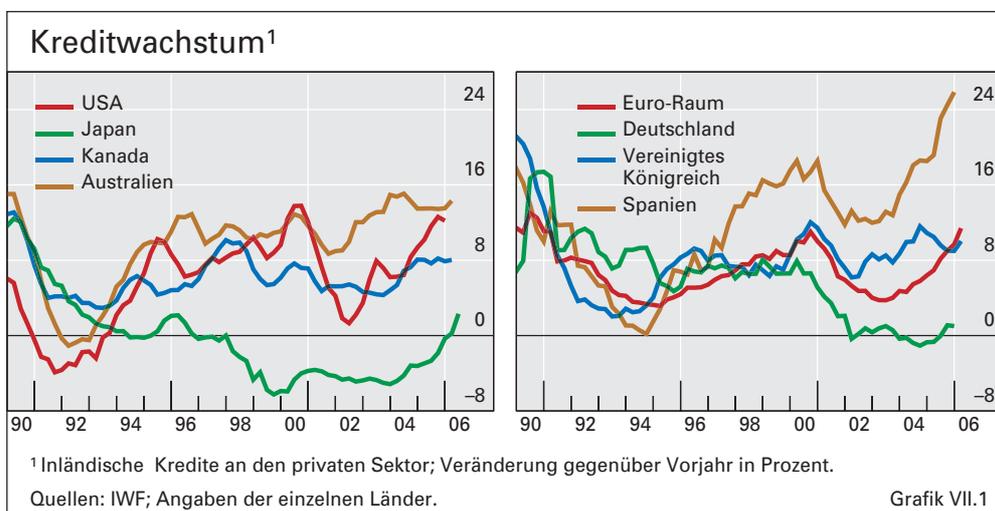
Kreditwachstum. In Frankreich und Spanien trieb das florierende Hypothekenkreditgeschäft angesichts lebhafter Märkte für Wohnimmobilien die Erträge in die Höhe. Hinzu kamen zinsunabhängige Erträge aus der Vermögensverwaltung und dem Verkauf von Pensions- und Versicherungsprodukten. Die anhaltende Ausweitung des Retailgeschäfts ließ kaum Anzeichen einer Abschwächung erkennen, und in Ländern mit noch immer relativ geringer Verschuldung der privaten Haushalte, wie z.B. Italien, könnte sie sich durchaus auch künftig fortsetzen.

In den einzelnen Ländern vollzog sich das Kreditwachstum unterschiedlich schnell, sodass ein uneinheitliches Gesamtbild entstand (Grafik VII.1). In Ländern mit schwachem Kreditwachstum verbesserte sich die Lage etwas, während andere – darunter Australien, Kanada und das Vereinigte Königreich – einen leichten Rückgang verzeichneten. Das mit 11% robuste Kreditwachstum des Euro-Raums verdeckt erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. In Deutschland stagnierte die Kreditvergabe beinahe; in Spanien hingegen, wo die Banken von solidem Wachstum sowohl im Inland als auch in Lateinamerika profitierten, nahm sie so stark zu, dass die Refinanzierung durch Einlagen schwierig wurde. Die Kreditvergabe an Unternehmen gewann auf beiden Seiten des Atlantiks an Dynamik. Bei Unternehmenskrediten wurden die Kreditrichtlinien gelockert, während sie Berichten zufolge bei den Krediten an private Haushalte im Wesentlichen unverändert blieben. In den USA zog das Wachstum der Unternehmenskredite mit dem der Hypothekenkredite gleich, während die Gewährung von Verbraucherkrediten zurückging.

Auf der Kostenseite kamen den Banken nach wie vor die früheren Umstrukturierungen und Rationalisierungen zugute, während das günstige Kreditumfeld dazu beitrug, den Anteil notleidender Kredite weiter zu verringern, insbesondere bei gewerblichen Krediten und Hypotheken. Dementsprechend gingen die Wertberichtigungen für Kreditausfälle in einigen Ländern auf historische Tiefstände zurück, da die Banken nicht von größeren Kreditereignissen betroffen waren. Seit 2004 wurden keine Insolvenzen von US-Banken mehr gemeldet; dies ist die längste Zeitspanne ohne Bankinsolvenz seit über 70 Jahren. Mithilfe der Diversifizierung von Standorten und Geschäftssparten

... und der Kreditnachfrage

Niedrige Kreditkosten



konnten die Banken verschiedene Herausforderungen meistern, darunter Naturkatastrophen, Rechtsstreitigkeiten und eine flacher werdende Renditenstrukturkurve. In den USA beschränkten sich Kreditausfälle weitgehend auf Verbraucherkredite, insbesondere das Kreditkartengeschäft. Änderungen des Insolvenzrechts können nur einen Teil der Welle an Privatkonkursen von Ende 2005 erklären; die Finanzlage der Verbraucher ist offenbar generell angespannt. Im Vereinigten Königreich scheint die Wende im Kreditzyklus bereits stattgefunden zu haben. Höhere Zinsen und steigende Nebenkosten, gepaart mit der Abkühlung des Wohnimmobilienmarktes, führten bei hochverschuldeten britischen Verbrauchern zu Anspannungen. Die Zahl der Privatkonkurse stieg, und mit ihr erhöhten sich die Zahlungsrückstände und Wertberichtigungen der Banken bei Privatkrediten einschließlich der Kreditkarten. Angesichts ihrer Rentabilität, Kosteneffizienz und Diversifizierung dürften die britischen Banken jedoch eine etwaige Verschlechterung der Lage verkraften können.

Stärkere Bilanzen in Japan

In Japan stärkte der Rückgang des Aufwands für Kredite die Bankbilanzen. Mit dem besten Ergebnis der jüngsten Geschichte ließen die japanischen Banken mehr als ein Jahrzehnt der Schwäche hinter sich. Sinkende Kreditausfallkosten trugen zu deutlich positiven Nettoerträgen bei. Dank der besseren Verfassung der Unternehmen verringerte sich das Problem der notleidenden Kredite weiter. Der Anteil solcher Kredite an der Bilanzsumme der großen Banken ging erneut zurück. Auch einbehaltene Gewinne verbesserten die Qualität der Eigenkapitalbasis der Banken; der Anteil öffentlicher Mittel an ihrem Kernkapital schrumpfte auf unter 20%. Unterstützt wurde die Rückkehr zur Rentabilität durch unrealisierte Gewinne in Aktienbeständen, die höher sein dürften als mögliche Verluste in Anleiheportfolios, sollten die Zinssätze steigen (Kapitel IV). Doch vor allem verspricht der allgemeine wirtschaftliche Aufschwung ein wieder profitables Kreditgeschäft: Erstmals seit 1994 war das Kreditwachstum positiv.

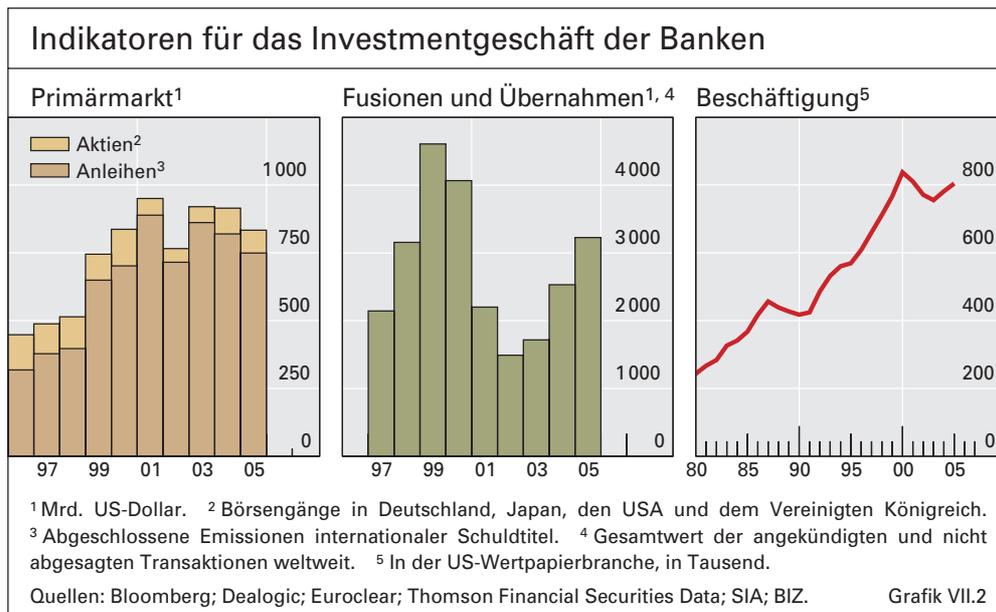
Konsolidierung in Europa

Das Streben nach Wachstum mit dem Retailgeschäft im Mittelpunkt und die Aussicht auf Kostenvorteile durch Größe haben das Interesse an einer Konsolidierung im Bankensektor wach gehalten. Die letzte inländische Konsolidierungswelle bei den größeren Banken in den USA ließ noch Spielraum für kleine und mittelgroße Zusammenschlüsse mit dem Ziel einer besseren regionalen Diversifizierung. Weniger einheitlich waren die Veränderungen im europäischen Wettbewerbsumfeld. Die Bildung von genossenschaftlichen Netzwerken kleinerer inländischer Retailbanken schritt in Deutschland und Frankreich weiter fort. Neu war jedoch die Zahl größerer grenzüberschreitender Transaktionen. Oft spielten italienische Banken eine Schlüsselrolle, sei es als Übernahmeziel oder als übernehmende Partei, doch gab es auch Fusionen, die Banken an der Peripherie des Euro-Raums betrafen.

### *Investment-Banking*

Gewinnwachstum dank Fusionen und Übernahmen

Für Investmentbanken war das Jahr außerordentlich profitabel. Eigenkapitalrenditen in der Größenordnung von 15–30% spiegelten ungewöhnlich hohe Gewinne in vielen Geschäftsbereichen wider. Zusätzlich zu den Erträgen des traditionellen Investment-Banking konnten viele Häuser erhebliche Handelsgewinne



erzielen. Ein wichtiger Motor der herkömmlichen Erträge war der Boom der Fusionen und Übernahmen (Grafik VII.2 und Kapitel VI). Hiervon profitierten sowohl das Beratungsgeschäft als auch das Emissionsgeschäft im Zusammenhang mit der Finanzierung der Transaktionen. Angesichts der Höhe der Unternehmensgewinne und der potenziell in Aussicht stehenden Fusionen und Übernahmen (bei denen Größe und Verschuldungstoleranz offenbar zunehmen) erwarten Analysten ein weiterhin lebhaftes Geschäft in dieser Sparte.

Die Gebühreneinnahmen aus dem Emissionsgeschäft und aus der Beratung bei Fusionen und Übernahmen konzentrierten sich auf die erstrangigen Investmentbanken. Diese Institute finanzierten auch größere Positionen als in den Vorjahren durch Repo-Geschäfte. Der lebhafte Handel mit Rohstoffen und Energiewerten, aber auch das Geschäft im Zusammenhang mit Private-Equity-Fonds waren bedeutende neue Einkommensquellen. Darüber hinaus profitierten die Investmentbanken von anderen Geschäftssparten einschließlich der Emission von Kreditprodukten und Maklerdiensten für Hedge-Fonds. Die Branche expandiert und stellt laufend neue Mitarbeiter ein; damit wird ein großer Teil der Straffungen zu Beginn dieses Jahrzehnts rückgängig gemacht.

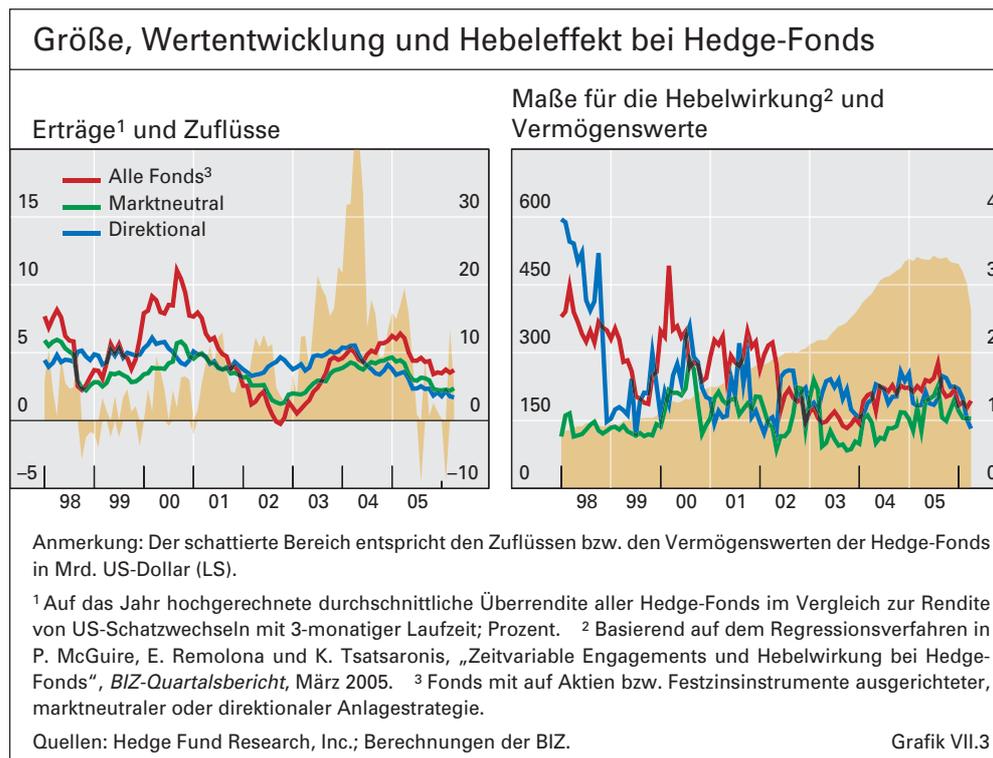
Expansion

### *Hedge-Fonds*

Nach einer Periode raschen Wachstums in der ersten Hälfte der laufenden Dekade bekamen die Hedge-Fonds im vergangenen Jahr die Kehrseite des Erfolgs zu spüren. Die Performance verschlechterte sich, die Neuinvestitionen nahmen ab, und das Interesse institutioneller Anleger machte weitere Änderungen des operativen Rahmens erforderlich.

Im Jahr 2005 waren die Ergebnisse bei allen Hedge-Fonds-Anlagestrategien rückläufig. Dies dürfte wohl darauf zurückzuführen sein, dass immer mehr Fondsmanager eine begrenzte Palette lukrativer Anlagemöglichkeiten nutzen wollen (Grafik VII.3). Ein weiteres Indiz hierfür war die Verringerung des Performance-Abstands der unterschiedlichen Anlagestrategien.

Rückläufige  
Ergebnisse ...



... geringere Mittelzuflüsse ...

Entsprechend dieser verhaltenen Entwicklung kühlte auch das Anlegerinteresse gemessen an den Mittelzuflüssen der Hedge-Fonds ab. Zum ersten Mal seit dem Fall LTCM verzeichnete die Branche 2005 in mehreren Monaten Nettoabflüsse. Darüber hinaus wurden weniger neue Fonds aufgelegt, die die übliche „Schließrate“ der Branche hätten ausgleichen können.

... und konventionellere Fondsprofile

Trotz der rückläufigen Ergebnisse wurde immer deutlicher, dass Hedge-Fonds zu einer akzeptablen Anlageoption für traditionelle institutionelle Anleger geworden sind. Die Verbindungen zwischen dieser Branche und etablierteren Instituten, die in der Vermögensverwaltung oder im Privatbankgeschäft tätig sind, wurden noch enger, und viele dieser Institute nahmen Hedge-Fonds-Anteile in das Portfolio der den Kunden angebotenen Produkte auf. Häufig erwarben diese Akteure dabei einfach bestehende Dachfondsstrukturen. Auch die nachhaltige Verengung der Schwankungsbreite der Erträge einzelner Fonds während der letzten Jahre ist eine Folge des Zuflusses institutioneller Mittel in Hedge-Fonds, denn dieser war mit höheren Ansprüchen an Risikomanagement, Finanzausweise und Kohärenz der Anlagestrategie verbunden.

#### *Private Equity*

In den vergangenen Jahren war eine erhebliche Zunahme der Aktivität von Private-Equity-Fonds zu beobachten, und zwar sowohl bei der Mittelbeschaffung als auch bei der Mitwirkung an Wechseln in der Kontrolle von Unternehmen. Es gibt mehrere Gründe für das gestiegene Interesse an Private-Equity-Investitionen, darunter die Enttäuschung der Anleger über die öffentlich zugänglichen Aktienmärkte nach dem Platzen der Technologieblase, das renditeschwache Umfeld und die äußerst günstigen Liquiditätsbedingungen.

Da bei Private-Equity-Anlagestrategien die Fremdfinanzierung eine erhebliche Rolle spielt, gibt dieser Boom allerdings auch Anlass zu Bedenken hinsichtlich seiner potenziellen Folgen für die Finanzstabilität.

Private-Equity-Fonds sind spezialisierte Anlegerpools, die Beteiligungskapital für informationsintensive Unternehmen mit hohem Risiko beschaffen. Es gibt zwei Haupttypen solcher Fonds. Der erste beschafft Kapital für Unternehmen, die keinen Zugang zu den öffentlichen Aktienmärkten haben – z.B. neu gegründete Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, die noch keine etablierte Erfolgsgeschichte vorzuweisen haben, aber auch mittelgroße Firmen, die Kapital benötigen, um finanzielle Schwierigkeiten zu überwinden, ihre Kapitalstruktur zu verändern oder eine Übernahme zu finanzieren. Der zweite Typ ist auf Übernahmen börsennotierter Unternehmen mit nachfolgendem Delisting spezialisiert. Diese Übernahmen werden in der Regel teilweise fremdfinanziert, sodass der Verschuldungsgrad der übernommenen Firma erheblich steigt. Der finanzielle Nutzen wird mittelfristig mit Dividenden und schließlich durch den Verkauf des Unternehmens entweder am privaten Markt oder in Form eines Börsengangs erzielt.

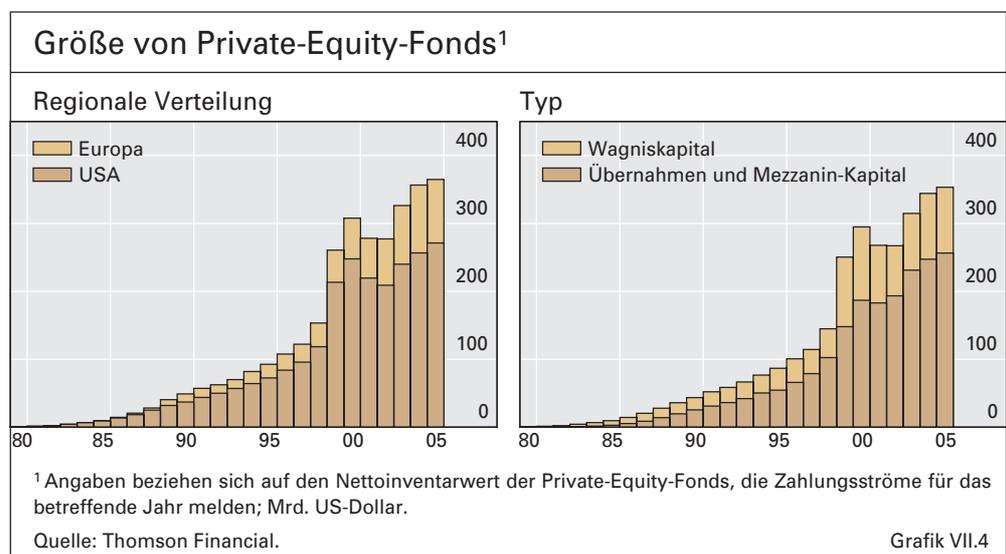
Private-Equity-Fonds sind ähnlich wie Kommanditgesellschaften organisiert, und die Anreizstrukturen der Teilhaber ähneln denen anderer aggressiver Anlagevehikel, z.B. Hedge-Fonds. Die Transaktionen, an denen sich die Fonds beteiligen, erfordern in hohem Maße finanzielles Gespür, Managerfähigkeiten und unternehmerisches Denken, da die Teilhaber sich aktiv in die Führung der Unternehmen einschalten, in die die Fonds investieren. Die Teilhaber werden durch großzügige Vergütungsstrukturen und leistungsbezogene Bezahlung belohnt; darüber hinaus teilen sie sich mit den externen Anlegern die interne Rendite des investierten Kapitals, für die ein ehrgeiziges Ziel gesteckt wird. Die Fonds beschaffen die Mittel von vermögenden Privatanlegern, verschiedenen institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds und Stiftungen sowie von anderen Finanzinstituten oder Nichtfinanzunternehmen.

Seit den späten 1990er Jahren ist die Private-Equity-Branche ganz beträchtlich gewachsen. Auf eine Periode rasanter Zunahme der von Fonds aller

Private-Equity-Fondsstrukturen ...

... belohnen die Übernahme von Risiken

Jüngster Boom des Gesamtgeschäfts ...



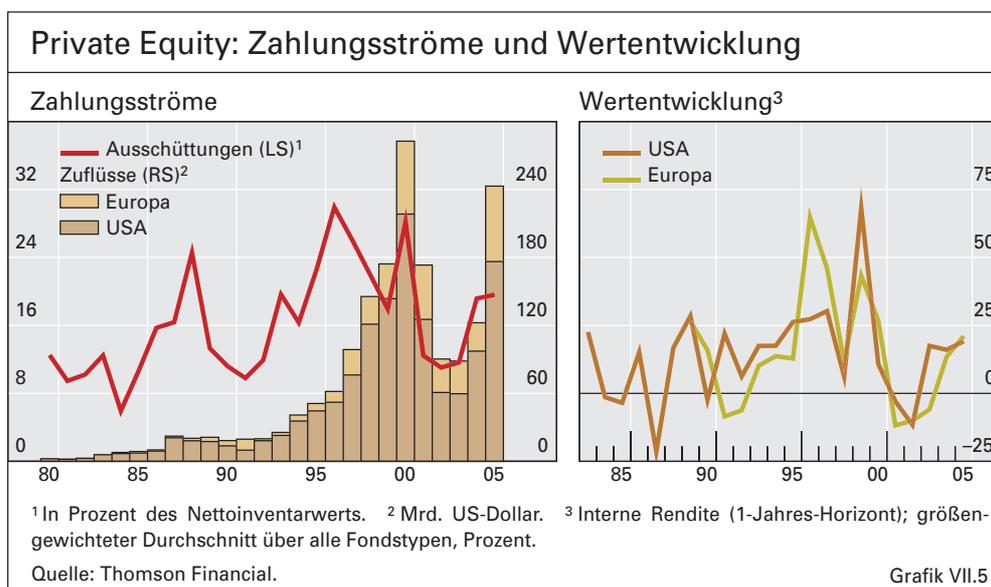
Kategorien verwalteten Mittel während des Booms der Technologiewerte folgte eine moderate und vorübergehende Abschwächung, aber in den letzten beiden Jahren zog das Wachstum wieder an (Grafik VII.4). Zwar operiert die Mehrheit der Fonds in den USA, doch seit Kurzem verzeichnen europäische Fonds ein stärkeres Wachstum. Historisch entfällt der größte Teil der Vermögenswerte in der Private-Equity-Branche auf Übernahmefonds. Ein leichter Abwärtstrend ihres Gesamtanteils um den Höhepunkt der Internetblase kehrte sich in jüngster Zeit infolge einer neuen Welle von Fusionen und Übernahmen um (Kapitel VI).

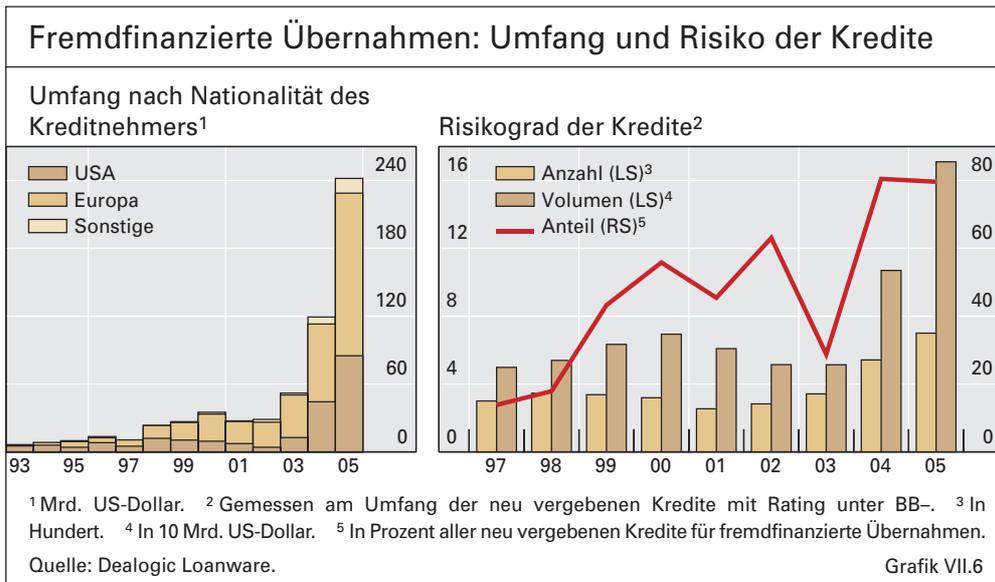
... der Mittel-  
beschaffung ...

Im Laufe der letzten beiden Jahre ist das weltweit von diesen Fonds beschaffte Mittelvolumen steil angestiegen: Im Jahr 2005 erreichte es mit \$ 240 Mrd. einen Wert, der nur im Jahr 2000, auf dem Gipfel des Technologiebooms, übertroffen wurde (Grafik VII.5). Einem ähnlichen Muster folgten die Auszahlungen an Anleger, die allerdings eine ausgeprägtere Volatilität zeigten. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass einzelne Fonds derzeit Ausschüttungen an Anleger und Teilhaber vermehrt vorziehen, statt sie erst nach Veräußerung ihrer Beteiligungen vorzunehmen. Die hohen durchschnittlichen Renditen der Private-Equity-Fonds erklären, warum sie trotz ihrer Volatilität und relativen Illiquidität für externe Anleger von Interesse sind (Grafik VII.5 rechts).

... und fremd-  
finanzierter  
Übernahmen

Die Geschäftszyklen der Private-Equity-Fonds sind mit der Verfügbarkeit und den Kosten von Kapital sowie den allgemeinen Trends der Unternehmensbilanzen verbunden. Fremdfinanzierte Übernahmen (Leveraged Buy-Outs, LBO) werden durch niedrige Zinssätze begünstigt und betreffen gewöhnlich Unternehmen, deren konservative Kapitalstruktur sich negativ auf ihren Aktienkurs auswirkt. Zu vermehrten fremdfinanzierten Übernahmen kam es in der Vergangenheit bei Marktinnovationen (z.B. dem Boom der Junk-Bonds Ende der 1980er und dem der Wagnisfinanzierungen von Internetfirmen in den späten 1990er Jahren). Für den gegenwärtigen Geschäftszyklus scheinen auch niedrige Finanzierungskosten sowie eine größere Toleranz gegenüber Risiken und hohen Verschuldungsgraden von Bedeutung zu sein. Internationale





Konsortialkredite, die für solche Übernahmen arrangiert werden, verzeichneten in jüngster Zeit einen beachtlichen Anstieg; im Jahr 2005 beliefen sie sich insgesamt auf über \$ 240 Mrd. und wurden mehrheitlich für Schuldner in Europa bereitgestellt (Grafik VII.6). Gleichermäßen auffällig war die Verschlechterung der Kreditqualität dieser Fazilitäten. Rund 80% aller Kredite für fremdfinanzierte Übernahmen werden als hochrentierend klassifiziert – gut das Sechsfache des Anteils hochrentierender Kredite am gesamten Markt für Konsortialkredite.

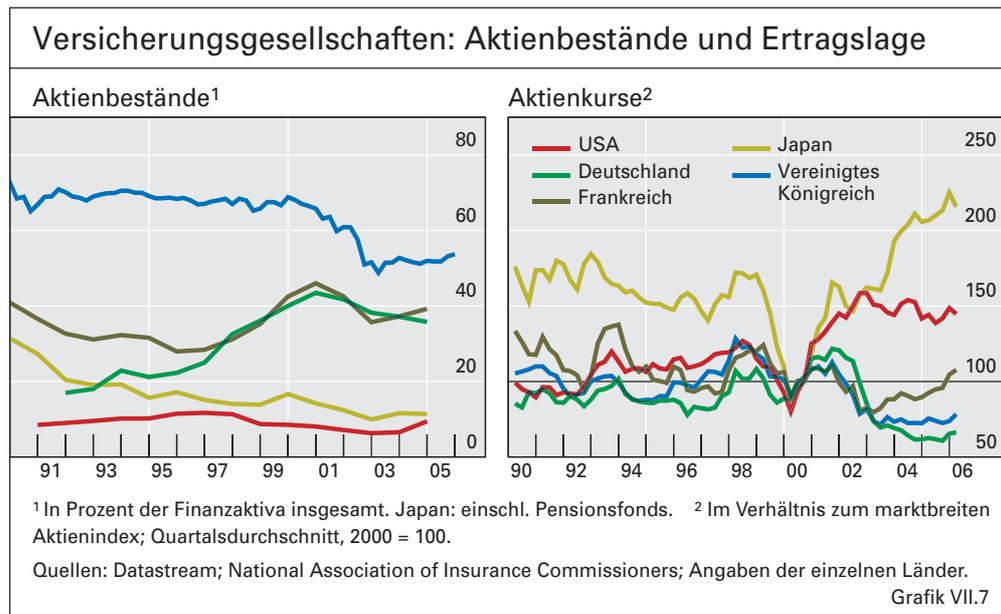
#### *Versicherungsgesellschaften*

Die Ertragslage der Lebensversicherungsgesellschaften profitierte 2005 von den günstigen Finanzmarktbedingungen. Für Nichtlebensversicherer und Rückversicherer hingegen war das Jahr 2005 das kostspieligste ihrer Geschichte, vor allem infolge hoher Leistungsansprüche nach Naturkatastrophen.

Die Finanzkraft der Lebensversicherer verbesserte sich weiter. Die positive Entwicklung der Aktienmärkte führte zu besseren Anlageergebnissen und höheren Eigenkapitalpolstern (Grafik VII.7). Die japanischen Lebensversicherer erhöhten ihre Solvabilitätsspanne, da die Prämieinnahmen stiegen, die Zahl der Policenkündigungen zurückging und die Belebung des Aktienmarktes unrealisierte Kapitalgewinne einbrachte. Angesichts günstigerer Aussichten an den Aktienmärkten wuchs im Vereinigten Königreich und in Frankreich die Beliebtheit fondsgebundener Versicherungsprodukte mit Kapitalbildungscharakter. Einige europäische Lebensversicherer wurden jedoch noch durch hohe garantierte Verzinsungen – bei niedrigen langfristigen Zinssätzen – belastet, sodass der Druck auf ihre Solvabilität nicht ganz verschwand.

Starker Wettbewerb, verbesserte Kapitalisierung und das Streben nach höherer operativer Effizienz förderten die Konsolidierung der Lebensversicherungsbranche. In Europa äußerte sich dieser Trend in den letzten beiden Jahren hauptsächlich in Fusionen und Übernahmen kleinerer Gesellschaften. Dagegen gliederten in den USA große Finanz- und Nichtfinanzkonzerne ihr Lebensversicherungsgeschäft aus oder verkauften es an andere Versicherer.

Lebensversicherer stärker



Ein potenzielles Risiko für Lebensversicherer ergibt sich daraus, dass veranschlagte Erhöhungen des Langlebkeitsrisikos nur allmählich in die Bilanzbewertungen einbezogen werden. Auch sind die Transfermechanismen für diesen Risikotyp nach wie vor nicht ausgereift. Die Nachfrage nach sogenannten Longevity-Bonds ist vorerst ebenso begrenzt wie die Fähigkeit der Rückversicherungsbranche, dieses Risiko zu übernehmen.

Rekordansprüche an Nichtlebensversicherer ...

Die Nichtlebensversicherer sahen sich 2005 mit Rekordansprüchen konfrontiert, die etwa doppelt so hoch gewesen sein dürften wie 2004. Den größten Teil der weltweiten Versicherungsschäden verursachten drei karibische Wirbelstürme. Durch sie erlitten die Gebäude- und Schadenversicherer in den USA ihre gemessen an der Größe der Branche höchsten Katastrophenverluste seit dem Erdbeben von San Francisco im Jahr 1906. Trotz der daraus folgenden Verschlechterung des Underwriting-Ergebnisses erwiesen sich die US-Nichtlebensversicherer als widerstandsfähig, nicht zuletzt dank gestiegener Anlageerträge und des Risikotransfers zu Rückversicherern.

... gut verkraftet

Hohe Anlageerträge und eine ausreichende Diversifizierung ermöglichten es den meisten Rückversicherern, die umfangreichen Ansprüche nach den Katastrophen des letzten Jahres zu verkraften. Bei einigen spezialisierten Rückversicherern mit Sitz auf den Bermudas verschlechterte sich jedoch die Eigenkapitalsituation, und ihr Rating wurde herabgestuft. Ein Aufwärtstrend der Versicherungsschäden, verursacht durch die zunehmende Heftigkeit der Stürme, die höhere Bevölkerungsdichte und steil ansteigende Immobilienwerte in den Küstenregionen, stellt die Branche vor eine anhaltende Herausforderung.

Regulatorische Herausforderungen in Europa

Die europäische Versicherungsbranche sieht sich etlichen Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen gegenüber. Das Projekt Solvabilität II schritt im Berichtszeitraum weiter voran, und es fanden zahlreiche Gespräche zwischen Behörden und der Branche statt. Dabei dürfte das Risikomanagement im Versicherungswesen noch größeres Gewicht erhalten. In der Umsetzung wird es zu Wechselwirkungen zwischen dem neuen Regelwerk über

Solvabilitätsanforderungen für europäische Versicherungsgesellschaften und den beabsichtigten Änderungen der Rechnungslegungsgrundsätze kommen. 2005 begann die Einführung der IASB-Standards in Europa, und ihre Auswirkungen sind noch unklar. Im aktuellen Stadium der Umsetzung kann es zu Schwankungen der ausgewiesenen Erträge der Versicherungsgesellschaften kommen, da der Ausdehnung der Fair-Value-Bilanzierung auf weitere Aktiva keine entsprechenden Bewertungsgrundsätze bei den Passiva gegenüberstehen. In Erwartung der möglichen vollen Umsetzung der Fair-Value-Methode auch bei den Passiva sind die Versicherungsgesellschaften nun bestrebt, Aktiva und Passiva aufeinander abzustimmen, indem sie verstärkt in langfristigen Anleihen anlegen und ihr Aktienengagement verringern (Kapitel VI).

### *Pensionsfonds*

Betriebliche Pensionsfonds waren in den letzten Jahren von mehreren Entwicklungen betroffen, die Analysten und Aufsichtsinstanzen aufmerken ließen. Durch das renditeschwache Anlageumfeld zu Beginn dieses Jahrzehnts verschlechterte sich der Deckungsgrad. Die Erträge der Aktiva in den Portfolios waren gering, und infolge niedriger Abzinsungsfaktoren erhöhte sich der Wert der Verbindlichkeiten. Erschwerend kam hinzu, dass viele Trägerunternehmen das sehr günstige Anlageumfeld der zweiten Hälfte der 1990er Jahre genutzt hatten, um – auf der Basis optimistischer Extrapolationen außerordentlich hoher Erträge – die Beiträge zu senken.

Deckungslücken bei Pensionsfonds

Einige bedeutende Änderungen des institutionellen Rahmens von betrieblichen Rentensystemen dürften deren Profil und Anlageverhalten auf Dauer beeinflussen. In mehreren Ländern werden neue Vorschriften eingeführt, wonach die Träger von Pensionsfonds bereits bei einer geringeren Unterdeckung als zuvor die Beiträge erhöhen müssen. Zudem geht in neuen Rechnungslegungsstandards die Tendenz dahin, Aktiva und Passiva von Vorsorgeeinrichtungen vermehrt zum aktuellen Marktwert zu bewerten. Dies schränkt den Ermessensspielraum der Trägerunternehmen ein, bei den Aktiva prognostizierte Erträge zu verwenden und bei den Passiva die Abzinsungssätze über einen gewissen Zeitraum zu glätten.

Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen ...

Die unmittelbare Folge dieser Änderungen ist, dass die Tragweite der Probleme im Zusammenhang mit unterdeckten Leistungsverpflichtungen stärker ins Bewusstsein der Unternehmen und ihrer externen Anspruchsgruppen gerückt ist. Die neuen Standards betonen die Bedeutung eines soliden Risikomanagements für diese Verpflichtungen und dürften die Zusammenhänge zwischen den Erträgen der Unternehmen und der Entwicklung ihrer Pensionsfonds transparenter machen. Offenbar haben sie auch die Anlageentscheidungen dieser Fonds beeinflusst. Die vermehrten Käufe längerfristiger festverzinslicher Wertpapiere sind wohl ein Versuch der Pensionsfonds, sich gegen Schwankungen des Wertes ihrer Verbindlichkeiten infolge von Zinsänderungen abzusichern (Kapitel VI).

... mit möglichem Einfluss auf Anlageentscheidungen ...

Die Umorientierung der Rentensysteme vom Leistungsprimat zum Beitragsprimat, die in vielen Ländern seit einiger Zeit zu beobachten ist, dürfte durch diese strukturellen Veränderungen beschleunigt werden. Offen ist, wie sie sich auf die Nachfrage nach verschiedenen Anlagekategorien und auf die

... und Fondsstruktur

Marktdynamik auswirken wird. Allgemeiner gesehen stellt sich die Frage, ob diese Umorientierung weiterreichende Folgen für die Finanzierungsmuster in der Wirtschaft und die von den Märkten bevorzugten Anlageinstrumente haben wird.

## Schwachstellen

Mögliche künftige Schwachstellen hängen vor allem davon ab, wie schnell sich das gegenwärtige Umfeld reichlich vorhandener Liquidität verändert. Sollte ein Liquiditätsabbau abrupte Veränderungen der Vermögenspreise mit sich bringen, so könnte dies Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der Vermögenspositionen von privaten Haushalten und Unternehmen haben, mit entsprechenden Folgen für die Verfassung der Finanzinstitute.

### *Mögliche Belastungsfaktoren für die Rentabilität der Banken*

Zinsmargen  
tendenziell  
rückläufig

Wie nachhaltig ist das hohe Rentabilitätsniveau der Banken, das in den letzten Jahren bei günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bestanden hat? Diese Frage ist insbesondere angesichts eines möglichen Zinsanstiegs oder einer Verschlechterung der Bedingungen am Kapitalmarkt wichtig. Entwicklungen, die sich auf Zinsmargen und Kreditrisiken auswirken, dürften in den nächsten Jahren zu erhöhter Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Ertragslage der Banken führen. In vielen Ländern sind die Nettozinsmargen seit den 1990er Jahren tendenziell zurückgegangen, was teilweise höherem Wettbewerbsdruck zuzuschreiben ist. Gleichzeitig haben die Gebühreneinnahmen aus dem wachsenden Retailgeschäft zu einem Aufwärtstrend bei den zinsunabhängigen Erträgen beigetragen. Abgesehen von diesen längerfristigen Entwicklungen schwanken die einzelnen Komponenten der Bankgewinne auch in Abhängigkeit von zyklischen Veränderungen im Ertrags-, Kredit- und Zinsumfeld.

Sensitivität der Erträge von Banken auf das konjunkturelle Umfeld <sup>1, 2</sup>							
	Nettozinsspanne			Zinsunabhängige Erträge <sup>3</sup>	Risikovorsorge für Kreditausfälle <sup>3</sup>		
	Renditen-differenz <sup>4</sup>	1-Monats-Zins	BIP-Wachstum	Aktienmarktumsatz im Verhältnis zum BIP	1-Monats-Zins <sup>5</sup>	BIP-Wachstum <sup>5</sup>	Aktienrendite
USA (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Kanada (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Vereinigtes Königreich (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Deutschland (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Frankreich (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Anmerkung: Die Koeffizienten geben die jeweilige Veränderung in Basispunkten als Reaktion auf eine Veränderung der erklärenden Variable um einen Prozentpunkt an; \* und \*\* zeigen statistische Signifikanz auf einem 10%- bzw. 5%-Niveau an.

<sup>1</sup> Anzahl der einbezogenen Großbanken in Klammern. <sup>2</sup> „Fixed-effects“-Panel-Regression auf ein konstantes bankspezifisches Verhältnis Kredite/Aktiva sowie die makroökonomischen Variablen. Zeitraum: 1990/91–2004/05, Jahreswerte. Makroökonomische Variable: Jahresdurchschnitt. <sup>3</sup> Normalisiert mit der Bilanzsumme. <sup>4</sup> 10-Jahres-Benchmarkrendite abzüglich 1-Monats-Rendite. <sup>5</sup> Um ein Jahr verzögert.

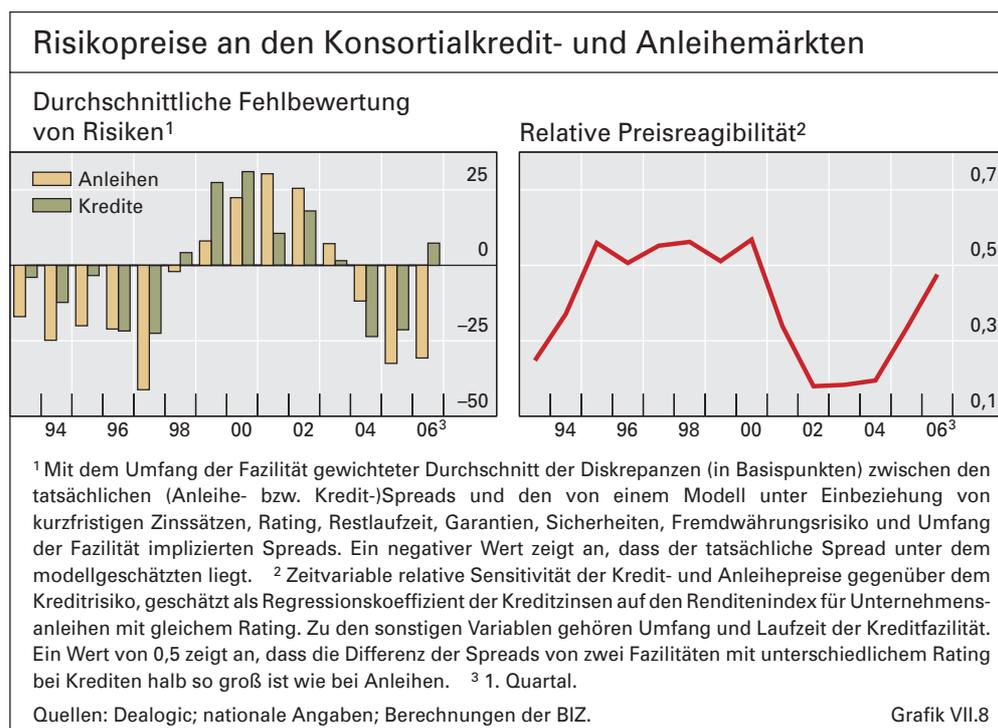
Quellen: Fitch Ratings; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle VII.2

Die traditionellen Zusammenhänge zwischen Komponenten der Bankenrentabilität und allgemeinen makroökonomischen Indikatoren liefern einige Anhaltspunkte dafür, inwieweit die zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen potenzielle Risiken für die Gewinne der Banken bergen (Tabelle VII.2). Gewöhnlich reagieren die Zinserträge positiv auf höhere Zinssätze und eine steilere Renditenstrukturkurve, da die Banken die Zinsen für Ausleihungen schneller anpassen als die Zinsen auf ihre Verbindlichkeiten (Tabelle VII.2 links). Die Margen der Banken in Nordamerika und im Vereinigten Königreich reagieren offenbar weniger stark auf Schwankungen der Renditenstrukturkurve als die der Banken in Kontinentaleuropa. Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass in Nordamerika bei traditionellen Bankprodukten ein stärkerer Wettbewerb herrscht und im Vereinigten Königreich die Kreditvergabe zu variablen Zinsen dominiert. Höhere Zinssätze und eine konjunkturelle Abschwächung sind – in der Regel mit einer gewissen Verzögerung – mit höheren Kreditkosten verbunden (Tabelle VII.2 rechts).

Höhere Zinssätze  
stützen Margen ...

Anhand dieser historischen Beziehungen lässt sich der potenzielle Einfluss der wahrscheinlichen makroökonomischen Entwicklungen in den kommenden Jahren auf die Bankgewinne skizzieren. Höhere Zinssätze werden voraussichtlich, insbesondere in den kontinentaleuropäischen Ländern, den Nettozinsmargen Auftrieb verleihen, während eine Abflachung der Renditenstrukturkurve die umgekehrte Wirkung haben wird. Steigende Zinssätze dürften jedoch gleichzeitig auch eine höhere Risikovorsorge für Kreditausfälle erforderlich machen, was einen Teil der möglichen zusätzlichen Zinseinnahmen aufzehren würde. Der Aufwand für die Risikovorsorge nimmt während eines Konjunkturabschwungs normalerweise zu, was in allen Geschäftsbereichen Probleme mit sich bringen könnte.

... erhöhen aber  
auch Aufwand für  
Risikovorsorge



Des Weiteren dürften nach einer Phase großzügiger Preisgestaltung bei Krediten die in den Kreditbeständen der Banken enthaltenen Zinsaufschläge den höheren Aufwand für die Risikovorsorge bei einer Verschlechterung der Kreditqualität nicht vollständig decken. Die jüngsten Entwicklungen am Konsortialkreditmarkt lassen darauf schließen, dass die Preisgestaltung bei Krediten nunmehr risikoorientierter ist und sich wieder auf das Durchschnittsniveau des Kreditzyklus zubewegt (Grafik VII.8). Da aber die Bestände der im Zeitraum 2002–04 vergebenen Kredite nun die Phase ihres Lebenszyklus erreichen, in der häufig höhere Ausfallquoten zu beobachten sind, könnten ihre sehr niedrigen Zinsaufschläge die Ertragslage der Banken belasten. Diese Überlegungen lassen bei der Projektion der gegenwärtigen Entwicklung in die nähere Zukunft Vorsicht angezeigt erscheinen.

### *Engagement an den Immobilienmärkten*

Das immobilienbezogene Geschäft stellt zum aktuellen Zeitpunkt einen schnell wachsenden Bestandteil des Geschäftsvolumens und der Gewinne der Banken dar. In vielen Ländern wächst die immobilienbezogene Kreditvergabe schneller als die Vergabe von Unternehmens- und Verbraucherkrediten. Hierdurch steigt das Risiko, dass entweder wegen einer Überhitzung des Marktes für Gewerbeimmobilien oder wegen einer Abkühlung des Marktes für Wohnimmobilien Probleme entstehen. Tatsächlich sind am Wohnimmobilienmarkt nach vielen Jahren außergewöhnlichen Wachstums Anzeichen einer Verlangsamung zu erkennen.

Engagement in  
Gewerbeimmobilien  
höher ...

Der Markt für Gewerbeimmobilien hat sich in den meisten Ländern von schwachen Fundamentaldaten erholt. So sind insbesondere die Leerstände gesunken, und die Immobilienpreise sind im Vergleich zu 2004 wieder gestiegen (Tabelle VII.3). Gleichzeitig hat das Engagement in Gewerbeimmobilien in vielen Ländern in Relation zu Eigenkapital und Aktiva deutlich zugenommen. In den USA beispielsweise hat sich die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten während der letzten fünf Jahre um 80% erhöht; ihr Anteil liegt jetzt bei 13,5% der Gesamtaktiva der Geschäftsbanken, was dem Niveau von 1988, am Höhepunkt des letzten Zyklus, entspricht. Im Vereinigten Königreich fließen nahezu 40% der Bankkredite für Nichtfinanzunternehmen an Immobiliengesellschaften; vor fünf Jahren waren es nur rund 20%. Selbst die japanischen Banken verzeichneten im dritten Quartal 2005 einen außerordentlich kräftigen Anstieg der neuen Kredite an Immobiliengesellschaften um 44% auf ¥ 2,7 Bio., eine Wachstumsrate, die an den Boom in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erinnert.

... und stärker  
konzentriert

In den USA ist die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten stark auf bestimmte Bankengruppen konzentriert. Bei kleinen und mittleren Banken fiel der Anstieg besonders kräftig aus; hier hat die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten inzwischen etwa 30% der Gesamtaktiva erreicht. Im Gegensatz dazu ist das Engagement großer Banken mit einem durchschnittlichen Anteil von 8,6% eher gering.

Das hohe Engagement am Markt für Gewerbeimmobilien könnte insbesondere angesichts seiner starken Konzentration eine potenzielle Bedrohung für die Finanzstabilität darstellen. Das niedrige Zinsniveau der letzten Jahre hat

Preise gewerblicher Immobilien <sup>1</sup>							
	Nominale Veränderung <sup>2</sup>			Niveau <sup>6</sup>	<i>Nachrichtlich: Büroleerstände<sup>7</sup></i>		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
USA	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japan	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Deutschland	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Vereinigtes Königreich	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Frankreich	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Kanada	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
Spanien	1,8 <sup>3</sup>	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Niederlande	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australien	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Schweiz	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Schweden	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Norwegen	0,8 <sup>4</sup>	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Dänemark	1,3 <sup>4</sup>	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finnland	1,1 <sup>5</sup>	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irland	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

<sup>1</sup> Australien: erstklassige Lage in den größten Städten; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>3</sup> 2000–04. <sup>4</sup> 1999–2004. <sup>5</sup> 1997–2004. <sup>6</sup> Hochphase der realen Preise gewerblicher Immobilien = 100. <sup>7</sup> Sofort verfügbarer Büroraum (einschl. Untervermietung) in sämtlichen fertiggestellten Gebäuden an einem Markt in Prozent des Gesamtbestands. Schweiz und USA: landesweit; Australien, Deutschland, Frankreich, Niederlande, Spanien: Durchschnitt der größten Städte; übrige Länder: Hauptstadt.

Quellen: CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd.; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle *Asia Pacific Property Digest*; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle VII.3

die Ratenzahlungen der Schuldner verringert und den Cashflow erhöht, was zu dem Rekordtief bei den Ausfallquoten von Gewerbeimmobilienkrediten beitrug. Sollten die Zinsen ansteigen, könnte dies durchaus eine Verschlechterung der Kreditqualität verursachen. Tatsächlich haben die Aufsichtsinstanzen in den USA und Japan bereits Bedenken hinsichtlich der Kreditvergabestandards einiger Banken bei Gewerbeimmobilien geäußert.

Obwohl die jetzige Situation in mancher Beziehung derjenigen von Anfang der 1990er Jahre ähnelt, ist es unwahrscheinlich, dass sie auch zu ähnlichen Anspannungen führen wird. Erstens hatte der Markt für Gewerbeimmobilien damals den Höhepunkt seines Zyklus erreicht, während er heute gerade erst einen zyklischen Tiefstand durchschritten hat. Das Risiko verbreiteter Ausfälle unter den Schuldnern im Falle eines Preisrückgangs dürfte somit gering sein. Zweitens kann dank dem stetig wachsenden Handel mit Immobilienwertpapieren ein Teil des entsprechenden Kreditrisikos stärker unter den Anlegern gestreut werden. Dieser zunehmende Handel hat sich wohl auch mäßigend auf die Zyklen am Markt für Gewerbeimmobilien ausgewirkt.

Bei den Wohnimmobilien hat sich die Nachfrage nach Finanzierungen von Wohneigentum in einigen Ländern abgeschwächt, in anderen ist sie aber immer noch lebhaft, was sich auch in der uneinheitlichen Entwicklung der Preise von Wohneigentum widerspiegelt (Tabelle VII.4). Im Vereinigten Königreich und in

Mögliche  
Abschwächung an  
Wohnimmobilien-  
märkten ...

Wohnimmobilienpreise und Hypothekenverschuldung					
	Wohnimmobilienpreise <sup>1</sup>				Veränderung der Hypothekenverschuldung 2005 <sup>2</sup>
	Jährliche Veränderung		Veränderung gegenüber Höchststand 2005	Zeitpunkt des Höchststands	
	1996–2004	2005			
USA	7,1	13,0	0,0	2005 Q4	4,6
Japan	-3,9	-4,7	-40,0	1991 H1	-0,0
Deutschland	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Vereinigtes Königreich	12,3	2,2	-0,5	2005 Q3	4,7
Frankreich	9,2	9,0	0,0	2005 H2	3,1
Italien	6,4	7,2	0,0	2005 H2	2,0
Kanada	5,5	10,5	0,0	2005 Q4	1,7
Spanien	11,1	12,9	0,0	2005 Q4	9,4
Niederlande	9,0	6,4	-0,6	2005 Q3	6,0
Australien	10,1	2,3	0,0	2005 Q4	3,9
Schweiz	1,6	1,5	-10,0	1989 Q4	2,8
Schweden	8,6	10,5	0,0	2005 Q4	4,0
Norwegen	7,9	7,5	-0,7	2005 Q2	1,6
Dänemark	6,7	21,3	0,0	2005 Q4	7,2
Finnland	7,2	9,0	0,0	2005 Q4	3,4
Irland	14,0	9,4	0,0	2005 Q4	9,6

<sup>1</sup> Am Periodenende; nominale Veränderung in Prozent; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> In Prozentpunkten des BIP.  
Quellen: OECD; verschiedene Immobilienfirmen; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle VII.4

Australien sind die Preise für Wohneigentum 2005 leicht angestiegen, während sie in Deutschland und Japan – wo noch keine Erholung vom vorherigen Zyklus zu beobachten ist – erneut rückläufig waren (Kapitel II). Im Gegensatz dazu blieben die Märkte für Wohnimmobilien in den meisten anderen Ländern Europas lebhaft. Dies galt über weite Strecken des Jahres auch für den Markt in den USA, wenngleich seit Ende 2005 Hinweise auf eine bevorstehende Abschwächung erkennbar sind, wie z.B. weniger Anträge auf Hypothekenkredite und sinkende Verkäufe von bestehenden Wohnimmobilien.

Die Wohnimmobilienfinanzierung hat sich in jüngster Zeit in einer Reihe von Ländern gewandelt. So haben die wettbewerbsbedingte Lockerung der Kreditvergabestandards und der vermehrte Einsatz von Verbriefungen zu einem erheblichen Anstieg der Kreditvergabe an risikoreichere private Haushalte beigetragen. In den USA wurde 2005 ein siebenmal so hohes Hypothekenkreditvolumen an nicht erstklassige („subprime“) Schuldner vergeben wie im Jahr 2000. Auch im Vereinigten Königreich nahm die Vergabe von Hypothekenkrediten an Schuldner mit einer schlechten Kredithistorie erheblich zu. Außerdem hat sich das Volumen von Hypothekenprodukten mit flexiblen Tilgungsmöglichkeiten vervielfacht. Bei etwa einem Drittel der 2005 in den USA neu vergebenen Hypothekenkredite bestand für die Schuldner die Option der Tilgungsfreiheit, gegenüber 1,5% im Jahr 2001.

In den Ländern, in denen die Wohnimmobilien stärker überbewertet erscheinen, werden die Auswirkungen der erwarteten Anpassung voraussichtlich

... mit indirekten Folgen für Banken

davon abhängen, wie rasch sich die Preise für Wohneigentum und die Zinssätze ändern. Die Kreditgeber scheinen über genügend Polster zu verfügen, um die direkten Auswirkungen höherer Ausfallquoten aufzufangen, die sich ergeben könnten, wenn der Ablauf der tilgungsfreien Zeit bei älteren Hypotheken mit flexibler Tilgung auf der einen mit Zinsanstiegen auf der anderen Seite zusammenträfe. Die indirekten Auswirkungen einer möglichen Konjunkturabschwächung infolge rückläufiger privater Konsumausgaben und geringerer Bautätigkeit dürften für die Banken allerdings größer, wenn auch schwerer abzuschätzen sein (Kapitel II). Besonders ausgeprägt ist dieses Risiko in Volkswirtschaften, in denen eine hohe Verschuldung in Hypothekenkrediten besteht.

## Finanzausweise und Risikomanagement von Finanzinstituten

Mehrere Entwicklungen im Berichtszeitraum haben die Aufmerksamkeit auf den Einfluss von Rechnungslegungsstandards auf die Entscheidungsfindung von Finanzinstituten und Anlegern gelenkt. Marktbeobachter diskutierten, wie sich die internationalen Rechnungslegungsstandards im ersten Jahr nach ihrer Einführung wohl auf die Ertragsvolatilität und die Bewertung der Aktien börsennotierter Institute in der EU auswirken werden. Ähnliche Diskussionen gab es bei der Einführung einer Reihe neuer Standards in den USA. Ferner galt es als wahrscheinlich, dass die Einführung neuer Rechnungslegungsvorschriften für Pensionsfonds in mehreren Ländern erhebliche Auswirkungen auf die Anlageentscheidungen und das Risikoprofil der betrieblichen Rentensysteme haben würde (s. weiter oben).

Neue Rechnungslegungsvorschriften ...

Insgesamt haben diese Entwicklungen dazu geführt, dass sich die Bewertungen in Bilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen nun weniger auf Einstandswerte und mehr auf Marktbewertungen stützen. Im Mittelpunkt der Diskussionen zwischen den Normierungsgremien und den Anwendern von Rechnungslegungsstandards standen die möglichen Auswirkungen auf das Risikomanagement der Institute. Bezüglich der Finanzstabilität ging es in der Debatte um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen neuer Standards auf die Verfügbarkeit und Verwendung von Risikokapital sowie auf die Dynamik der Vermögenspreise.

... lösen Diskussionen aus

Diese Fragen beziehen sich auf die beiden wichtigsten ökonomischen Funktionen von Finanzausweisen, nämlich über die Entwicklung der eingesetzten Ressourcen zu informieren und ihre Kontrolle und Steuerung zu erleichtern. Das Management von Ressourcen ist auf eine korrekte und zuverlässige Messung von Input-Faktoren und Endergebnissen angewiesen. Außenstehende Interessengruppen, wie etwa Anleger und Aufsichtsinstanzen, müssen sich für eine unabhängige Beurteilung der jeweiligen Verfassung und der Zukunftsaussichten eines Finanzinstituts sowie seiner Entwicklung im Vergleich zu ähnlichen oder konkurrierenden Instituten auf korrekte und repräsentative Finanzausweise stützen können. Des Weiteren basieren die formellen Interventionsbestimmungen für eine Übertragung der Ressourcenkontrolle normalerweise auf Informationen aus der Rechnungslegung. Ein Beispiel hierfür sind die jeweiligen Kontrollrechte der Aktionäre und Gläubiger

Wechselwirkung zwischen Finanzausweisen ...

im Falle der Zahlungsunfähigkeit. Im Hinblick auf die aufsichtsrechtlichen Interventionsvorschriften sind ebenfalls die Bilanzbewertung von Aktiva und Passiva eines Instituts und die entsprechenden Risikomessgrößen maßgeblich.

... Verhalten ...

Zwischen Rechnungslegungsvorschriften und Verhalten besteht eine Wechselwirkung. Wenn Außenstehende, darunter auch die Aufsichtsinstanzen, die Entwicklung eines Instituts beurteilen wollen, richten sie ihr Augenmerk auf die Finanzausweise. Zwangsläufig beeinflussen diese somit die Entscheidungen der Geschäftsleitung. Umgekehrt wirken sich die miteinander verknüpften Anreize, die das Verhalten der Geschäftsleitung mitbestimmen, auch auf deren Risikoneigung aus. Die gebündelte Wirkung von Veränderungen und Verhalten kann wiederum Marktpreise und Bewertungen beeinflussen. Dies trifft insbesondere auf diejenigen Posten im Finanzausweis zu, bei denen eher zukunftsorientierte Aspekte und Risikobeurteilungen einbezogen werden.

... und Risiko-  
messung ...

Bewerten ist keine exakte Wissenschaft, da oftmals subjektive Einschätzungen zukünftiger Entwicklungen und Beurteilungen des Risiko-Ertrags-Verhältnisses der jeweiligen Positionen eine Rolle spielen. Dennoch können die Bewertungen in Finanzausweisen die verfügbaren Informationen heutzutage besser wiedergeben, und zwar dank einander ergänzender Entwicklungen in den letzten 30 Jahren: dem Wachstum der Märkte für Risikotransferinstrumente und Fortschritten bei den Risikomessverfahren.

... über  
Marktpreise ...

Die Märkte zur Übertragung von Risiken haben sowohl an Tiefe als auch an Umfang gewonnen, und das Spektrum der verfügbaren Instrumente, mit denen finanzielle Risiken auf die spezifischen Bedürfnisse und Umstände einzelner Marktteilnehmer zugeschnitten werden können, hat sich enorm vergrößert. Die Derivatmärkte haben expandiert und sind zuletzt um Instrumente für die Übertragung von Kreditrisiken erweitert worden. Mithilfe von Verbriefungsstrukturen werden Finanzrisiken zunehmend neu gebündelt und aufgeteilt (Kapitel VI). Hinsichtlich der Rechnungslegung ist von Bedeutung, dass diese Innovationen gut verfügbare Marktpreise für einen immer feineren Raster von Risikoklassen hervorgebracht haben. Dies hat die Preisfindung von Instrumenten, die zuvor nur schwer zu bewerten waren, spürbar verbessert.

So hilfreich Marktpreise für zukunftsgerichtete Bewertungen sein mögen, sie haben doch ein gewichtiges Manko, nämlich ihre relativ intransparenten Bestimmungsfaktoren. Die beobachteten Preise enthalten Risikoprämien, die unmittelbar mit der Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Risiken für die zukünftigen Zahlungsströme sowie mit deren Risikobereitschaft im Zusammenhang stehen. Den jeweiligen Einfluss dieser beiden Bestimmungsfaktoren der Prämien abzugrenzen erfordert viel Urteilsvermögen, nicht zuletzt, weil sich beide im Zeitablauf verändern (Kapitel VI). Im Falle neuer Informationen werden Risikobewertungen korrigiert. Die effektive Risikobereitschaft der Anleger kann durch die Marktbedingungen, durch Verfügbarkeit und Kosten externer Finanzierungen und durch die jüngste Wertentwicklung beeinflusst werden. Deshalb spiegeln die Veränderungen der Marktpreise möglicherweise zumindest zum Teil eine vorübergehende Veränderung der Risikobereitschaft und nicht unbedingt eine fundamentale Veränderung der Erwartungen bezüglich der künftigen Zahlungsströme wider. Vor allem aber können

Veränderungen der Marktpreise wiederum die effektive Risikobereitschaft der Anleger beeinflussen und länger anhaltende Auswirkungen auf die Bewertungen haben.

Ergänzend zu der zunehmenden Tiefe des Marktes für Risikotransfers haben auch Fortschritte bei den Risikomesstechniken die Genauigkeit der Bewertungen komplexer und illiquider Bilanzposten erhöht (Ausweis zum Modellwert, „marking to model“). Innovationen bei der Preisbildung für Derivate sind erfolgreich auf andere Gebiete, wie etwa die Bewertung von Kreditrisiken und von in Finanzkontrakten enthaltenen Optionen, übertragen worden. Neue Modelltechniken liefern wertvolle Methoden für die Risikomessung und das Risikomanagement auf Institutsebene. Anlage- und Absicherungsentscheidungen werden zunehmend durch Analysen von Aktiva und Passiva unterstützt, die auf zukunftsorientierten Wert- und Risikomodellen basieren. Die Modelle sind mit beobachteten Preisen kalibriert, werden jedoch oft extrapoliert, um eine umfassendere Palette von Instrumenten abzudecken. Die Zuverlässigkeit dieser Modelle hängt ungeachtet ihrer technischen Perfektion von der Richtigkeit der Annahmen ab, auf denen sie beruhen. Darüber hinaus sind die von den Modellen implizierten Bewertungen nicht immun gegenüber dem Einfluss derselben zeitvariablen Faktoren, die bei den Marktpreisen eine Rolle spielen, da sie auf historischen Korrelationen zwischen beobachteten Preisen aufbauen und gewöhnlich so kalibriert sind, dass sie die jüngsten Bewegungen dieser Preise widerspiegeln. Trotz dieser Unzulänglichkeiten bieten Risikomodelle jedoch die Aussicht auf ein besseres Verständnis der Bestimmungsfaktoren von Risiken, da sie sich leichter für die Identifizierung und Analyse von Risikoprämien heranziehen lassen.

Unterschiedliche Bewertungsgrundsätze beruhen je nachdem auf Einstandswerten, Marktpreisen, Modellen und internen Wertbeurteilungen. Da ihnen unterschiedliche Sichtweisen zugrunde liegen, werden die wünschenswerten Aspekte von Finanzausweisen – Genauigkeit, Überprüfbarkeit, Verlässlichkeit und Vergleichbarkeit – bei ihrer Verwendung implizit jeweils unterschiedlich gewichtet. Beispielsweise liefert eine Bilanzierung zu Einstandswerten sehr berechenbare Werteinschätzungen im Zeitverlauf, die eng mit leicht auszumachenden Ereignissen der Vergangenheit verknüpft sind. Hingegen dürften Bewertungsgrundsätze, die sich auf zukunftsgerichtete Wertbeurteilungen stützen, stärker auf aktuelle Entwicklungen reagieren, was zu größeren Wertschwankungen im Zeitverlauf führen kann. Am deutlichsten ist dieser Gegensatz bei Wertpapieren, bei denen tägliche Schwankungen der Marktpreise zeitweilig zu erheblichen unrealisierten Gewinnen oder Verlusten führen können, wenn das Portfolio zu Einstandswerten ausgewiesen wird. Während überdies manche Grundsätze die Bewertung bestimmter Aktiv- oder Passivposten anhand institutsinterner Faktoren zulassen (z.B. eigene Einschätzung der künftigen Gewinne, auf Portfolioeigenschaften beruhende Abzinsungssätze, Synergien mit anderen Aktiva), streben andere – z.B. Bilanzierung zum Fair Value oder zu Einstandswerten – Werte an, die unabhängig vom Kontext stets gleich ausfallen. Werte, die anhand institutsinterner Faktoren berechnet werden, mögen für die interne Entscheidungsfindung von größerer Relevanz sein, doch der Preis dafür ist eine größere Abhängigkeit von

... und Risiko-  
modelle

Bewertungs-  
grundsätze mit  
Auswirkungen  
auf ...

internen Modellen, die auf potenziell intransparenten Annahmen aufbauen. Die Debatte über die Bilanzierung von Sichteinlageverbindlichkeiten von Banken verdeutlicht diese Problematik.

Rechnungslegungsstandards sollen einen Bilanzierungsrahmen schaffen, der in Bezug auf wirtschaftliche Entscheidungen neutral ist. Wie weiter oben erwähnt, hat die Wahl der Bewertungsgrundsätze jedoch erhebliche Auswirkungen auf das Verhalten sowohl auf Einzelinstituts- als auch auf Systemebene, insbesondere im Hinblick auf die Behandlung von Risikoinformationen.

... Kontrolle von Ressourcen ...

Die Behandlung von Risikoinformationen in Rechnungslegungsstandards hat beträchtlichen Einfluss auf die Kontrolle und Steuerung der wirtschaftlichen Ressourcen. Die Wirksamkeit der Bestimmungen zur Übertragung der Ressourcenkontrolle, die in Gesetzen oder bilateralen Verträgen enthalten sind, hängt u.a. davon ab, inwieweit zukunftsorientierte Wert- und Risiko-beurteilungen in die Bewertungen einfließen. Ein naheliegendes Beispiel ist die paradoxe Situation, die entstehen kann, wenn der Marktwert der Verbindlichkeiten eines Finanzinstituts benutzt wird, um über seinen Konkurs zu entscheiden. In diesem Fall erhöht die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit im Allgemeinen den Unternehmenswert, da sie den Wert der Verbindlichkeiten vermindert. Ein weiteres Beispiel sind die unterschiedlichen Auswirkungen der Risikovorsorge für Kredite, je nachdem, ob diese sich auf nachweisliche Probleme einzelner Kredite oder auf Einschätzungen des erwarteten Verlusts eines ganzen Kreditportfolios stützt. Der erstgenannte Ansatz beruht auf tatsächlich eingetretenen Risikofällen der Vergangenheit, der zweite auf zukunftsgerichteten Beurteilungen des Risikos anhand der Analyse bisheriger Erfahrungen. Die Art des gewählten Verfahrens wird sowohl die ausgewiesenen Erträge und das ausgewiesene Eigenkapital des Instituts im Verlauf des Konjunkturzyklus beeinflussen als auch die Beurteilung seiner Solidität durch die Aufsichtsinstanzen.

... und Finanzstabilität

Eine Untersuchung aus der Perspektive des gesamten Finanzsystems, bei der der endogene Charakter des Risikos klarer wird, lässt die Bedeutung dieser Einflussfaktoren weiter steigen. Ein Verhalten, das aus Sicht eines einzelnen Instituts rational ist, weil das Institut davon ausgeht, dass seine Handlungen keinen Einfluss auf die Marktpreise haben, kann zu Ineffizienz führen, wenn die Gesamtwirkung der Handlungen der einzelnen Institute auf die Marktbedingungen durchschlägt. Ein Beispiel hierfür ist der jüngste Zinsrückgang am längeren Ende der Renditenstrukturkurve britischer Staatspapiere; dieser war der gestiegenen Nachfrage von Pensionsfonds zuzuschreiben, die sich gegen das Risiko absichern wollten, dass niedrige Abzinsungssätze den Marktwert ihrer Verbindlichkeiten erhöhten (s. weiter oben und Kapitel VI). Ebenso kann die prozyklische Anpassung einer auf zeitpunktbezogenen Kreditrisikobeurteilungen basierenden Risikovorsorge ein Kreditvergabeverhalten hervorrufen, das die Schwankungsbreite des Konjunkturzyklus und damit die Anfälligkeit des Finanzsystems erhöht.

Bewertungen nicht eindeutig ...

Alles in allem liefert die Analyse der Wechselwirkung zwischen Rechnungslegung einerseits und Risikomessung und -management andererseits drei wichtige Ergebnisse. Erstens sind Bewertungen nicht eindeutig. Der Wert hängt oftmals davon ab, aus welcher Perspektive er gemessen wird. Der Wertbeitrag

ein und desselben Postens kann je nach Kontext unterschiedlich ausfallen. Überdies schwanken Bewertungen selbst dann, wenn sie aus derselben Perspektive erstellt werden, denn die Risikoprämien verändern sich im Zeitverlauf, bedingt durch wechselnde Risikoeinstellungen der Anleger, die möglicherweise nur indirekt mit veränderten Erwartungen hinsichtlich der künftigen Zahlungsströme zusammenhängen. Dies gilt umso mehr bei komplexen Instrumenten, für die keine tiefen und liquiden Märkte existieren. Genau dann kommt der Rechnungslegung die größte Bedeutung zu.

Zweitens spielen die Risikobeurteilungen eine Schlüsselrolle. Die Verbindung zwischen Risikomessung und Bewertungen besteht explizit, wenn Werte mithilfe von Modellen ermittelt werden; sie besteht implizit, wenn Marktpreise direkt herangezogen werden. Des Weiteren wirken sich die Praktiken der Risikomessung und des Risikomanagements über das Verhalten und die Vermögenspreise indirekt auf die ausgewiesenen Werte aus. Insofern als Rechnungslegungsstandards das Verhalten gegenüber Risiken beeinflussen, haben sie auch Konsequenzen für die Bewertungen.

Drittens kann ein Bewertungsansatz, der für den einen Zweck am besten geeignet ist, für einen anderen Komplikationen mit sich bringen. Angesichts der Vielfalt der externen Verwendungen von Finanzausweisen können sich hieraus Konflikte ergeben, darunter auch zwischen Entscheidungsträgern mit unterschiedlichen Zielsetzungen. Diese werden im Folgenden erörtert.

... und beeinflusst von Risiko-management ...

... und unterschiedlichen Perspektiven

#### *Rechnungslegung und Finanzaufsicht*

Die bisherige Diskussion zeigt eine Reihe von Fragen im Zusammenhang mit den Rechnungslegungsstandards auf, die aus der Perspektive der Finanzaufsicht von Bedeutung sind. Sie beziehen sich sowohl auf den Informationsgehalt der Finanzausweise als auch auf die Aufsichtsvorschriften für Finanzinstitute.

Als Erstes ist anzumerken, dass der Informationsgehalt der Finanzausweise durch die systematischere Einbeziehung von Informationen über Risiken und Unsicherheiten erhöht werden könnte. Bestehende Standards stellen unabhängig davon, inwieweit sie zukunftsorientierte Informationen berücksichtigen, hauptsächlich auf die Angabe von Punktschätzungen des jeweiligen Wertes und Ertrags ab. Dies könnte durch zwei zusätzliche Informationskategorien ergänzt werden. Die erste könnte auf Schätzungen der Bandbreite möglicher zukünftiger Schwankungen von Wert und Ertrag verweisen („Risikoinformation“). Beispiele solcher summarischer statistischer Messgrößen sind der Value-at-Risk, aber auch die Ergebnisse von Stresstests und anderen Sensitivitätsanalysen. Die zweite Kategorie von Informationen könnte sich auf Maße für die Unsicherheit beziehen, die in den Annahmen der Bewertungsmethodik enthalten ist („Messfehlerinformation“). Natürlich hängt die Bedeutung dieser zweiten Informationsart direkt davon ab, in welchem Ausmaß bei der Beurteilung der Punktschätzungen Annahmen und Modelle verwendet werden. Mit diesen Verbesserungen würden Finanzausweise den Benutzern die Möglichkeit bieten, sich ein vollständigeres Bild von der Verfassung und den Aussichten eines Finanzinstituts zu machen, und ein falscher Eindruck von Genauigkeit würde vermieden. Darüber hinaus würden Ver-

Bessere Risiko-information in Finanzausweisen ...

gleiche zwischen verschiedenen Instituten erleichtert, z.B. für Anleger, die ihr Portfolio optimieren wollen, oder für Aufsichtsinstanzen im Zusammenhang mit Fragen der Finanzstabilität.

... größere  
Kohärenz mit  
Entscheidungs-  
findung ...

Als Zweites ist aus aufsichtlicher Optik von Bedeutung, dass zwischen der Behandlung von Bilanzbewertungen und den Grundsätzen eines soliden Risikomanagements eine möglichst große Kohärenz herrschen sollte. Ein Beispiel für die Konflikte, die hier entstehen können, ist die unterschiedliche Behandlung von Sichteinlagen in den Finanzausweisen einerseits und im Liquiditäts- und Risikomanagement von Banken andererseits. Gemäß Rechnungslegungsvorschriften müssen Einlageverbindlichkeiten nach ihrer vertraglichen Laufzeit klassifiziert werden. Aus der Sicht der Treasury-Abteilung einer Bank dagegen werden sie im Rahmen der Liquiditätssteuerung und der damit verbundenen Absicherungsstrategie so behandelt, als hätten sie eine effektiv längere Laufzeit, was dem bisher beobachteten Verhalten der Einleger eher entspricht.

... und Entkopplung  
von Zielen der  
Rechnungslegung  
und der Aufsicht

Ein dritter und allgemeinerer Aspekt ist, dass die jeweiligen Zielsetzungen der Aufsichtsinstanzen und der Normierungsgremien der Rechnungslegung besser in Einklang gebracht werden könnten, wenn die unterschiedlichen Sichtweisen klarer verstanden würden. Unter diesem Blickwinkel ginge es bei den Rechnungslegungsstandards in erster Linie darum, ein objektives Bild der jeweiligen Finanzlage eines Instituts und des damit verbundenen Risikoprofils zu vermitteln, während aufsichtsrechtliche Instrumente auf Basis dieses Bildes vor allem ein umsichtiges Verhalten fördern sollten. Eine derartige Entkopplung würde in der Praxis dazu führen, dass Finanzausweise ohne Zweckkonservatismus erstellt und um eine Betrachtung durch den „aufsichtlichen Filter“ ergänzt würden, der für eine Berücksichtigung des Risikos sorgen würde. Kapital- und Liquiditätsanforderungen wie auch Auslöser für eine Intervention der Aufsichtsinstanzen im Falle offensichtlicher Schwierigkeiten würden auf dieser Basis neu formuliert.

Fortschritte ...

In den letzten Jahren hat es auf allen drei Gebieten Fortschritte gegeben. Die Offenlegung quantitativer Finanzrisiken, z.B. in Form von Messgrößen für den Value-at-Risk von Wertpapierportfolios, ist bereits Teil der aufsichtsrechtlichen Meldepflichten derjenigen Finanzinstitute geworden, für die diese Art des Risikos eine größere Bedeutung hat. Auch Normierungsgremien für die Rechnungslegung schenken der Offenlegung von Risiken vermehrte Aufmerksamkeit; ihr Ansatz ist mit demjenigen der Finanzaufsicht kompatibel, aber wohl weniger ehrgeizig. Die Vorschriften von IFRS 7 mögen zur Veranschaulichung dienen. Ein Beispiel für die Fortschritte bei der Bereitstellung von Messfehlerinformationen ist der Ansatz, dass auf Fair-Value-Basis bewertete Posten entsprechend dem jeweiligen Zuverlässigkeitsgrad der Bewertung klassifiziert werden und grobe Schätzungen der Reagibilität der Messgrößen auf die zugrundeliegenden Annahmen angegeben werden. Die enge Zusammenarbeit zwischen den Normierungsgremien für die Rechnungslegung und den Aufsichtsinstanzen bei der Entwicklung von Wertberichtigungsstandards, die Fair-Value-Option und die Messung von Versicherungsverbindlichkeiten sind drei neuere Beispiele für den Qualitätsgewinn, der bei stärkerer Fokussierung auf das Risikomanagement entsteht.

Ungeachtet der bisherigen erheblichen Fortschritte muss der weitere Weg auf einer längerfristigen Strategie beruhen, die die Notwendigkeit zur Zusammenarbeit auf allen Ebenen anerkennt. Angesichts der Komplexität der Materie und der Vielfalt der Beteiligten in diesem Prozess ist die Entkopplung von Zielsetzungen und die Neukalibrierung der Aufsichtsinstrumente zwangsläufig ein langfristiges Ziel. Auf mittlere Sicht können Fortschritte ganz bewusst nur stufenweise erfolgen, und stets sollten angemessene Sicherheitsvorkehrungen vorhanden sein, damit nicht unabsichtlich das grundlegende Ziel der Finanzstabilität gefährdet wird. Der anhaltende Dialog zwischen Normierungsgremien im Rechnungslegungsbereich und Aufsichtsinstanzen ist für die Zukunft vielversprechend.

... aber auch  
anhaltende Herausforderungen

## VIII. Schlussbemerkungen: Risikobewältigung heute und morgen

Jeder hofft wohl, dass wir nächstes Jahr um diese Zeit genauso befriedigt über die Entwicklung der Weltwirtschaft sein werden wie heute. In diese Richtung weisen der Konsens der Prognosen ebenso wie die Prognosen des IWF und der OECD, wobei die Erwartung zum Ausdruck kommt, dass sich das jüngste ausgewogenere Wachstum in den Industrieländern fortsetzt und dass in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Inlandsnachfrage eine noch größere Rolle spielen wird. Erfreulich ist auch, dass im Allgemeinen eine weltweit gedämpfte Inflationsentwicklung vorausgesagt wird. Die Finanzmärkte haben sich diesen Optimismus offenbar ebenfalls zu Eigen gemacht. Die – zumindest bis vor sehr kurzer Zeit – niedrige Volatilität deutete sogar darauf hin, dass sie sich ungewöhnlich sicher zu sein schienen. Außerdem wurden die jüngsten Maßnahmen zur Straffung der Geldpolitik in vielen fortgeschrittenen Industrieländern an den Märkten anscheinend als angemessen und eher wachstumsfördernd als -hemmend betrachtet.

### Welches sind die gegenwärtigen Risiken?

Hoffentlich haben die Märkte mit ihrer relativ optimistischen Einschätzung Recht. Eine Verschärfung der Kreditbedingungen nach einer so langen Phase der Lockerung könnte jedoch zweierlei Fehler in sich bergen. Erstens wäre möglicherweise eine stärkere und schon früher einsetzende Straffung der Geldpolitik angezeigt gewesen. Dafür könnte sprechen, dass sich ein latenter Inflationsdruck bereits etabliert hat. Auch lässt eine vergleichsweise lockere Geldpolitik weiterhin den Aufbau einer Vielzahl finanzieller „Ungleichgewichte“ zu, die mit der Zeit immer bedrohlicher werden. Beide Überlegungen dürften eine resolutere Straffung der Geldpolitik notwendig erscheinen lassen. Der zweite denkbare Fehler hängt eng hiermit zusammen: Womöglich sind diese Ungleichgewichte inzwischen so groß, dass eine straffere Geldpolitik die Lage zum Kippen bringen könnte und dabei das Wachstum und die Beschäftigung weltweit beeinträchtigt würden. Dies würde für ein maßvolleres Vorgehen der Geldpolitik sprechen. Angesichts der beträchtlichen Unsicherheit und sogar offener Uneinigkeit der Analysten über die jeweilige Wahrscheinlichkeit dieser beiden Szenarien steht nur eines fest: Das nächste Jahr wird für die Geldpolitik nicht leicht werden.

Worauf gründet der Eindruck, dass der Inflationsdruck größer sein könnte, als derzeit angenommen wird? Ein Argument liegt auf der Hand: Sowohl in den USA als auch in Japan wird die Kapazität der jeweiligen Volkswirtschaft von offizieller Seite als nahezu ausgelastet beurteilt, was traditionell Anlass zur

Sorge gibt. Für die USA besteht außerdem das Risiko einer weiteren erheblichen Dollarabwertung, die den Inflationsdruck verstärken könnte. Darüber hinaus wächst die Weltwirtschaft nach wie vor außerordentlich rasch, woraus sich eine letztlich schwer zu kontrollierende Eigendynamik entwickeln könnte. Die Preise für Wohnimmobilien steigen fast überall rapide an, und die Preise für Energie und andere Rohstoffe haben Rekordstände erreicht. Die Löhne in Teilen Chinas und in einigen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften weisen ebenfalls einen Aufwärtstrend auf, und die Inflationsrisiken scheinen sich in Asien insgesamt zu erhöhen.

Auch hier gibt es erhebliche Unsicherheiten. Die pessimistische Einschätzung: Sofern die von billigeren Gütern aus aufstrebenden Volkswirtschaften ausgehenden globalen disinflationären Effekte unterschätzt wurden, könnte es auch unerwartet schwerwiegende Folgen haben, wenn dieser Einfluss nachlässt. Zudem besteht eine beträchtliche Unsicherheit, ob die Welt an einem Wendepunkt angelangt ist, an dem sich das Angebot an Öl und Rohstoffen nicht mehr steigern lässt. Das könnte bedeuten, dass die Preise über eine längere Zeit erhöht bleiben, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Die optimistische Einschätzung: In den aufstrebenden Volkswirtschaften gibt es noch viele Gegenden, in denen die Kosten niedriger sind, darunter nicht zuletzt Zentral- und Westchina, und die Produktion wird sich letztlich auch dorthin ausweiten. Zudem könnte der technologische Fortschritt durchaus die Tatsache kompensieren, dass neue Rohstoffreserven schwerer zu erschließen sind. So oder so – beide Anpassungsprozesse werden Zeit brauchen. Angesichts der derzeitigen Höhe der weltweiten Nachfrage bestünde in der Übergangszeit das Risiko eines anhaltenden Inflationsdrucks. Außerdem könnte die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, die in der Vergangenheit vielleicht von günstigen Umständen profitiert hat, auf die Probe gestellt werden. Sie müsste natürlich energisch verteidigt werden.

Und was spricht dafür, dass „Ungleichgewichte“ die optimistische Einschätzung infrage stellen? Es lassen sich ohne Weiteres etliche signifikante und nachhaltige Abweichungen wichtiger gesamtwirtschaftlicher Variablen vom langfristigen Durchschnitt feststellen. Bedenken wegen einer ungeordneten Rückkehr zu „üblicheren“ Werten müssen jedoch relativiert werden, wenn die Abweichung erklärbar und als dauerhaft zu rechtfertigen ist. Leider wird der Erklärungsversuch über solche Fundamentaldaten offenbar weder dem Ausmaß noch der Dauer der ungewöhnlichen aktuellen Umstände gerecht. Eine ergänzende Erklärung wäre, dass diese ungewöhnlichen Entwicklungen mit der über so lange Zeit so reichlichen weltweiten Liquidität zusammenhängen.

Das vielleicht wichtigste Beispiel dafür, dass sich die Entwicklung an den Finanzmärkten mit den Fundamentaldaten nicht hinreichend erklären lässt, ist der Kapitalmarkt in den USA. Als die Leitzinsen stiegen, sank der Langfristzins – das berühmte „Zinsrätsel“. Die in letzter Zeit weiterhin sehr niedrigen Renditeaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften – selbst bei steigenden langfristigen Zinssätzen – lassen sich womöglich auf eine allgemein größere Dynamik der binnenwirtschaftlichen Entwicklung zurückführen. Doch die drastisch verringerte Differenz zwischen den Renditen für höhere bzw. sehr niedrige Bonitäten bleibt rätselhaft. Der beinahe weltweite Höhen-

flug der Aktienkurse und Wohnimmobilienpreise scheint mit den großen Unterschieden bei den inländischen Wachstumsaussichten kaum in Einklang zu bringen zu sein. Der explosionsartige Anstieg der Fusionen und Übernahmen, besonders in Europa, ist ebenfalls nur schwer nachzuvollziehen. Was deutet darauf hin, dass sich die Aussichten auf Wertsteigerungen durch Umstrukturierung plötzlich verbessert hätten, zumal noch immer ein relativ geringes Interesse an neuen Investitionen zu bestehen scheint?

Angesichts des höchsten je verzeichneten Leistungsbilanzdefizits und der beispiellos hohen Verschuldung der privaten Haushalte in den USA bleibt darüber hinaus schwer zu erklären, weshalb der Dollar bis vor sehr kurzer Zeit so stark war. Bei genauer Betrachtung kann keines der derzeit beliebten Argumente – die Bedeutung immaterieller Vermögenswerte („dark matter“), eine informelle „Vernunftlücke“ zwischen Schuldnern und Gläubigern und der „inhärente Reiz“ hochrentabler US-Vermögenswerte – überzeugend belegen, dass die aktuellen weltweiten Ungleichgewichte tragbar seien. Um die Widerstandsfähigkeit des Dollars zu erklären, muss wiederum auf die Differenzen bei den kurzfristigen Zinsen, insbesondere die anhaltend niedrigen Zinsen außerhalb der USA, verwiesen werden. Auch hier tragen die monetären Bedingungen zur Lösung des Rätsels bei.

Durch die Komplexität der Situation und die Begrenztheit unseres Wissens ist extrem schwierig vorherzusagen, wie sich all dies weiterentwickeln wird. Einerseits, so lässt sich leicht argumentieren, ist es immer noch am wahrscheinlichsten, dass es zu einer geordneten Anpassung kommt, was ja auch die verbreitete Sichtweise ist. Als Beispiel seien die derzeitigen weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte genannt. Sollte der Dollar an Wert verlieren und die Auslandsnachfrage nach US-Gütern entsprechend zunehmen, könnten im Prinzip die US-Zinssätze angehoben werden, um die Inlandsnachfrage gerade genug zu dämpfen, dass ein Anstieg der Arbeitslosigkeit oder der Inflation verhindert wird. Wüchse dann die Inlandsnachfrage in anderen Ländern gerade rasch genug, um die bisherige Nachfrage aus den USA zu ersetzen, gäbe es wiederum keine Auswirkungen auf das globale Wachstum und die weltweite Inflation. Andererseits sind ebenso leicht Kräfte erkennbar, die dafür sorgen könnten, dass die verschiedenen Anpassungsprozesse weniger reibungslos verlaufen. Einige könnten in abrupten Turbulenzen, andere dagegen in einer langwierigen Wachstumsschwäche münden. Sollte die erwartete reibungslose Anpassung ausbleiben, ist eine Kombination beider Szenarien nicht auszuschließen.

Abrupte Turbulenzen wären dann denkbar, wenn es sowohl einen Auslöser gibt als auch Grund zu der Annahme, dass die Preisentwicklung an verschiedenen Märkten außer Kontrolle geraten könnte. Leider herrscht an beiden kein Mangel. Was den Auslöser betrifft, so könnte erstens die weltweite geldpolitische Straffung Katalysatorwirkung entfalten. Zwar hat die Straffung bereits begonnen und ist bisher problemlos verlaufen, doch eine generelle Verschärfung der Geldpolitik findet vorerst noch nicht statt. Auslöser könnten zweitens auch weitere protektionistische Gesetze sein, insbesondere im Hinblick auf China oder auf Ölexporture im Nahen Osten. Solche Maßnahmen könnten durchaus einer problemlosen Finanzierung des

US-Leistungsbilanzdefizits im Wege stehen, sind diese Länder derzeit doch die wichtigsten Käufer von US-Dollar-Verbindlichkeiten. Ein dritter potenzieller Auslöser wäre schließlich der plötzliche Zusammenbruch – oder die Flucht in den Schutz des Insolvenzrechts – eines großen Unternehmens mit beträchtlichen Kapitalmarktverflechtungen. Vergessen werden darf bei all dem außerdem nicht, dass die Finanzkrisen in den letzten Jahrzehnten beinahe immer durch überraschende Faktoren ausgelöst wurden.

Darüber hinaus ist es aus mehreren marktspezifischen Gründen gerechtfertigt, gewisse Turbulenzen für den Fall zu befürchten, dass eine Preiskorrektur in Richtung eher üblicher Niveaus einsetzen sollte. In den wichtigsten Industrieländern gibt es viele neue Finanzmarktteilnehmer und viele neue Finanzprodukte, die immer komplexer und undurchschaubarer werden. Die Marktliquidität hat ihre erste Belastungsprobe in diesem veränderten Umfeld noch vor sich. Die offensichtliche Ausweitung der Carry-Trade-Spekulation in den letzten Jahren bringt auch ein Potenzial für eine simultane Rückabwicklung ähnlicher Handelspositionen („crowded trades“) mit sich, die im Extremfall zu einem Teufelskreis von höheren Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken führen könnte. Solche Wechselwirkungen haben wir in der Vergangenheit bereits gesehen. Ähnliche Probleme könnten auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften auftreten, und angesichts des Ausmaßes der Kapitalzuflüsse seit ungefähr einem Jahr sind sie vielleicht sogar schon im Entstehen begriffen.

Auch an den Märkten für die wichtigsten Währungen gibt es Grund zu der Befürchtung, dass umfangreiche und potenziell ungeordnete Wechselkursbewegungen auftreten könnten. Festzuhalten ist zunächst, dass sich die zugrundeliegende Anpassung im Welthandel recht lange hinziehen könnte. Bereits für eine Reduzierung des US-Leistungsbilanzdefizits auf 3% des BIP müssten möglicherweise Millionen von Arbeitnehmern vom Sektor nicht handelbarer Güter zum Sektor handelbarer Güter wechseln. Das geht nicht von heute auf morgen. Da die US-Importe mehr als das Anderthalbfache der Exporte ausmachen und die US-Wirtschaft nach wie vor weit schneller wächst als viele andere Volkswirtschaften, muss außerdem die Wettbewerbsfähigkeit der USA erheblich gesteigert werden, um die Leistungsbilanz zu verbessern. In der Vergangenheit gelang es den Exporteuren in die USA bei Dollarabwertungen, ihre Kosten zu senken und so ihre Gewinnspannen zu wahren wie auch die Weitergabe auf die Preise gering zu halten. Wenn dies erneut der Fall wäre, könnte die Korrektur der US-Leistungsbilanz ebenfalls behindert werden. Je länger sich zudem die Anpassung hinzieht, umso mehr Auslandsschulden werden aufgebaut, und umso größer wird der künftig zu erwartende Schuldendienst. Die Nettoerträge aus dem US-Auslandsvermögen waren zwar bis vor Kurzem positiv, aber es lässt sich leicht ausrechnen, dass sie sich in Zukunft noch beträchtlich verschlechtern werden.

Sowohl die privaten als auch die öffentlichen Investoren in US-Dollar-Verbindlichkeiten könnten in einer solchen Situation irgendwann die Geduld verlieren. Der ausländische private Sektor hält den größten Teil der US-Dollar-Verbindlichkeiten, und selbst ein moderater Rückzug könnte die Wechselkurse erheblich beeinflussen. Die Bestände des öffentlichen Sektors dürften zwar viel

eher stabil bleiben, doch auch hier sind eventuelle Anspannungen denkbar. Selbst geringfügige Wertverluste des Dollars könnten für Länder mit hohen Reserven massive Kapitalverluste mit sich bringen, und dies könnte politisch einigermaßen heikel werden. Zudem fließen die Reserven jetzt vermehrt in die energieexportierenden Länder, bei denen reine Risiko-Ertrags-Überlegungen den Ausschlag für die Anlageentscheidungen geben dürften. Dass der private Sektor nachziehen könnte, wenn er den Eindruck hat, die öffentlichen Anleger änderten ihre Strategie, scheint ebenfalls nicht abwegig.

All diese Überlegungen bedeuten, dass an Märkten, an denen viel Optimismus in die Preise geflossen ist, ein beträchtliches Potenzial für eine Rückkehr zu eher üblichen Niveaus besteht. Angesichts der inländischen wie auch internationalen Wechselbeziehungen zwischen all diesen Märkten ist es überdies recht wahrscheinlich, dass bei erheblichen Anspannungen an einem Markt auch andere Märkte in Mitleidenschaft gezogen würden. Nehmen wir beispielsweise an, der Dollar würde einbrechen. Dann könnte die Risikoprämie für das Halten von Vermögenswerten in US-Dollar steigen. Dies würde sich vermutlich in höheren langfristigen Zinssätzen äußern, was sich wiederum an anderen Märkten, u.a. am Markt für Wohnimmobilien, niederschlagen würde. Ein anderes Beispiel bezieht sich auf die immer noch relativ niedrigen Kosten einer Absicherung gegen Marktvolatilität. Sollten diese Kosten nennenswert steigen, wenn an einigen Märkten Belastungen aufträten, bekämen das praktisch alle Märkte zu spüren.

Viele Beobachter würden sicherlich bezweifeln, dass abrupte Turbulenzen am Markt sehr wahrscheinlich sind. Doch es gibt auch noch die Möglichkeit einer langwierigen Wachstumsschwäche, die von realwirtschaftlicher Seite ausgeht. Die verschiedenen oben beschriebenen Ungleichgewichte könnten sich nämlich durchaus Schritt für Schritt abbauen, aber in einer Weise, die die weltweite Nachfrage über lange Zeit schwer belasten würde. Es ist ohne Weiteres denkbar, dass sich die extrem niedrigen Sparquoten der privaten Haushalte in vielen Ländern und insbesondere in den USA wieder erholen. Dies könnte eine spontane Vorsorgereaktion auf eine höhere Verschuldung sein. Es könnte auch die Befürchtung der geburtenstarken Jahrgänge widerspiegeln, dass wahrscheinlich weder private noch öffentliche Rentenansprüche letztlich in vollem Umfang bedient werden, oder eine Reaktion auf steigende Zinssätze, Marktanspannungen bzw. Unsicherheit bezüglich des künftigen Wertes von Vermögenspositionen darstellen. Da die Preise für Wohnimmobilien in so vielen Ländern derart hohe Niveaus erreicht haben und dieser „Vermögenseffekt“ die Ausgaben tatsächlich begünstigt zu haben scheint, ist eine solche Entwicklung umso wahrscheinlicher. Dabei ist das Vermögen, das sich aus Steigerungen der Wohnimmobilienpreise ergibt, auf nationaler Ebene betrachtet in hohem Maße eine Illusion. Es handelt sich um eine Verschiebung der relativen Preise, und daher gleichen sich der Nutzen für die Gewinner und die Kosten für die Verlierer weitgehend aus. Wenn die Verlierer schließlich mit Anpassungen reagieren, werden erhebliche konjunkturelle Bremseffekte die Folge sein.

Andere Arten von Ungleichgewichten können ähnliche Probleme verursachen. Die Hauptsorge in China ist, dass Fehlallokationen von Kapital letztlich

zu Gewinneinbußen führen werden und dies wiederum das Bankensystem, die öffentlichen Finanzen und die Wachstumsaussichten insgesamt beeinträchtigen wird. Nach einer langen Phase kreditfinanzierter Expansion wäre dies die klassische Folge. In der Tat hat Japan zuvor ziemlich genau diese Entwicklung durchgemacht. Überdies könnten die Industrieländer in einem solchen Szenario noch stärker in Mitleidenschaft gezogen werden, als derzeit angenommen wird. Unter diesen Umständen würde Chinas bereits heute enormes und rasch wachsendes Potenzial in der verarbeitenden Industrie sicherlich noch stärker auf die Exportmärkte ausgerichtet werden. Sollte dies eintreten – und zwar gerade dann, wenn die Nachfrage in anderen Ländern schrumpft –, würden die sich ergebenden Wechselbeziehungen wirtschaftlicher, politischer und sozialer Art eine große Herausforderung für den öffentlichen wie auch den privaten Sektor darstellen.

Natürlich befinden wir uns derzeit nicht in einer Situation, in der wir uns mit solchen Problemen unmittelbar auseinandersetzen müssen, und die Wahrscheinlichkeit, dass es dazu kommt, ist nach wie vor gering. Die allgemeine Prognose ist immer noch am plausibelsten. Doch die potenziellen volkswirtschaftlichen Kosten, die mit diesen Problemen verbunden wären, dürften so hoch sein, dass es sich lohnt, über die geeignetste Reaktion nachzudenken. Solche Überlegungen sind nicht als Prognose zu verstehen, sondern vielmehr als Vorsichtsübung. Es ist keineswegs ein Widerspruch, das Beste zu erwarten und auf das Schlimmste gefasst zu sein, vor allem wenn die Kosten des Unerwarteten sehr hoch sein könnten.

### Wie könnten die derzeitigen Risiken gemindert werden?

Wir sehen uns heute nicht nur den üblichen Unsicherheiten gegenüber, die mit der Reaktion auf einen beginnenden Preisauftrieb verbunden sind. Vielmehr geben auch verschiedene – binnen- und außenwirtschaftliche – finanzielle Ungleichgewichte zu denken. Sie sind ein Nebeneffekt mindestens eines Jahrzehnts mit rasant steigendem globalem Angebot, nachhinkender Inlandsnachfrage in großen Volkswirtschaften mit Ausnahme der USA und übermäßigem Vertrauen in eine lockere Geldpolitik zur Verringerung der Produktionslücken. Um die richtigen Maßnahmen zur Minderung der derzeitigen Risiken treffen zu können, müssen wir uns darüber klar werden, wie wir dort angelangt sind, wo wir heute stehen.

Die Angebotsausweitung hat sich vor allem dadurch ergeben, dass ehemals geschlossene Volkswirtschaften wieder in die Weltwirtschaft integriert wurden, verbunden mit einer generell verbesserten Kommunikation und Technologie. Hinzu kommen die anhaltenden Steigerungen des Produktivitätswachstums, insbesondere in den USA. Die stetige Deregulierung der Märkte sowohl für Güter als auch für Faktor-Inputs in den Industrieländern hat ebenfalls zu den positiven Angebotschocks in den letzten rund zehn Jahren beigetragen.

In Asien wurden zwei Faktoren sichtbar, welche für die nachhinkende Nachfrage verantwortlich sind: die typisch hohen Sparquoten vor dem Hintergrund der massiven Verunsicherung, die mit einem Strukturwandel verbunden

ist, und die Zeit, die es braucht, bis sich die Ausgabegewohnheiten an ein rasant steigendes Einkommensniveau angepasst haben. Vor dem letztgenannten Problem stehen auch die Regierungen in Ländern, die Öl und andere Rohstoffe exportieren. In den Industrieländern sind zudem zwei strukturelle Mängel erkennbar, die auf die Nachfrage drücken. Der erste ist, dass sich Deutschland und Japan seit Langem schwer tun, sich von den Belastungen durch die Wiedervereinigung bzw. von der Phase der Preisblase zu erholen. Keines der beiden Länder hat den Strukturwandel rasch und beherzt in Angriff genommen. Der zweite Mangel besteht darin, dass es die Fiskalpolitik bisher fast nirgends geschafft hat, die mit den Übersteigerungen der 1970er und frühen 1980er Jahre verbundenen Probleme zu lösen. Die Industrieländer hatten danach in Abschwungphasen kaum fiskalpolitischen Spielraum; inzwischen ist sogar Japan keine Ausnahme mehr. Zahlreiche Länder, insbesondere in Europa, hätten dieses Problem längst überwunden, wenn sie die Fiskalpolitik in den Jahren robusten Wirtschaftswachstums viel energischer gestrafft hätten.

Vor diesem Hintergrund musste die Geldpolitik nicht nur dem langfristigen Trend einer zu schwachen Nachfrage begegnen, sondern auch periodisch auftretenden Krisen infolge von Störungen im Finanzsystem. Bisher ist ihr das bemerkenswert gut gelungen. Das Wachstum konnte gewahrt und die Inflation niedrig gehalten werden. Doch mit der Zeit werden zunehmend auch unwillkommene Nebenwirkungen sichtbar. Immer wenn Schocks das Wachstum bedrohten, führten niedrigere Zinssätze wie beabsichtigt zu Ausgabensteigerungen. Zugleich jedoch ist die Verschuldung laufend gewachsen – zunächst die Unternehmensverschuldung, doch nun auch die Verschuldung der privaten Haushalte. Die fortschreitende Liberalisierung der Finanzsysteme hat diesen Transmissionsmechanismus verstärkt, wobei zugelassen wurde, dass die Länder mit den ausgefeiltesten Finanzsystemen auch hohe Leistungsbilanzdefizite aufbauten. Letztlich hat der geglückte antizyklische Einsatz der Geldpolitik die nachfolgende Straffung jedes Mal riskanter werden lassen und die Erfolgsaussichten für eine anschließende Lockerung geschmälert.

Was kann jetzt noch getan werden, um die Risiken zu mindern, denen wir im anhaltenden globalen Aufschwung gegenüberstehen? Der erste Punkt ist naheliegend: Die Geldpolitik weltweit braucht Unterstützung, wenn folgenschwere Veränderungen von Zinssätzen und Wechselkursen vermieden werden sollen. Insbesondere braucht sie Hilfe durch eben jene Maßnahmen, die in der Vergangenheit so unzulänglich waren, nämlich die Fiskalpolitik und strukturelle Reformen.

Die Fiskalpolitik sollte allgemein gestrafft werden, und zwar in den Industrieländern ebenso wie in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Das wird auch dazu beitragen, wieder Spielraum für die Zukunft zu schaffen. Besonders groß ist die Notwendigkeit fiskalpolitischer Zurückhaltung in den USA sowie in den anderen Ländern, die hohe Haushalts- ebenso wie Leistungsbilanzdefizite verzeichnen. Eine glaubwürdige mittelfristige Strategie der Haushaltsdisziplin in den Defizitländern würde zudem den ausländischen Gläubigern versichern, dass ihre längerfristigen Interessen gewahrt sind.

Indirekt wäre sie außerdem eine willkommene Unterstützung für eine geordnete Anpassung des US-Dollars.

Angesichts der Größe der Ungleichgewichte im Welthandel erscheinen strukturelle Veränderungen, die den Ressourcentransfer zwischen dem Sektor der handelbaren und dem Sektor der nicht handelbaren Güter fördern, sehr wünschenswert. Sie würden auch dazu beitragen, die Notwendigkeit großer Veränderungen der nominalen Wechselkurse zu verringern, die schwerwiegende Folgen haben könnten. Den Sektor handelbarer Güter in den USA wieder zu beleben wird eine Herausforderung darstellen, denn bei einigen Produkten ist die Industrie stark geschrumpft. Allerdings ist angesichts der berühmten Flexibilität der US-Wirtschaft Optimismus gerechtfertigt. Außerdem könnte ein Abbau der derzeitigen Steuervergünstigungen den Markt für Wohnimmobilien abkühlen, die ein typisches nicht handelbares Gut darstellen. Des Weiteren könnte eine Verbrauchsteuer helfen, die Sparquote der privaten Haushalte zu erhöhen, die im Zentrum des US-Leistungsbilanzdefizits steht. In anderen Ländern müssen Maßnahmen ergriffen werden, um Konsum und Produktion nicht handelbarer Güter zu fördern. In vielen Ländern – vor allem in China, aber auch in Deutschland und Japan – liegt immer noch ein zu großes Gewicht auf exportinduziertem Wachstum. Staatliche Regelungen und andere Anreize, die in diese Richtung zielen, müssen überdacht werden, zumal es angesichts der raschen demografischen Alterung in allen drei Ländern umso wichtiger ist, die Produktivität im inländischen Dienstleistungssektor zu steigern.

Der angemessene Pfad für die weltweite Geldpolitik geht in der jetzigen Situation ebenfalls in Richtung einer Straffung, ob nun ein steigender Inflationsdruck auf kurze oder die Bedrohung eines nachhaltigen Wachstums durch Ungleichgewichte auf längere Sicht größere Besorgnis hervorruft. Allerdings ist der von diesen beiden Risikoquellen ausgehende Druck je nach Land unterschiedlich. In Kontinentaleuropa beispielsweise sind die Überkapazitäten immer noch höher und die finanziellen Ungleichgewichte weniger ausgeprägt als in den USA und einer Reihe von Industrieländern mit Inflationsziel, in denen die größere Straffung entsprechend gerechtfertigt erscheint. Die jeweilige außenwirtschaftliche Position der betreffenden Volkswirtschaften untermauert diese Einschätzung. In Ländern mit Leistungsbilanzdefizit müssen die Inlandsausgaben reduziert werden, und höhere Zinssätze sind ein möglicher Weg dorthin.

Diese generelle Empfehlung auszusprechen fällt nicht schwer; den Pfad der Straffung im Einzelnen festzulegen ist eine andere Sache. Welche Inflationsmessgröße für die Beurteilung der Inflationstrends benutzt werden sollte, ist dabei eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit, und die Meinungen hierüber gehen stark auseinander. Den Kern des Problems in den Industrieländern bildet eine erhebliche und dauerhafte Verschiebung bei den relativen Preisen: Die Preise für Wohnimmobilien und Energie steigen rasant, während sich die Preise von Industriegütern wesentlich gedämpfter entwickeln. Sollte die Geldpolitik davon ausgehen, dass die – derzeit höhere – unbereinigte Inflationsrate im Laufe der Zeit gegen die Kerninflationsrate strebt, oder wird es umgekehrt sein? Die aufstrebenden Volkswirtschaften stehen ähnlichen

Problemen gegenüber, die in diesem Fall noch durch die relative Bedeutung einer anderen volatilen Komponente verschärft werden, nämlich der Nahrungsmittel. In einem solchen Umfeld lässt sich vielleicht nur der Schluss ziehen, dass sich die Geldpolitik noch stärker auf die längerfristigen Inflationstrends konzentrieren sollte, statt lediglich kürzerfristige quantitative Ziele im Auge zu behalten.

Eine weitere Komplikation ist, dass sich auch die Eckpfeiler verschieben, anhand deren die Zentralbanken ihre Leitzinsen festlegen. Mit der fortschreitenden Globalisierung dürften Indikatoren für die weltweiten Kapazitätsreserven eine immer nützlichere Ergänzung zu den traditionelleren inländischen Messgrößen für den Inflationsdruck darstellen. Gleichzeitig erfordert die zunehmende Besorgnis hinsichtlich der Auswirkungen finanzieller Ungleichgewichte auf Wachstum und Inflation, dass solchen Messgrößen vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt wird. Überdies wird immer mehr anerkannt, dass volkswirtschaftliche Prozesse durchaus auch nicht linear verlaufen könnten: Träge Inflationserwartungen könnten in Bewegung geraten, scheinbar harmlose Ungleichgewichte könnten plötzlich zu einer Verkaufswelle an den Finanzmärkten führen und so weiter. In einer stärker globalisierten Welt spielen außerdem auch andernorts getroffene Entscheidungen eine größere Rolle. Sollte es an allen wichtigen Finanzplätzen gleichzeitig zu einer beträchtlichen Straffung kommen, so könnte dies einen disinflationären Schub auslösen, der viel größer wäre als die Summe seiner Teile. Obwohl eine Verschärfung der Geldpolitik beinahe überall wünschenswert erscheint, muss sie daher behutsam und maßvoll erfolgen.

Die Durchführung der Geldpolitik in den meisten Ländern wird zu einem gewissen Grad auch durch das Problem der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und dessen letztliche Auswirkungen auf die Wechselkurse beeinflusst. Immer wieder wurde die Befürchtung geäußert, dass dieser Prozess außer Kontrolle geraten könnte, vor allem an den wichtigsten Devisenmärkten, wo der Großteil des Handels stattfindet. Eine solche Entwicklung würde weniger wahrscheinlich, wenn die Last der Währungsaufwertung entsprechend der Höhe der Leistungsbilanzüberschüsse auf viele Länder verteilt wäre. Dies bedeutet insbesondere, dass die asiatischen Währungen weiter aufwerten müssen. Zum Glück gibt es einige Anzeichen dafür, dass die asiatischen Zentralbanken diese Einschätzung teilen; nicht zuletzt haben viele von ihnen ihre Interventionen an den Devisenmärkten verringert. China bleibt allerdings eine wichtige Ausnahme und hat seine Reserven im Laufe des Jahres 2005 um weitere \$ 200 Mrd. erhöht. Hier wie auch in anderen asiatischen Ländern dürfte eine größere Wechselkursflexibilität auch den Spielraum für eine geldpolitische Straffung erweitern. Angesichts allgemeiner Bedenken wegen einer Überhitzung der Binnenwirtschaft – und im Falle Chinas Besorgnis wegen Fehlallokationen von Investitionen – wäre dies sehr willkommen.

Betrachtet man alle ergriffenen oder auch nur glaubhaft zugesagten Maßnahmen, so kann man sicherlich nicht behaupten, dass die mit außenwirtschaftlichen Anpassungen verbundenen Risiken wirksam eliminiert worden seien. Viele der wichtigsten Akteure konzentrieren sich immer noch beinahe

ausschließlich auf ihre binnenwirtschaftlichen Prioritäten – wirtschaftlicher oder politischer Art –, und das Ergebnis ist, dass sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte den Erwartungen nach weiter vergrößern dürften. Vor diesem Hintergrund gilt es eine kooperative Lösung zu finden, bei der sich die wichtigsten Länder darauf einigen, dass jedes von ihnen binnenwirtschaftliche Kompromisse eingeht, um dem allgemeinen Interesse zu dienen. Die meisten dazu erforderlichen Maßnahmen liegen auf der Hand und wurden oben bereits angesprochen.

Das wirkliche Problem liegt in der Umsetzung. Zunächst müssen alle wichtigen Akteure einsehen, dass die Kosten des Nichthandelns letztlich weit größer sein dürften als die Kosten einer kooperativen Lösung. Ein wesentlich schwächerer Dollar könnte die Inflation in den USA erhöhen, die finanzielle Verfassung und die Wachstumsaussichten der europäischen und asiatischen Gläubiger gefährden und – bereits jetzt unerwünschte – protektionistische Tendenzen weltweit verstärken. Das Bewusstsein um diese möglichen Kosten dürfte eine größere Kooperationsbereitschaft fördern, die mit etwas Glück ausreichen könnte, um uns um die zu erwartenden Fallstricke herum zu führen.

### Was tun, wenn die Risiken zu Problemen werden?

Es lässt sich unmöglich vorhersagen, wo und wann die mit den derzeitigen Ungleichgewichten verbundenen potenziellen Probleme tatsächlich auftreten könnten. Wie oben beschrieben, scheint es jedoch zwei plausible Krisenszenarien zu geben. Das erste Szenario wäre ein abrupter Schock, der zu Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten führt. Das zweite wäre eine langwierige globale Wachstumsschwäche während des allmählichen Abbaus der Ungleichgewichte. In der Realität könnten diese Szenarien auch kombiniert auftreten.

Beim ersten Krisenszenario könnte ein einzelnes Ereignis Turbulenzen an den Finanzmärkten hervorrufen. Welche Vorkehrungen könnten für diesen Fall getroffen werden? Ein wichtiger Schritt müsste darin bestehen, eine funktionierende Kommunikation zwischen den wichtigsten Finanzinstituten, ihren Aufsichtsinstanzen, der Zentralbank und den Betreibern kritischer Bereiche der Finanzinfrastruktur im Inland zu gewährleisten. Eine solche offene Kommunikation wäre auch auf internationaler Ebene notwendig. Die aktuellen Diskussionen zwischen den Aufsichtsinstanzen verschiedener Länder über die jeweiligen Aufgaben des Herkunfts- bzw. Aufnahmelandes arbeiten in diese Richtung, und das gilt auch für verschiedene Vereinbarungen über Zuständigkeiten und Abläufe. In einer Reihe europäischer Foren wurden in internationalen „Kriegsspielen“ bereits Szenarien auf der Basis bestimmter Störereignisse simuliert, die eine Reaktion des öffentlichen Sektors erfordern. Daraus wurden nützliche Lehren gezogen. Auf globaler Ebene hat das Forum für Finanzstabilität, das regelmäßig Vertreter von Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen und Finanzbehörden vieler wichtiger Volkswirtschaften sowie Vertreter von internationalen Finanzorganisationen und speziellen Ausschüssen an einen Tisch bringt, bereits einen wichtigen Beitrag zur Krisen-

prävention geleistet. Vermutlich könnte es auch beim Krisenmanagement und bei der Krisenbewältigung eine nützliche Rolle spielen.

Es sind jedoch noch viele Verbesserungen möglich und wünschenswert. Die gesetzlichen Regelungen in den einzelnen Ländern, die einer internationalen Weitergabe zeitlich kritischer Informationen im Wege stehen, behindern das Krisenmanagement nach wie vor sehr. Noch gravierender ist vielleicht, dass es keine Vereinbarung über eine internationale Lastenverteilung im Ernstfall gibt. Die Kosten könnten letztlich beträchtlich sein, unabhängig davon, ob es dann konkret um Einlagensicherung, sofortigen Liquiditätsbeistand oder die Sanierung einer international tätigen Bank geht. Wird nicht im Voraus eine Einigung über die Verteilung dieser Kosten erzielt, könnte ein wirksames Krisenmanagement leicht dadurch behindert werden, dass die Behörden der einzelnen Länder im Sinne ihrer vermeintlichen nationalen Interessen handeln.

Im Prinzip könnte auch bereits im Voraus untersucht werden, inwieweit der Finanzsektor auf solche Probleme vorbereitet ist. Fast in allen Finanzinstituten werden heute Stresstests durchgeführt, und das ist sehr zu begrüßen. Allerdings basieren Stresstests auf vereinfachenden Annahmen, die die Komplexität realer Ereignisse natürlich nicht gänzlich abbilden können. Dies sollten die Institute berücksichtigen, wenn sie sich auf etwaige künftige Schwierigkeiten vorbereiten und die Angemessenheit ihres Eigenkapitals zu gewährleisten suchen. Vor allem sollten sie in ihre Überlegungen einbeziehen, welche Folgen es für die Marktdynamik haben kann, wenn andere Institute – möglicherweise sogar dem Rat der Aufsichtsinstanzen folgend – auf dieselbe Weise auf einen bestimmten Schock reagieren, und sie sollten sich entsprechend vorbereiten. Auch die Aufsichtsinstanzen sollten vielleicht über diese Möglichkeit nachdenken. Auf alle Fälle sollten Geschäftsparteien und Aufsichtsinstanzen vermehrt über die Ergebnisse von durchgeführten Tests informiert werden.

Vorkehrungen zu treffen, bevor Probleme entstehen, würde die Vielzahl anderer Maßnahmen ergänzen, die im Laufe der Jahre ergriffen worden sind, um die grundsätzliche Verfassung der Finanzinstitute, der Märkte sowie der Zahlungs- und Abwicklungssysteme zu verbessern. Nähere Betrachtung verdient der neuere Vorschlag, für den Notfall „Vorratsbanken“ bereitzustellen. Hierbei würde eine juristische Person errichtet, die innerhalb kürzester Zeit die wichtigsten Aufgaben eines geschlossenen Finanzinstituts übernehmen und so die Folgeeffekte der Schließung abmildern könnte. Dies wäre eine weitere Möglichkeit, einer übermäßigen Nachsicht der Aufsichtsinstanzen vorzubeugen, die in der Vergangenheit oftmals ein Problem war.

Was kann mitten in einer Krise getan werden? Traditionell würden die betroffenen Institute Liquiditätsspritzen erhalten. In einer sich rasch wandelnden Welt wirft dies jedoch einige Fragen auf. Wer z.B. sollte in einem stärker marktorientierten Finanzsystem Unterstützung bekommen: nur inländische Banken oder auch ausländische Banken, regulierte Finanzinstitute, Zweckgesellschaften, die forderungsunterlegte Wertpapiere emittieren, oder noch andere? Eine weitere Frage stellt sich hinsichtlich der angemessenen Sicherheiten, insbesondere in Bezug auf die Zulässigkeit ausländischer Sicherheiten

und die Möglichkeit, dass der Wert der Sicherheiten in einer Krise stark beeinträchtigt sein könnte. Eine dritte Frage ist, ob bereits im Voraus vereinbart werden sollte, unter welchen Umständen Liquiditätshilfe gewährt wird. Wurde vor nicht allzu langer Zeit noch allgemein eine „konstruktive Vieldeutigkeit“ gefordert, um Moral Hazard vorzubeugen, so ist in Zentralbankkreisen heute immer mehr von „konstruktiver Klarheit“ die Rede. Dies läuft darauf hinaus, dass die Banken ermutigt werden sollen, selbst alle sinnvollen Schritte zur Wahrung ihrer Solidität zu ergreifen, wenn sie zum Kreis derjenigen gehören möchten, die im Extremfall Hilfe erhalten könnten.

In einer stärker marktorientierten Welt ist es in der Tat wahrscheinlicher, dass bei jeglichen schwerwiegenden finanziellen Störereignissen eine generelle Liquiditätszufuhr und niedrigere Zinssätze die geldpolitischen Mittel der Wahl wären. Dies haben wir in der jüngsten Vergangenheit schon einige Male gesehen. Eine Komplikation könnte darin bestehen, dass die Entwicklung in den einzelnen Ländern divergiert und es deshalb zu unerwünschten Wechselkursbewegungen kommt. Eine bessere Kommunikation unter den Zentralbanken hinsichtlich der möglichen Reaktionen auf Schocks dürfte hier zum Teil Abhilfe schaffen. Weitere Probleme können entstehen, wenn die Zinssätze für eine längere Zeit niedrig gehalten werden, d.h. auch dann noch, wenn die Märkte bereits wieder im üblichen Rahmen funktionieren. Diese Probleme lassen sich besser im Zusammenhang mit dem zweiten Krisenszenario behandeln. Dieses bezieht sich auf eine möglicherweise langwierige globale Wachstumsschwäche, die eventuell, aber nicht notwendigerweise, mit schweren Anspannungen im Finanzsystem einhergeht.

Wie sollte die Geldpolitik reagieren, falls störende Einflüsse die Wachstumsaussichten bedrohen? Eine langfristige Analyse zeigt vier Faktoren auf, deren Zusammenwirken fatale Folgen haben kann. Erstens können die Realzinsen zu hoch bleiben, um die Wirtschaft wieder zu beleben, und das gilt umso mehr, wenn die Nominalzinsen an die Nullzinsgrenze stoßen und die Preise rückläufig sind. Zweitens können die Reallöhne steigen und die Gewinne sinken. Dies wird wiederum dann wahrscheinlicher, wenn die Nominallöhne nach unten rigide sind und die Preise fallen. Drittens kann eine hohe Verschuldung eine schwere Schuldendienstlast mit sich bringen, die die Ausgaben beeinträchtigt. Viertens kann eine realwirtschaftliche Schwäche Konsequenzen für das Finanzsystem haben, was wiederum zu Kreditbeschränkungen führt und die Abwärtsdynamik bei den Ausgaben noch verstärkt. Hier stellt sich die Frage, wie die Geldpolitik dazu beitragen kann, die einzelnen Faktoren auszuschalten, wobei jede Maßnahme sowohl Vor- als auch Nachteile mit sich bringen wird.

Bei einem potenziellen künftigen Abschwung dürfte es völlig natürlich erscheinen, dass die Zinsen gesenkt werden, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln. Angesichts der hohen Verschuldung, die bei früheren geldpolitischen Lockerungen aufgebaut wurde, funktioniert dies jedoch möglicherweise nicht reibungslos. In Japan reichte in den 1990er Jahren eine beispiellose geld- und fiskalpolitische Lockerung nicht aus, um eine konjunkturelle Wende herbeizuführen. In den USA fand nach 2001 eine ähnlich außergewöhnliche Lockerung statt; dennoch war der darauffolgende Aufschwung

einer der schwächsten seit dem Zweiten Weltkrieg, insbesondere in Bezug auf Anlageinvestitionen und Beschäftigung.

Es darf zudem nicht vergessen werden, dass sehr niedrige Nominalzinssätze auch erhebliche negative Nebenwirkungen haben können, nicht zuletzt auf das gesamtwirtschaftliche Angebot. Nach einer Phase übermäßiger Ausgaben können, wie dies in Japan geschah, niedrige Kreditkosten es extrem angeschlagenen Unternehmen ermöglichen, Kredite zu verlängern und so ihren Fortbestand zu sichern – zum Nachteil der solideren Unternehmen. Niedrige Nominalzinssätze bieten auch große Anreize für Fusionen und Übernahmen, wenngleich die Erfahrung zeigt, dass dadurch meist mehr Wert vernichtet als geschaffen wird. Darüber hinaus stellen niedrige Zinsen einen Transfer von den Gläubigern zu den Schuldnern dar, was mit der Zeit die Ersparnis und die Kapitalbildung drückt und letztlich einen höheren Lebensstandard gefährdet. Die negativen Nebenwirkungen niedriger Zinssätze auf die Finanzmärkte müssen ebenfalls berücksichtigt werden. Das Streben nach Rendite kann zu schwerwiegenden Verzerrungen führen und schafft ein Potenzial für künftige Instabilität, denn die Anleger erwerben inhärent risikoreichere Vermögenswerte und verschulden sich dabei höher. Ferner ist es nicht leicht, diesen Kurs schließlich wieder zu ändern. Diese Schwierigkeiten erleben wir gerade, und beim nächsten Mal werden sie noch größer sein, wenn die Verschuldung weiter zunimmt.

Solche Überlegungen bedeuten, dass – sollte es zu einer langwierigen globalen Wachstumsschwäche kommen – eine geld- und fiskalpolitische Lockerung durch andere, eher strukturell ausgerichtete Maßnahmen ergänzt werden sollte. Da eine stabile Unternehmensrentabilität eine notwendige Voraussetzung für die Wiederbelebung der Investitionsausgaben ist, sind Maßnahmen zur Beschränkung der Lohnzuwächse und zur Steigerung der Produktivität nicht ohne Reiz. Doch auch sie haben ihre Nachteile. Erstens ist – wie bei der geldpolitischen Lockerung – nicht sicher, dass sie funktionieren. In Japan war das Lohnwachstum jahrelang sehr begrenzt, aber die Investitionen zeigten bis vor recht kurzer Zeit keinerlei Anzeichen einer Erholung. Zweitens bedeuten niedrigere Löhne und weniger Beschäftigte anfangs eine geringere gesamtwirtschaftliche Lohnsumme und damit niedrigere Einkommen und Ausgaben der privaten Haushalte. In Japan begrenzte ein starker Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte diesen Ausgabeneffekt. Bei einem künftigen Abschwung in Ländern, wo die Sparquote bereits sehr niedrig ist, wie derzeit in den USA, dürfte dies weniger wahrscheinlich sein.

Den Schuldenüberhang direkt zu bekämpfen kann ebenfalls dazu beitragen, längerfristige Probleme zu vermeiden. Der Trend zur Verbriefung von Schulden und die neuen Instrumente zur Übertragung von Kreditrisiken könnten nämlich bereits jetzt zur Folge haben, dass die Häufigkeit von Unternehmenskonkursen – im Vergleich zu kontrollierten Abwicklungen durch wohlwollende Banken – steigt. Es hat viele Vorteile, wenn schon früh festgestellt wird, dass ein Schuldner praktisch insolvent ist, und beizeiten eine Lösung gesucht wird. So kann viel Unsicherheit aus dem System genommen werden. Vorkehrungen, mit deren Hilfe der Wert der verbleibenden Vermögenswerte maximiert wird, sind selbstverständlich ebenfalls zu empfehlen.

Könnte dabei gleichzeitig Produktionskapazität aus Industriezweigen entfernt werden, in denen die Unternehmensgewinne auf ein sehr niedriges Niveau gedrückt worden sind, würde auch dies dazu beitragen, zuvor aufgebaute angebotsseitige Ungleichgewichte zu beheben.

Ebenso wie die anderen soeben erörterten Maßnahmen hat auch der explizite Schuldenabbau seine Nachteile. Der erste und offensichtlichste ist Moral Hazard, wengleich die Konkursgesetzgebung dem in gewisser Weise entgegenwirken kann. Die zweite Schwierigkeit besteht darin, dass frühzeitige, explizite Eingeständnisse, dass Schulden nicht bedient werden können, die Solidität des Bankensystems beeinträchtigen könnten. In den Industrieländern dürfte dies in der jetzigen Lage kein so großes Problem sein, da die Schulden in hohem Maße verbrieft sind. Immobilienkredite und Kredite an private Haushalte könnten letztlich dennoch zu Störungen führen. Ferner könnten in den Bankensystemen aufstrebender Volkswirtschaften verbreitete Schuldennachlässe oder Konkursverfahren die Solvenz einzelner Institute und womöglich sogar das System als Ganzes bedrohen.

Diese Herausforderung bietet jedoch auch eine Chance. Wenn die Verluste vom Bankensystem getragen und auch explizit als Verluste ausgewiesen werden, sind damit die Nebenwirkungen vorangegangener Übersteigerungen konsolidiert und können leichter bewältigt werden. Insbesondere kann die Eigenkapitalausstattung des Bankensystems wieder gestärkt werden, und es können Maßnahmen ergriffen werden, um sicherzustellen, dass die Banken in Zukunft rentabel wirtschaften. Ein auf diese Weise saniertes System könnte dann bei der Finanzierung einer neuerlichen Expansion seine Aufgaben vollumfänglich wahrnehmen. Die Erfahrung der nordischen Länder, die Ende der 1980er Jahre mit solchen Problemen konfrontiert waren, zeigt, was möglich ist, wenn der notwendige politische Wille vorhanden ist.

### Lassen sich ähnliche Risiken in Zukunft vermeiden?

Niemand würde heutzutage die beträchtlichen wirtschaftlichen Vorteile infrage stellen, die mit der Rückführung der Inflation gegenüber den hohen Niveaus der 1970er Jahre verbunden sind. Mit der Zeit gerät jedoch allzu leicht in Vergessenheit, wie schwierig diese Aufgabe damals zu sein schien. In den 1960er und 1970er Jahren herrschte generell die Auffassung, dass eine Verringerung der Inflation hohe und langwierige Kosten in Form von Arbeitslosigkeit mit sich bringen und dies die Vorteile bei Weitem überwiegen würde. Dies war aber ein Irrtum. Spätere analytische Erkenntnisse haben gezeigt, welche wichtige Rolle die Inflationserwartungen spielen und wie eine glaubwürdige Geldpolitik diese zurückführen und niedrig halten kann, und zwar zu erheblich geringeren Kosten als zunächst vermutet. Die allgemein ausgezeichnete Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern in den letzten 20–30 Jahren bestätigt, wie klug diejenigen waren, die sich dazu entschlossen, diese Erkenntnis auf die Probe zu stellen.

Es würde jedoch allen Erfahrungen der Vergangenheit widersprechen, wollte man behaupten, dass ein Klima niedriger Inflation ausreicht, um sämtlichen makroökonomischen Problemen zuvorzukommen. In den letzten Jahr-

zehnten haben wir – zum Teil im Zusammenhang mit der Beseitigung von Beschränkungen in zuvor streng regulierten Finanzsystemen – alle möglichen Störfälle erlebt. Beispiele sind die Finanzkrise in Mexiko 1994, die Asien-Krise 1997, das russische Schuldenmoratorium und die Ereignisse rund um den Zusammenbruch von LTCM 1998 sowie der Börsencrash 2001. Bei keinem dieser Ereignisse hatte es zuvor eine nennenswerte sichtbare Inflation gegeben. Blickt man weiter zurück, so war weder in den USA in den 1920er noch in Japan in den 1980er Jahren ein starker Inflationsdruck erkennbar. Niedrige Inflationsraten sind zwar höchst wünschenswert, aber offensichtlich nicht immer ausreichend, um gute gesamtwirtschaftliche Ergebnisse zu garantieren.

In ähnlicher Weise bestätigt die jüngste Erfahrung auch, dass es nicht zu schwerwiegenden gesamtwirtschaftlichen Problemen kommen muss, wenn die Preise fallen. Ausschlaggebend ist, aus welchem Grund die Preise sinken. Durch Produktivitätssteigerungen und weltweiten Wettbewerb in den letzten Jahren ist der Preissetzungsspielraum der Unternehmen geringer geworden, aber ihre Gewinnspannen haben sich dennoch ausgeweitet. Dies steht im Einklang mit längerfristigen historischen Untersuchungen, die zeigen, dass in vielen Perioden Deflation und rasches Wirtschaftswachstum ohne Weiteres nebeneinander bestanden. Diese Studien zeigen auch, dass die traumatische Erfahrung der „Great Depression“ in den USA effektiv eine einmalige Episode war.

Aus all diesen Überlegungen ergibt sich, dass der derzeitige konventionelle Ansatz, Preisstabilität anzustreben, möglicherweise verbesserungsbedürftig ist. Es besteht das Risiko, dass die Leitzinsen angesichts stabiler Inflationsprognosen für den von den Zentralbanken üblicherweise betrachteten 1- bis 2-Jahres-Horizont auf einem im Verhältnis zu den erwarteten Kapitalrenditen sehr niedrigen Niveau gehalten werden. Positive Schocks auf der Angebotsseite vergrößern diese Gefahr noch, indem sie sowohl die Inflation niedrig halten als auch den Optimismus der Wirtschaftsakteure stärken. Dies wiederum dürfte die Unternehmen veranlassen, ihre Kreditaufnahme zu steigern, um Finanzvermögenswerte zu erwerben und in den Kapitalstock und Rohstoffe zu investieren. Entsprechend könnten tiefe Leitzinsen und damit niedrige Kosten für die Kreditaufnahme einen Anreiz für die Verbraucher darstellen, geplante Käufe vorzuziehen, darunter den Erwerb von Wohneigentum und langlebigen Konsumgütern. Die Auswirkungen einer solchen Dynamik auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und die Schaffung neuer Arbeitsplätze könnten natürlich grundsätzlich als sehr willkommen eingeschätzt werden. Ab einem gewissen Punkt lauert jedoch Gefahr, denn steigende Vermögenspreise fördern zum einen die Spekulation und liefern zum anderen die Sicherheiten für die damit verbundene Kreditaufnahme. In sämtlichen weiter oben erwähnten Boom-Bust-Episoden spielte diese Dynamik eine sehr wichtige Rolle.

Um dem Rechnung zu tragen, muss der keynesianische Analyserahmen, der in den meisten Zentralbanken nach wie vor ein wichtiges Werkzeug darstellt, angepasst werden. Für die Festlegung der Zinssätze ist heute eine viel breitere Palette von Indikatoren nötig, darunter insbesondere Indikatoren für binnen- und außenwirtschaftliche finanzielle Ungleichgewichte. Über längere

Zeithorizonte betrachtet können solche Ungleichgewichte eine noch größere und gefährlichere Bedrohung für die Preisstabilität darstellen als ein kürzerfristiger und konventionellerer „Inflationsdruck“, wie er etwa von Produktionslücken ausgeht. Das bedeutet, dass wir den Horizont verlängern sollten, über den wir den Erfolg der Geldpolitik im Hinblick auf die Preisstabilität beurteilen, um ihre gesamte Wirkung erkennen zu können. In manchen Situationen mag eine Anhebung der Zinssätze die Inflation vorübergehend unter das gewünschte Niveau drücken, doch dürfte dies immer noch einem Boom-Bust-Szenario vorzuziehen sein, bei dem die Unterschreitungen des Inflationsziels letztlich größer und dauerhafter sind. Vielleicht besteht auch die Möglichkeit, dieses Dilemma mithilfe anderer – eher regulatorischer – Instrumente zu verringern, um dazu beizutragen, dass so große kreditfinanzierte Ungleichgewichte erst gar nicht entstehen. Solche Vorschläge würden jedoch einen Wandel sowohl in der Aufsichtskultur als auch in der Beziehung zwischen Zentralbanken und anderen öffentlichen Stellen erfordern.





# Inhalt

<b>Organisation, Führungsstruktur und Tätigkeit</b> .....	177
Organisation und Führungsstruktur der Bank .....	177
<i>Die Bank, ihr Management und ihre Aktionäre</i> .....	177
<i>Organigramm der BIZ per 31. März 2006</i> .....	179
Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und	
Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ 2005/06 .....	179
<i>Regelmäßige Beratungen über Währungs- und Finanzfragen</i> .....	179
<i>Weitere von der BIZ geförderte Bereiche der Zusammenarbeit unter</i>	
<i>Zentralbanken</i> .....	181
<i>Repräsentanzen</i> .....	186
<i>Institut für Finanzstabilität</i> .....	188
Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse .....	189
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i> .....	189
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem</i> .....	191
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	192
<i>Märkteausschuss</i> .....	193
<i>Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung</i> .....	194
Beiträge der BIZ zu einer umfassenderen internationalen Zusammenarbeit	
im Finanzbereich .....	194
<i>Zehnergruppe (G10)</i> .....	194
<i>Forum für Finanzstabilität</i> .....	195
<i>Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden</i> .....	196
<i>Internationale Vereinigung der Einlagensicherungen</i> .....	198
Finanzdienstleistungen der Bank .....	199
<i>Bankdienstleistungen</i> .....	199
<i>Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2005/06</i> .....	200
<i>Grafik: Kundeneinlagen nach Produkt</i> .....	200
<i>Die Bank als Agent und Treuhänder</i> .....	201
Institutionelles und Administratives .....	202
<i>Veränderungen der Führungsstruktur der BIZ</i> .....	202
<i>Verwaltung der Bank</i> .....	202
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	205
<i>Reingewinn</i> .....	205
<i>Überprüfung der Dividendenpolitik</i> .....	206
<i>Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns</i> .....	206
<i>Bericht der Buchprüfer</i> .....	207
<b>Verwaltungsrat und oberste Führungsebene</b> .....	208
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der obersten Führungsebene .....	209
<b>Mitgliedszentralbanken der BIZ</b> .....	211

<b>Jahresabschluss</b> .....	213
Bilanz .....	214
Gewinn- und Verlustrechnung .....	215
Mittelflussrechnung .....	216
Vorgeschlagene Gewinnverwendung .....	217
Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank .....	217
Veränderungen des Eigenkapitals der Bank .....	218
Anmerkungen zum Jahresabschluss .....	219
<b>Bericht der Buchprüfer</b> .....	245
<b>5-Jahres-Überblick</b> .....	246

# 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 554 Personen aus 49 Ländern beschäftigt.

Die BIZ erfüllt ihre Aufgaben als:

- Forum, das den Austausch unter Zentralbanken fördert und ihre gemeinsame Entscheidungsfindung erleichtert sowie den Dialog mit anderen Gremien unterstützt, die Verantwortung für Finanzstabilität tragen
- Zentrum für Währungs- und Wirtschaftsforschung
- Erste Adresse für 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 sind im Laufe der letzten 40 Jahre von den Präsidenten der G10-Zentralbanken eingesetzt worden 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.

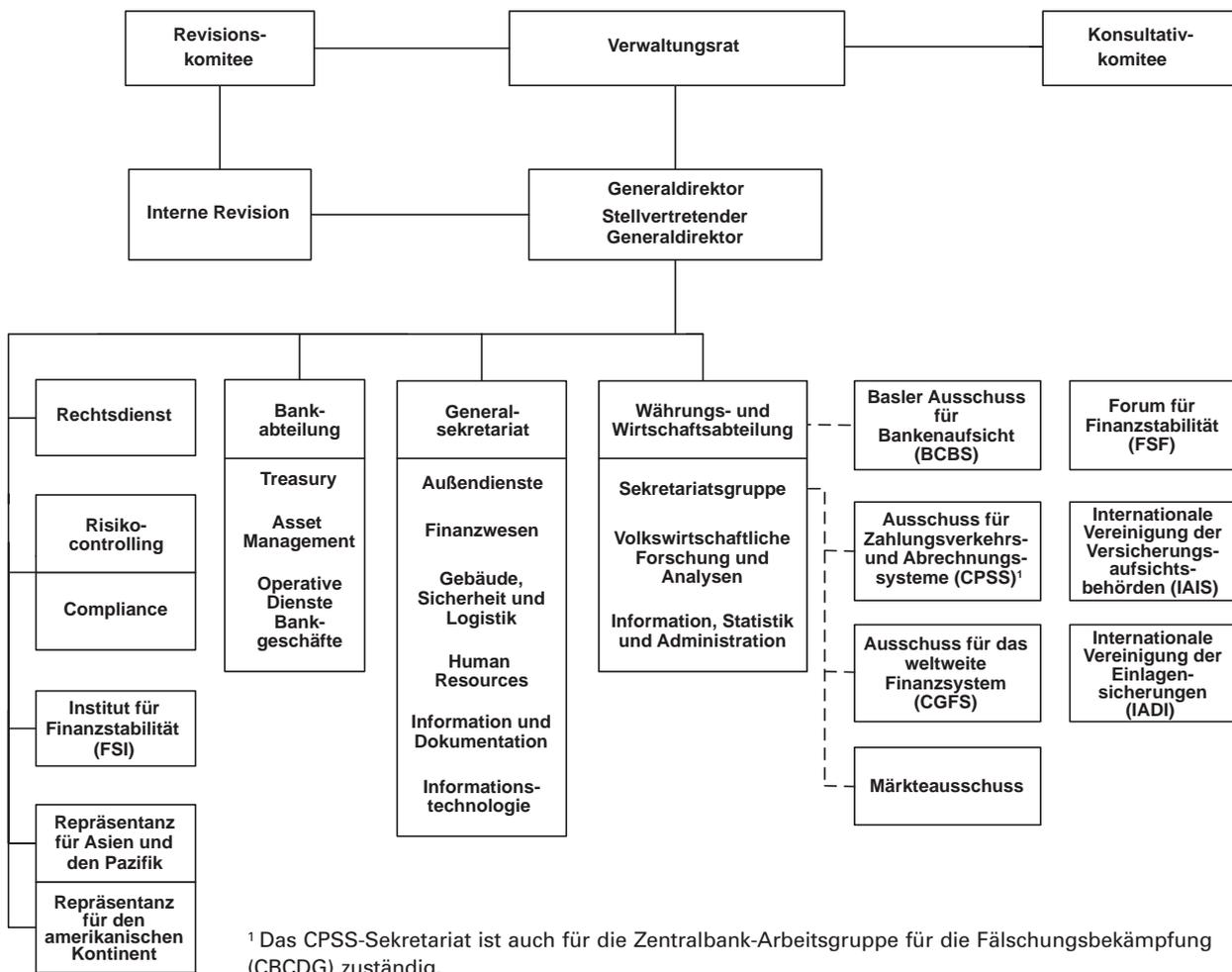
Die drei wichtigsten Führungs- und Verwaltungsgremien der Bank sind:

- Die Generalversammlung der Mitgliedszentralbanken. 55 Zentralbanken oder Währungsbehörden sind derzeit bei der Generalversammlung stimm- und teilnahmeberechtigt. Die ordentliche Generalversammlung findet alljährlich innerhalb von vier Monaten nach dem 31. März, dem Ende des Geschäftsjahres der Bank, statt. 2005 waren 110 Zentralbanken vertreten, davon 84 durch ihren Präsidenten. Zudem nahmen Delegierte von 21 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 sowie anderen vom Verwaltungsrat ernannten Beamten gleichen Ranges zusammensetzt. Die Geschäftsleitung berät den Generaldirektor in allen wichtigen Fragen, die die Bank als Ganzes betreffen

Bei einer außerordentlichen Generalversammlung im Rahmen der ordentlichen Generalversammlung der Bank im Jahr 2005 wurde beschlossen, die Führungsstruktur der Bank zu vereinfachen und die Statuten der BIZ entsprechend abzuändern. Im Jahr davor hatte die Bank eine Überprüfung mit dem Ziel vorgenommen, die Transparenz ihrer Geschäfte und ihrer Struktur zu erhöhen. So wurde per 27. Juni 2005 das Amt des BIZ-Präsidenten abgeschafft. Seit 1948 waren die Funktionen des Vorsitzenden des Verwaltungsrats und des Präsidenten der BIZ jeweils von derselben Person wahrgenommen worden. Im Rahmen der Überprüfung wurde auch der Aufgabenbereich des beratenden Ausschusses abgesteckt, der den Generaldirektor bei seiner Arbeit unterstützt, und für den Verwaltungsrat und mehrere operative Ausschüsse wurden Satzungen aufgestellt.

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 2006



### Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanz- und Währungsbereich: direkte Beiträge der BIZ 2005/06

Anfang 2006 gab die BIZ ihre Absicht bekannt, die Beziehungen zu ihren strategischen Partnern in Asien zu vertiefen, nachdem sie ihre Mitgliedszentralbanken in der Region ausführlich zu diesem Vorhaben konsultiert hatte. Vorgesehen sind ein 3-jähriges Forschungsprogramm zu Währungs- und Finanzfragen in der Asien-Pazifik-Region, die Ausweitung der Arbeit des Instituts für Finanzstabilität (FSI) in der Region sowie eine Erweiterung der von der BIZ-Repräsentanz in der SVR Hongkong erbrachten Bankdienstleistungen.

#### *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 die aktuellen Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich wie auch 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 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 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 Organisationen beteiligt sind, werden die betreffenden Zentralbankpräsidenten in einem regelmäßigen sogenannten Review Meeting for Governors über die Aktivitäten dieser Gremien informiert. Gelegentlich werden bei dieser Sitzung auch Themen von unmittelbarer Bedeutung für diese Gruppe von Zentralbanken behandelt. Im Geschäftsjahr 2005/06 waren dies:

- Jüngste Entwicklungen am Ölmarkt
- Fragen rund um die Devisenmärkte
- Basel II und Aspekte der Herkunfts- und Aufnahmelandaufsicht
- Die revidierten *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*
- Finanzierung von Wohneigentum
- Verhältnis zwischen Zentralbank und Regierung

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

- Zentralbanken und Finanzstabilität: Ziele, Instrumente und Verantwortlichkeit
- Auswirkungen der Globalisierung auf Lohn- und Preisbildung. Was hat sich verändert, und inwiefern ist das relevant?
- Kreditmärkte, komplexe Finanzprodukte und Risikomanagement
- Fragen und Aussichten in Bezug auf den WKM II und den Beitritt zum Euro-Raum
- Messung der Inflation für die Zwecke der Geldpolitik

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.

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 2005 um die Entwicklung des Inflationsprozesses 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 Fortschritte in den Bankensystemen der aufstrebenden Volkswirtschaften 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](http://www.bis.org)) veröffentlicht.

Entsprechend den Aufgaben der Bank konzentriert sich die Forschungsarbeit langfristig auf Fragen der Währungs- und Finanzstabilität. Einige Themenbeispiele aus dem vergangenen Geschäftsjahr:

- Veränderungen im Inflationsprozess, insbesondere die Wechselbeziehungen zwischen Inflation und Globalisierung sowie die Rolle des Wechselkurses
- Messung und Bewertung des Kreditrisikos, vor allem in Bezug auf neue Finanzinstrumente wie Kreditderivate
- Messung der Risikoneigung und ihrer Auswirkungen auf die Bewertung von Finanzanlagen
- Trends im internationalen Bankgeschäft
- Koordination zwischen Geldpolitik und Aufsichtsregelungen
- Wechselwirkungen zwischen Risikomanagement-, Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften

Im Rahmen ihrer Forschungsarbeit organisiert die BIZ auch Konferenzen und Workshops, bei denen in der Regel wichtige Entscheidungsträger, Wissenschaftler und Marktteilnehmer zusammenkommen. Im Juni 2005 fand im Rahmen des 75-Jahr-Jubiläums der Bank die Vierte BIZ-Jahreskonferenz statt. Thema war die Vergangenheit und Zukunft der Zusammenarbeit von Zentralbanken. Im November befasste sich ein hochrangig besetzter Workshop mit

einer Analyse der Wechselbeziehungen von Rechnungslegungs-, Risiko-management- und Aufsichtsvorschriften.

#### *Kooperation im Bereich Statistik*

Ein wichtiges Ereignis im Bereich Statistik war der Beschluss der BIZ im Januar 2006, das Sekretariat des Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC) zu stellen. Der IFC ist ein weltweites Forum von Benutzern und Erstellern von Statistiken innerhalb von Zentralbanken und seit 1997 informell unter der Ägide des International Statistical Institute (ISI) tätig. Vorsitzender des IFC ist derzeit Jan Smets, Direktor bei der Banque Nationale de Belgique und stellvertretendes Mitglied des BIZ-Verwaltungsrats. Im April 2005 organisierte der IFC eine Reihe von Treffen anlässlich der 55. ISI Session in Sydney. Gemeinsam mit der Bank of Canada veranstaltete er im Juni 2005 einen Workshop über den Datenbedarf für die Analyse der Stabilität und Anfälligkeit ausgereifter Finanzsysteme. Ein Workshop im April 2006, der sich mit den Meinungen und Anliegen von Zentralbanken im Zusammenhang mit der Messung des Verbraucherpreisindex beschäftigte, wurde von den meisten in der BIZ-Weltwirtschaftssitzung vertretenen Zentralbanken besucht. Derzeit laufen die Vorbereitungen für die dritte IFC-Konferenz, die Ende August 2006 bei der BIZ stattfinden wird. Thema wird die Messung der Finanzlage der privaten Haushalte sein. Informationen über den IFC und seine Struktur sowie Papiere zu den verschiedenen Treffen sind unter [www.ifcommittee.org](http://www.ifcommittee.org) verfügbar.

Mit ihrer Unterstützung für den IFC trägt die BIZ der Tatsache Rechnung, dass mit Blick auf Währungs- wie auch Finanzstabilität statistische Daten und damit verbundene methodische Fragen für die Zentralbanken immer wichtiger werden. Die Bereitstellung des IFC-Sekretariats ist zudem die logische Fortführung anderer Dienstleistungen, die die BIZ im statistischen Bereich für die Zentralbanken erbringt, u.a. die BIZ-Datenbank und das Erstellen verschiedenster internationaler Finanzstatistiken.

Seit vergangenem Jahr sind an der BIZ-Datenbank auch die Zentralbanken Argentiniens, Brasiliens, Chinas und Indiens offiziell beteiligt. Somit steigt die Zahl der Datenbankteilnehmer auf 39; fast alle sind BIZ-Aktionärszentralbanken. Außerdem wurden die BIZ-Aktionärszentralbanken, die noch nicht Datenbankteilnehmer sind, eingeladen, der BIZ künftig eine begrenzte Zahl an ökonomischen Schlüsselindikatoren zu melden und damit einen Beitrag zu den statistischen Hintergrundinformationen für die alle zwei Monate stattfindenden BIZ-Treffen zu leisten.

Im Oktober 2005 nahmen 35 Zentralbanken an dem alle zwei Jahre stattfindenden Treffen der Experten für die internationalen Finanzstatistiken der BIZ teil, bei dem verschiedene analytische und technische Fragen zu diesen Statistiken diskutiert wurden. Das Meldesystem wurde im vergangenen Jahr in zweierlei Hinsicht erweitert: in der konsolidierten Bankenstatistik um mehr Angaben zum letztlichen Risiko einschließlich außerbilanzieller Daten und in der Statistik über das außerbörsliche Derivatgeschäft um Daten über Credit-Default-Swaps (CDS). In die standortbezogene BIZ-Bankenstatistik wurden Daten aus Korea aufgenommen, und in der inländischen Wertpapierstatistik kamen

Angaben aus Kroatien und Pakistan hinzu. Ende 2005 beschloss die BIZ auch, vorläufige Daten zum internationalen Bankgeschäft einige Wochen vor der offiziellen Bekanntgabe der Daten im *BIZ-Quartalsbericht* zu veröffentlichen. Darüber hinaus haben die Vorbereitungen für die nächste 3-jährliche Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten (*Triennial Central Bank Survey*) im Jahr 2007 begonnen, an der die Zentralbanken von über 50 Ländern teilnehmen dürften.

Im Rahmen der Inter-Agency Task Force on Finance Statistics arbeitete die BIZ im vergangenen Jahr eng mit dem IWF, der OECD und der Weltbank zusammen, um einen Joint External Debt Hub einzurichten. Diese Online-Fazilität ([www.jedh.org](http://www.jedh.org)) wurde im März 2006 lanciert. Sie liefert sowohl optimierte Gläubiger- und Marktdaten zu den Komponenten der Auslandsverschuldung als auch Schuldendaten der nationalen Statistikstellen.

Der Joint External Debt Hub ist entsprechend den technischen Standards, den inhaltlichen Richtlinien und den Umsetzungsinstrumenten der Initiative für den Austausch statistischer Daten und Metadaten (Statistical Data and Metadata Exchange, SDMX) konzipiert. Bei der SDMX-Initiative arbeitet die BIZ im Namen der Zentralbanken, die an ihrer Tätigkeit im statistischen Bereich beteiligt sind, mit EZB, Eurostat, IWF, OECD, UNO und Weltbank zusammen. Seit Ende März 2006 sind alle wichtigen SDMX-Bestandteile auf [www.sdmx.org](http://www.sdmx.org) in Betrieb, darunter eine Reihe technischer Spezifikationen, die von der internationalen Organisation für Normung (International Organization for Standardization, ISO) genehmigt wurden. Erste Gespräche mit XBRL International, wo ähnliche Standards für Rechnungslegungsdaten erarbeitet wurden, haben bestätigt, dass interoperable Plattformen für den Datenaustausch in Statistik und Rechnungslegung möglich sind. Weitere Arbeiten in dieser Richtung sind geplant. 2006/07 führt die BIZ beim SDMX Sponsors Committee den Vorsitz.

### *Führungs- und Überwachungsmechanismen in Zentralbanken*

Seit mehr als zehn Jahren ist die BIZ im Bereich der Führungs- und Überwachungsmechanismen von Zentralbanken aktiv, um den zunehmenden Bedarf der Zentralbanken an aktuellen und korrekten Informationen sowie zielgerichteten Analysen zu erfüllen. Im Mai 2005 genehmigten die Präsidenten der BIZ-Aktionärszentralbanken die Urkunde für die Gründung des Central Bank Governance Forum, und damit erhielten diese Aktivitäten formellen Charakter. Das Forum soll solide Führungs- und Überwachungsmechanismen der Zentralbanken als staatliche Entscheidungsgremien fördern. Es besteht aus der Central Bank Governance Group und dem Central Bank Governance Network. Sein Sekretariat wird von der BIZ gestellt.

Die Governance Group setzt sich aus den Präsidenten eines breit abgestützten und repräsentativen Kreises von Zentralbanken zusammen und erörtert aktuelle Themen der Führungs- und Überwachungsstruktur von Zentralbanken. Zu Themen, die für andere Zentralbanken von besonderer Relevanz sind, werden auch deren Präsidenten eingeladen. Im vergangenen Jahr befasste sich die Governance Group z.B. mit den gesetzlichen Regelungen zur Informationsfreiheit im Zusammenhang mit den Zentralbanken, mit der

Rolle des Zentralbankpräsidenten als Vorsitzender wichtiger Gremien und Ausschüsse innerhalb der jeweiligen Zentralbank sowie mit der Beziehung zwischen Zentralbank und Regierung. Wie von der Governance Group empfohlen, behandelt die BIZ 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 über 45 wichtige Zentralbanken und Währungsbehörden aus aller Welt, die Informationen darüber austauschen, wie Zentralbanken in institutionellen und organisatorischen Fragen vorgehen. Dank diesem kooperativen Ansatz sind Informationen zum Auftrag, zu den Befugnissen, zur Führung und zu den Verantwortlichkeiten von Zentralbanken verfügbar, die die einzelnen Institutionen zur eigenen Stärkung nutzen können.

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

In den beiden Treffen des Ausschusses der EDV-Fachleute wie auch den beiden Treffen ihrer Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen im vergangenen Jahr ging es hauptsächlich um die Führungs- und Überwachungsmechanismen im IT-Bereich, die Notfallplanung, den Schutz interner Systeme vor externen Gefahren, mobile Technologien und Fernzugang. Die Ausschussmitglieder tauschten sich mit Kolleginnen und Kollegen über ihre Erfahrungen mit unterschiedlichen Modellen interner Führungs- und Überwachungsstrukturen im IT-Bereich im Spannungsfeld zwischen Innovation und Standardisierung aus und erörterten die eigentlichen Gründe für das Versagen vieler solcher Modelle.

Mit dem Bedarf an weiteren Vorkehrungen für den Fall einer Vogelgrippe-Pandemie rückte die Notfallplanung stärker in den Vordergrund. Statt der IT-Systeme selbst würde eine solche Pandemie in erster Linie die Verfügbarkeit von Arbeitskräften (auch bei externen Dienstleistungsanbietern) beeinflussen.

Die Sicherheitsgefahren sind nach wie vor erheblich, doch gab es etwas weniger Störungen als in früheren Jahren, vermutlich weil immer mehr Tools und Maßnahmen zur Erkennung und Beseitigung von Viren und anderen Bedrohungen zur Verfügung stehen. Auch wird gegen Spam-Mail mittlerweile auf breiterer Front vorgegangen, sodass dieser Störfaktor an Einfluss verliert. Mobile Technologien und die damit verbundenen Risiken bedürfen weiterhin hoher Aufmerksamkeit. Umsatzerwartungen und Marktentwicklungen spielen hier eine wichtige Rolle.

Weitere Themen bei den Treffen des Ausschusses waren Sourcing-Modelle für IT-Dienstleistungen, der Nutzen interner IT-Revision und die Einhaltung von IT-Standards wie ITIL.

#### *Interne Revision*

Seit 1986 pflegen die internen Revisoren der G10-Zentralbanken einen regelmäßigen Wissens- und Erfahrungsaustausch und erörtern neue Fragen und Herausforderungen. Ihre zentralen Diskussionsthemen stehen gewöhnlich im Zusammenhang mit den internationalen Standards für die interne Revision und den laufend nötigen Verbesserungen des Risikomanagements der Zentral-

banken. Die Interne Revision der BIZ ist zweimal im Jahr Organisator und Gastgeber des Treffens der G10-Arbeitsgruppe für IT-Revisionsmethoden.

Im Juni 2005 nahm die BIZ an der 19. Jahrestagung der Leiter der internen Revision der G10-Zentralbanken teil, die von der Bank of Japan organisiert wurde. Die wichtigsten Themen waren die Bedeutung der internen Revision für moralische Werte und ethisches Bewusstsein in einer Organisation, die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act, die Führungs- und Überwachungsmechanismen in der internen Revision, die Rolle der internen Revision in Bezug auf die Führungs- und Überwachungsmechanismen im IT-Bereich sowie die Prüfung der Notfallplanung. (In diesem letzten Bereich koordinierte die BIZ die Arbeit der G10-Task-Force.)

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 Group of Coordinators of Technical Cooperation and Training, die Anfang der 1990er Jahre eingerichtet worden war, um die technische Hilfe für ehemalige Planwirtschaften zu koordinieren, hielt im Juni 2005 ihre Jahresversammlung in St. Petersburg ab. Gastgeber war die russische Zentralbank. Bei diesem Treffen wurde einmal mehr deutlich, dass die technische Zusammenarbeit unter den Zentralbanken in vielerlei Hinsicht im Wandel begriffen ist. An die Stelle der traditionellen technischen Hilfe treten zunehmend Schulungen und verschiedene Formen bilateraler und multilateraler Zusammenarbeit. Zudem arbeiten viele ehemalige Empfänger von technischer Hilfe in Osteuropa inzwischen mit Ländern der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten und auf dem Balkan auf technischem Gebiet zusammen. Technische Kooperation erhält auch im Zusammenhang mit Zentralbanken anderer Regionen, insbesondere in Asien, mehr Gewicht.

Die BIZ unterstützte im vergangenen Jahr wiederum verschiedene regionale Gruppierungen von Zentralbanken durch die Organisation von gelegentlichen gemeinsamen Veranstaltungen oder die Entsendung von Referenten zu den Treffen dieser Gruppierungen, wie z.B.:

- Die South East Asian Central Banks (SEACEN)
- Das Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)
- Über das Joint Vienna Institute die Zentralbanken aus Osteuropa und der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten
- Das Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), das u.a. von der Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) getragen wird
- Das Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (MEFMI)

#### *Kommunikation*

Die Bank feierte 2005 ihr 75-jähriges Bestehen. Dies war eine zusätzliche Gelegenheit, über die Rolle der BIZ bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich seit 1930 zu informieren.

- Anlässlich der 75. ordentlichen Generalversammlung eröffnete der Vorsitzende des Verwaltungsrats, Nout Wellink, Ende Juni 2005 die zweiwöchige Ausstellung „*this is the biz*“. Rund 6 000 Besucherinnen und Besucher sahen neben einem breiten Spektrum von Dokumenten, Fotografien und zeitgenössischen Illustrationen auch eine Filmsequenz mit Interviews von Zentralbankpräsidenten sowie verschiedene Multimedia-installationen, die die Geschichte der BIZ erzählten und ihre heutigen Aufgaben erläuterten
- Die vollständige Reihe der *Jahresberichte* der BIZ, in den vier offiziellen Sprachen der Bank, wurde auf einer DVD veröffentlicht. Damit steht ein praktisches Instrument für die Volltextsuche in den *Jahresberichten* seit 1930 zur Verfügung. Die DVD wird an Bibliotheken sowie zu Forschungszwecken abgegeben

Im Januar 2006 lancierte die BIZ ihre umgestaltete Website. Sie bietet einen noch komfortableren Zugang zu Forschungsarbeiten von Zentralbanken und offiziellen Reden von führenden Zentralbankvertretern. Bis Mai 2006 war die Beteiligung an der Online-Plattform Central Bank Research Hub, die 2004 eingerichtet worden war, auf 40 Institutionen gewachsen.

### *Repräsentanzen*

Die Repräsentanz für Asien und den Pazifik und die Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent sind eine Plattform für die Tätigkeit der BIZ in der betreffenden Region. Die Repräsentanzen sollen einerseits die Beziehungen zwischen der BIZ und den Zentralbanken, Währungsbehörden und Aufsichtsinstanzen in diesen Regionen stärken und andererseits die Zusammenarbeit innerhalb der jeweiligen Region fördern. So organisieren sie verschiedene Sitzungen, verbessern den Austausch von Informationen und Daten und tragen zur finanz- und wirtschaftswissenschaftlichen Forschung der Bank über diese Regionen bei. Zu den wichtigsten Themen des letzten Jahres zählten die Entwicklung der Anleihemärkte, die regionalen Devisenmärkte und die Verwaltung der Währungsreserven, die in einer Reihe von Publikationen erörtert wurden.

Die Repräsentanzen unterstützen außerdem die Bankdienstleistungen der BIZ in diesen beiden Regionen durch regelmäßige Besuche der für das Reservenmanagement der Zentralbanken Verantwortlichen und durch diverse Treffen sowohl auf Experten- als auch auf Managementebene.

#### *Asien-Pazifik-Raum*

Mit dem Dealing-Room der Regionalen Treasury in der Repräsentanz Asien, der täglichen Handel betreibt, hat die BIZ ihre Bankdienstleistungen für die Kunden im Asien-Pazifik-Raum erweitert. In diesem Zusammenhang wurden zwei Back-Office-Mitarbeiter vom Hauptsitz zur Repräsentanz nach Hongkong versetzt. Dieser Dealing-Room übernimmt auch die Federführung bei der Verwaltung neuer Instrumente in australischen Dollar sowie der bankeigenen Anlagen in asiatischen Währungen.

Als Administrator des zweiten Asian Bond Fund (ABF2), einer Initiative der EMEAP-Gruppe (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), trug

die BIZ dazu bei, dass die Einzelfonds des ABF2 errichtet und teilweise an der Börse eingeführt wurden. Die 11 EMEAP-Mitglieder haben Währungsreserven in Inlandswährungsanleihen staatlicher und staatsnaher Emittenten aus acht EMEAP-Volkswirtschaften investiert. Im Berichtszeitraum wurden von den ABF2-Einzelfonds der Pan-Asia Bond Index Fund und – eine Premiere für den dortigen Börsenhandel mit Anleihefonds – die Länderfonds für die SVR Hongkong, Malaysia, Singapur und Thailand mit Unterstützung der BIZ zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt. Zudem wurde die Fondsleitung des ABF1 zur Repräsentanz Asien verlegt, und die Volkswirte vor Ort unterstützten diese Initiativen weiterhin mit Forschungsarbeiten zu den asiatischen Anleihemärkten.

Bei zwei Sitzungen des Asian Consultative Council (ACC) wurden Vorschläge des BIZ-Managements zur Stärkung der Beziehungen zwischen den asiatischen Aktionärszentralbanken und der BIZ aufgegriffen. Diese Vorschläge sehen ein 3-jähriges Forschungsprogramm mit erheblichem Personalaufwand, eine Ausweitung der Bankdienstleistungen und eine verstärkte Arbeit des Instituts für Finanzstabilität (FSI) mit einer FSI-Vollzeitstelle in der Repräsentanz Asien vor. Bei der ACC-Sitzung im Juni 2005 in Basel wurden die Grundzüge der neuen Asien-Strategie diskutiert, und bei der darauffolgenden Sitzung im Februar 2006 in Shanghai wurden konkrete Maßnahmen beschlossen. Bei der Sitzung im Februar gab der ACC dem BIZ-Verwaltungsrat eine Zusammenfassung seiner bereits bei einer früheren Sitzung begonnenen Diskussionen über die Rolle der asiatischen Zentralbanken in der BIZ. Im Anschluss an die Februar-Sitzung trafen sich die Präsidenten der asiatischen Zentralbanken mit mehreren Amtskollegen von Zentralbanken außerhalb Asiens zur achten Sondersitzung. Themen waren die Wirtschaftsaussichten und der Aufbau der Märkte für Unternehmensanleihen.

Mehrere Sitzungen zur Geldpolitik, zur Entwicklung des Finanzsektors und zur Finanzstabilität wurden von der Repräsentanz Asien veranstaltet bzw. unterstützt:

- Eine Sitzung von Vertretern der Bankenaufsicht zum Thema Wertpapieraufsicht in Zusammenarbeit mit dem FSI (Mai 2005)
- Die 10. und 11. Sitzung des EMEAP-Forums für Devisen- und andere Finanzmärkte (Juni bzw. Dezember 2005)
- Eine Sitzung zum Thema Währungsintegration in Asien, gemeinsam mit dem Hong Kong Institute for Monetary Research (HKIMR) (Oktober 2005)
- Eine Sitzung von Zentralbankexperten für das Reservenmanagement bei der Reserve Bank of Australia in Sydney (Oktober 2005)
- Eine Sitzung über geldpolitische Ziele und deren Umsetzung in Asien, zusammen mit dem HKIMR (November 2005)
- Eine Sitzung über die Entwicklung der Märkte für Unternehmensanleihen, in Zusammenarbeit mit der People's Bank of China (Kunming, November 2005)
- Die vierte Sitzung der Zentralbankexperten für geldpolitische Verfahren (März 2006)

#### *Amerikanischer Kontinent*

In der Repräsentanz für den amerikanischen Kontinent standen im dritten 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. Unter den regionalen Aktivitäten sind u.a. zu erwähnen:

- Eine regionale Konsultativsitzung zu den allgemeinen Empfehlungen für die Weiterentwicklung nationaler Zahlungsverkehrssysteme (*General guidance for national payment system development*) des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS); diese Sitzung wurde in Zusammenarbeit mit der Zentralbank der Dominikanischen Republik und dem Consejo Monetario Centroamericano organisiert (Dominikanische Republik, August 2005)
- Ein gemeinsames Seminar des FSI und der ASBA (Asociación de Supervisiones Bancarios de las Americas) für Bankenaufsichtsvertreter zum Thema des Kreditrisikos unter Basel II (Mexiko, September 2005)
- Ein Seminar über den Umgang mit mobilen internationalen Kapitalströmen beim CEMLA (Mexiko, September 2005)
- Ein Seminar zur Geldpolitik in Lateinamerika (Argentinien, Oktober 2005)
- Ein gemeinsames Seminar des FSI und des CEMLA für Bankenaufsichtsvertreter über das aufsichtliche Überprüfungsverfahren gemäß Basel II (Argentinien, November 2005)
- Ein hochrangig besetztes Treffen über die sich weiterentwickelnden Bankensysteme und die entsprechenden Herausforderungen und Folgen für Geldpolitik und Finanzstabilität mit Schwerpunkt auf kleinen offenen Volkswirtschaften (Jamaika, Januar 2006)
- Ein gemeinsames Seminar des FSI und der ASBA über die Validierung von IRB-Systemen unter Basel II (Peru, Februar 2006)
- Ein regionaler Workshop der Arbeitsgruppe des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (CGFS) über Finanzstabilität und Landeswährungs-Anleihemärkte (Mexiko, März 2006)
- Die Schaffung einer sicheren virtuellen Kommunikationsplattform für die Juristen der lateinamerikanischen Zentralbanken auf eBIS, dem Sicherheitsserver der BIZ

### *Institut für Finanzstabilität*

Das Institut für Finanzstabilität (Financial Stability Institute, FSI) hat die Aufgabe, die Instanzen des Finanzsektors bei der Stärkung der Finanzsysteme zu unterstützen und die Finanzstabilität weltweit zu fördern. Das FSI verfolgt ein zweigleisiges Programm zur Verbreitung von Standards und Praxisempfehlungen vor allem an die Banken- und die Versicherungsaufsicht.

Der erste Baustein des FSI-Programms sind die etablierten und hochrangig besetzten Treffen, Seminare und Konferenzen in Basel und an anderen Orten der Welt. 2005 organisierte das FSI zu einer breiten Themenpalette der Finanzaufsicht insgesamt 51 Veranstaltungen, an denen über 1 700 Vertreter von Zentralbanken sowie Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen teilnahmen. Diese Veranstaltungen begünstigen den Informationsaustausch, erleichtern

die Problemerkennung und fördern den grenzüberschreitenden Kontakt zwischen Aufsichtsinstanzen. Das FSI setzt zudem seine Reihe von hochrangig besetzten Sitzungen fort, mit denen es den Informationsaustausch unter den Aufsichtsinstanzen der verschiedenen Regionen über Umsetzungsfragen und -pläne im Zusammenhang mit Basel II unterstützt. An diesen Sitzungen nahmen auch Vertreter von Geschäftsbanken teil. So bleiben die Aufsichtsinstanzen über die Herausforderungen, die sich den Banken bei der Umsetzung stellen, auf dem Laufenden.

Der zweite Baustein des FSI-Programms ist FSI Connect, ein Online-Informations- und -Lerntool für die Bankenaufsicht. FSI Connect enthält derzeit mehr als 100 Lehrgänge zu einer großen Auswahl von Aufsichtsthemen, breit gefächert nach Erfahrungs- bzw. Kenntnisstand, und laufend kommen weitere Themen hinzu. Zudem werden zur Zeit rund 40 Lehrgänge zu Eigenkapitalanforderungen und Basel II ins Französische und Spanische übersetzt. Damit wird FSI Connect von einem breiteren Publikum in der Bankenaufsicht weltweit genutzt werden können. Derzeit haben mehr als 120 Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen in rund 105 Ländern Zugang zu FSI Connect. Das entspricht fast 8 000 Benutzern.

## Förderung der Finanzstabilität durch die ständigen Ausschüsse

### *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht*

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) will die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Banken stärken und eine solide Risikomanagementpraxis im Bankensektor unterstützen. Den Vorsitz des Ausschusses führt derzeit Jaime Caruana, der Gouverneur des Banco de España, und ab 1. Juli 2006 Nout Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank.

### *Umsetzung der neuen Eigenkapitalregelung („Basel II“)*

Im Anschluss an ein öffentliches Konsultationsverfahren und in enger Zusammenarbeit mit der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) gab der Basler Ausschuss im Juli 2005 einige Verbesserungen der Handelsbuchregelungen unter Basel II heraus. Zudem veröffentlichte er die Ergebnisse einer Studie über die Auswirkungen von Basel II auf die Eigenkapitalanforderungen. Diese Studie war im vierten Quartal 2005 von den Banken der meisten Mitgliedsländer und einiger Nichtmitgliedsländer durchgeführt worden. Entsprechend den Ergebnissen bestätigte der Basler Ausschuss, dass Banken bei der internen Bemessung der Kreditqualität unter der neuen Rahmenvereinbarung einen Skalierungsfaktor von 1,06% anwenden müssen.

Eine einheitliche Umsetzung von Basel II über die Grenzen hinweg ist und bleibt ein zentrales Anliegen des Ausschusses. So setzt sich die Accord Implementation Group (AIG) des Ausschusses weiter für Zusammenarbeit und Konsistenz ein. Im Rahmen ihrer gemeinsamen Bemühungen mit anderen Aufsichtsinstanzen um praktische Umsetzungsstrategien, die auf die Geschäfte international tätiger Banken ausgerichtet sind, tauschen die

AIG-Mitglieder regelmäßig ihre Erfahrungen aus. Dazu hat die AIG im Juni 2006 in Zusammenarbeit mit Nichtmitgliedsländern einen Schlussbericht mit Empfehlungen zum Informationsaustausch zwischen Herkunfts- und Aufnahmeland mit Blick auf eine wirksame Umsetzung von Basel II vorgelegt. Der Ausschuss hat auch Erläuterungen zur Validierung von Portfolios mit niedriger Ausfallrate, zum Einsatz von kommerziellen Modellen für das interne Rating und zum operationellen Risiko herausgegeben.

#### *Führungs- und Überwachungsmechanismen in Banken*

Angesichts einiger vielbeachteter Fälle von versagenden Führungs- und Überwachungssystemen zieht die Unternehmensführung nach wie vor beträchtliche internationale Aufmerksamkeit auf sich. Die OECD sah sich 2004 veranlasst, überarbeitete Grundsätze für Führungs- und Überwachungsmechanismen zu veröffentlichen. Im Februar 2006 gab der Basler Ausschuss eine aktualisierte und maßgeblich revidierte Version seines Papiers *Verbesserung der Unternehmensführung in Banken (Enhancing corporate governance for banking organisations)* von 1999 heraus. Darin werden die besonderen Merkmale des Bankensektors berücksichtigt.

#### *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*

Im April 2006 gab der Basler Ausschuss zwei revidierte und aktualisierte Papiere zur öffentlichen Stellungnahme heraus: *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* und die dazugehörige *Methodik*. Die *Grundsätze* waren ursprünglich im September 1997 veröffentlicht worden und werden seither von Staaten und externen Prüfungsgremien als Benchmark für die Qualität der nationalen Aufsichtssysteme verwendet. Die *Methodik der Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* erschien erstmals 1999. Sie soll bewirken, dass die Einhaltung der *Grundsätze* in den einzelnen Ländern objektiver beurteilt und besser verglichen werden kann. Seit 1997 haben sich die Regelungen im Bankwesen deutlich geändert, dank der Umsetzung der *Grundsätze* in den einzelnen Ländern wurden zahlreiche Erkenntnisse gewonnen, und es stellen sich neue Aufsichtsfragen. In die Revision der beiden Papiere wurden viele verschiedene Adressaten und Experten einbezogen.

#### *Rechnungslegung und Revision*

Im vergangenen Jahr ging es dem Basler Ausschuss vor allem darum, einen Beitrag zur Entwicklung internationaler Rechnungslegungs- und Revisionsstandards zu leisten. Gespräche auf höchster Ebene mit Normierungsgremien und Branchenführern auf diesen beiden Gebieten helfen dem Basler Ausschuss, fundierte Einblicke zu gewinnen und den Anliegen der Aufsichtsinstanzen zu Rechnungslegungs- und Revisionsfragen sehr früh im Entwicklungsprozess mehr Gehör zu verschaffen.

Der Basler Ausschuss hat besondere Empfehlungen formuliert, um den Aufsichtsbedenken in Bezug auf Banken Rechnung zu tragen, die bei der Bewertung der Finanzinstrumente die jüngst vom International Accounting Standards Board (IASB) veröffentlichte Fair-Value-Option anwenden wollen. Er formulierte Leitlinien für eine sachgerechte Beurteilung des Kreditrisikos

und eine solide Kreditbewertung, in denen erörtert wird, wie dieselben Daten und Verfahren für die Beurteilung des Kreditrisikos, für die Rechnungslegung und für die angemessene Eigenkapitalausstattung eingesetzt werden können. Schließlich hat der Basler Ausschuss Kommentare zu den revidierten internationalen Prüfungsstandards vorgelegt und zur Einrichtung von Aufsichtsgremien für die Revision beigetragen.

#### *Zunehmende Einbeziehung von Nichtmitgliedsländern in die Arbeit des Basler Ausschusses*

Seit Mai 2006 übermittelt der Ausschuss seine Vorhaben, Maßnahmenpläne und Arbeitsdokumente auch den Vorsitzenden regionaler Aufsichtsrundierungen, damit diese sie nach ihrem Ermessen innerhalb ihrer jeweiligen Gruppe weiterleiten können. Der Basler Ausschuss ist aktiv an der Organisation der nächsten Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden im Oktober 2006 in Mexiko beteiligt. Zudem hat er die auf der öffentlich zugänglichen BIZ-Website verfügbaren Informationen über seine Tätigkeit erheblich erweitert.

#### *Ausschuss für das weltweite Finanzsystem*

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) tritt viermal im Jahr zusammen. Er hat die Aufgabe, die Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten zu überwachen und den Zentralbankpräsidenten der G10-Länder darüber Bericht zu erstatten. Die Mitglieder des Ausschusses nehmen auch koordinierte längerfristige Projekte in Angriff; hierfür bilden sie Arbeitsgruppen zu besonders interessanten Aspekten der Finanzmarktentwicklung. Zu den Mitgliedern des Ausschusses gehören neben hochrangigen Vertretern der G10-Zentralbanken und der EZB auch Vertreter einer Reihe von Zentralbanken in anderen wichtigen Volkswirtschaften und Finanzplätzen.

#### *Erörterung laufender Entwicklungen*

Im Zentrum der Ausschusdiskussionen stand im vergangenen Jahr die Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der Finanzmärkte. Dazu gehörten folgende Themen:

- Auswirkungen einer Wende im Kreditzyklus bzw. der steigenden Rohstoffpreise auf die Weltwirtschaft
- Folgen der allgemeinen Straffung der Geldpolitik für Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften
- Aufbau von Währungsreserven in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften und Auswirkungen auf die Binnenwirtschaft
- Rückgang der langfristigen Anleiherenditen, die diesbezügliche Rolle von Pensionsfonds und entsprechende Implikationen
- Auswirkungen des Hurrikans Katrina auf die Rückversicherungsbranche weltweit
- Verengung der Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften und mögliche Einflussfaktoren

- Ursachen und Folgen der jüngsten Welle von Fusionen und Übernahmen
- Gründe für die Schwäche der Unternehmensinvestitionen in mehreren Volkswirtschaften

#### *Arbeitsgruppen und andere Projekte*

Im Januar 2006 veröffentlichte der Ausschuss den Arbeitsgruppenbericht *Housing finance in the global financial market*. Darin werden die strukturellen Faktoren untersucht, die Angebot und Nachfrage bei der Wohneigentumsfinanzierung beeinflussen. Die wichtigsten Ergebnisse sind erstens: Die Entwicklungen am Markt für Wohneigentumsfinanzierungen haben Allokation und Preisbildung bei Krediten verbessert und so die finanzielle und gesamtwirtschaftliche Stabilität gefördert. Zweitens: Von Zentralbanken und anderen Akteuren durchgeführte Stresstests lassen den Schluss zu, dass der derzeitige Verschuldungsgrad tragbar ist und dass die meisten Schuldner in der Lage wären, einen möglichen Rückgang der Wohnimmobilienpreise und höhere Zinssätze zu verkraften. Drittens schließlich: Dass Hypothekenkredite immer häufiger an den Kapitalmärkten refinanziert werden, dürfte zu einer stärkeren Verknüpfung der weltweiten Finanzmarktentwicklung und der inländischen Wohnimmobilienmärkte führen, als bisher zu beobachten war.

Der Ausschuss arbeitet derzeit an folgenden Projekten:

- Organisation eines Workshops mit Marktteilnehmern, um den strukturellen Wandel an den Kreditmärkten zu erörtern und die angebots- und nachfrageseitigen Bestimmungsfaktoren zu untersuchen
- Analyse der Gründe für die jüngste geringe Volatilität an den Finanzmärkten durch eine Arbeitsgruppe, da befürchtet wird, dass diese Entwicklung die Finanzmarktteilnehmer ermutigen könnte, übermäßige Risiken einzugehen – mit potenziellen Folgen für die Finanzstabilität
- Durch die Arbeitsgruppe für Finanzstabilität und Landeswährungs-Anleihemärkte soll geprüft werden, inwieweit die Begebung von Schuldtiteln in Landeswährung die inländische Finanzintermediation fördert und welche Auswirkungen diese Entwicklung auf die Finanzstabilität haben könnte
- Durch die Arbeitsgruppe für institutionelle Anleger soll der Einfluss der sich verändernden Aufsichts- und Rechnungslegungsstandards sowie der Strukturreformen in den staatlichen Rentensystemen auf die Portfolio- und Risikoentscheidungen institutioneller Anleger analysiert werden

#### *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. Auch im Berichtsjahr baute er seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Organisationen und Gremien weiter aus, und er bezieht immer mehr Zentralbanken in seine Arbeit ein. Vorsitzender des Ausschusses ist Timothy F. Geithner, Präsident und Chief Executive Officer der Federal Reserve Bank of New York.

Im Mai 2005 veröffentlichte der Ausschuss Berichte zur Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen durch Zentralbanken (*Central bank oversight of payment and settlement systems*) und zu Neuerungen bei Großbetragszahlungssystemen (*New developments in large-value payment systems*). Im Januar 2006 gab er einen Bericht über grenzüberschreitende Besicherungsvereinbarungen (*Cross-border collateral arrangements*) heraus sowie allgemeine Empfehlungen für die Weiterentwicklung von nationalen Zahlungsverkehrssystemen (*General guidance for national payment system development*). Diese Empfehlungen zogen großen Nutzen aus Kommentaren, die nach Veröffentlichung einer Konsultativfassung im Mai 2005 eingegangen waren.

Im Februar 2006 kündigte der Ausschuss eine Umfrage darüber an, wie Banken und andere ausgewählte Institute die Risiken handhaben, die ihnen bei der Erfüllung von Devisengeschäften entstehen können. Die Umfrage fand im zweiten Quartal 2006 statt und stützte sich auf die schon 1996 und 1997 durchgeführten Umfragen; deren Ergebnisse waren in den Bericht *Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report* eingeflossen. Die jüngste Umfrage berücksichtigte auch den erheblichen Wandel, der seither in der Abwicklungspraxis stattgefunden hat.

Im März 2006 gaben der Ausschuss und die Weltbank gemeinsam ein Konsultationspapier über allgemeine Grundsätze für Auslandsüberweisungen von Migranten (*General principles for international remittance services*) heraus. Darin werden die Zahlungsverkehrsaspekte solcher Auslandsüberweisungen analysiert und – als Hilfe für Länder, die den Markt für entsprechende Dienstleistungen verbessern wollen – fünf allgemeine Grundsätze aufgestellt: über Transparenz und Verbraucherschutz, Zahlungsverkehrsinfrastruktur, rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen, Marktstruktur und Wettbewerb sowie Führungsmechanismen und Risikomanagement.

Der Ausschuss baute seine Kooperation mit Zentralbanken außerhalb der G10, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften, weiter aus. Ferner leistete er logistische und fachliche Unterstützung für Workshops und Seminare über Zahlungsverkehrsfragen, die von der BIZ in Zusammenarbeit mit regionalen Zentralbankgruppen organisiert wurden.

### ***Märkteausschuss***

Der Märkteausschuss setzt sich aus den für Marktgeschäfte 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. Der Ausschuss lädt regelmäßig auch Vertreter anderer wichtiger Länder zu seinen Sitzungen ein. Außer den Zentralbanken und Währungsbehörden von Australien, Brasilien, China, der SVR Hongkong, Korea, Mexiko, Singapur und Spanien nahm Anfang 2006 erstmals auch die Reserve Bank of India teil.

In den Sitzungen wurden u.a. folgende Themen behandelt:

- Jüngste Entwicklungen der wichtigsten bilateralen Wechselkurse und Folgen der wechselnden Beurteilung der geldpolitischen Aussichten in den drei größten Währungsräumen
- Implikationen des neuen Wechselkursregimes in China
- Einfluss des vermehrten Einsatzes elektronischer Handelsplattformen auf den Devisenmarktbetrieb
- Herausforderungen infolge der allgemein geringen Volatilität
- Ursachen des jüngsten Anstiegs der Rohstoffpreise, insbesondere des Goldpreises
- Entwicklung der Anleiherenditen an den wichtigsten Finanzmärkten, mit Schwerpunkt auf der Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren (u.a. Einfluss der institutionellen Anleger und Auswirkungen geänderter Regelungen für Rentensysteme) sowie auf der zunehmend unterschiedlichen Performance je nach Bonität
- Auswirkungen der Akkumulation von Währungsreserven auf die Finanzmärkte

Im Verlauf des Jahres diskutierten die Mitglieder darüber hinaus mehrere speziellere Themen, u.a. die Vorbereitungen für die nächste 3-jährliche Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten, die im April 2007 ansteht, die Notfallplanung in Zentralbanken sowie verschiedene Fragen zur Umsetzung der Geldpolitik. Per 1. Juni 2006 wurde Sheryl Kennedy, Stellvertretende Gouverneurin der Bank of Canada, als Vorsitzende des Märkteausschusses von Hiroshi Nakaso, Generaldirektor der Bank of Japan, abgelöst.

### *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 ausgeübten Tätigkeiten, indem sie als Beobachter an Sitzungen teilnimmt und – ebenso wie der IWF und die OECD – Sekretariatsleistungen erbringt.

Im September 2005 wurde ein auf Anfrage der G10-Stellvertreter erstellter Bericht über die Auswirkungen von demografischer Alterung und Renten-

reformen auf die Finanzmärkte und die Wirtschaftspolitik veröffentlicht. Der Bericht kam zu dem Schluss, dass sich durch die derzeitigen Veränderungen der staatlichen und privaten Rentensysteme der Einfluss des Altersvorsorgesparens und entsprechender Kapitalströme an den Finanzmärkten deutlich erhöhen dürfte. Er empfahl, dass mittels Vorkehrungen im Rechts- und Aufsichtsbereich der Trend zu einem rigoroseren Risikomanagement, erhöhter Transparenz und besseren Führungsstrukturen in privaten Pensionsfonds unterstützt werden solle; z.B. sei auf Kohärenz zwischen Deckungs- und Aufsichtsvorschriften sowie Rechnungslegungsstandards zu achten. Steuervorschriften sollten kein Hindernis für den Aufbau von finanziellen Polstern durch die privaten Pensionsfonds darstellen; jedoch sollten sie Missbräuchen beim Steueraufschub vorbeugen. Da überdies die Risiken zunehmend zu den privaten Haushalten verlagert werden, ist es wohl angezeigt, deren Wissen in Finanzangelegenheiten und entsprechende Beratungsangebote zu verbessern, um die Rentenempfänger zu schützen. Ferner wurde an Vorkehrungen zum Schutz wichtiger Funktionen, die von privaten Finanzinstituten wahrgenommen werden, gearbeitet.

### *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 sich auf das internationale Finanzsystem auswirken, sowie die Förderung und Koordinierung von Gegenmaßnahmen. Mitglieder des Forums sind hochrangige Vertreter von Finanzministerien, Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen der wichtigsten Finanzplätze sowie Vertreter von internationalen Finanzorganisationen (BIZ, IWF, OECD und Weltbank), von internationalen normgebenden Gremien im Aufsichts- bzw. Regulierungsbereich (BCBS, IAIS, IASB und IOSCO) und von Ausschüssen von Zentralbankexperten (CGFS und CPSS). Das Sekretariat des Forums ist bei der BIZ angesiedelt. Weitere Informationen über das Forum sind auf [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org) verfügbar.

Das Forum hält zweimal jährlich eine Plenarsitzung ab, zuletzt im September 2005 in London und im März 2006 in Sydney. Darüber hinaus fördern regionale Sitzungen einen breiteren Gedankenaustausch über Schwachstellen im Finanzsystem und die laufenden nationalen und internationalen Bemühungen um deren Behebung. Die jüngsten regionalen Treffen fanden im November 2005 in Mexiko-Stadt (Schwerpunkt: lateinamerikanische Volkswirtschaften) und im März 2006 in Sydney (Schwerpunkt: Asien-Pazifik-Region) statt.

Neben der regelmäßigen Beurteilung von Schwachstellen im Finanzsystem standen im vergangenen Jahr folgende Themen im Blickpunkt des Forums: wie gut die großen Finanzinstitute auf erhebliche Veränderungen im wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld vorbereitet sind, Lehren aus bisherigen Liquiditätseinbußen an Märkten, Grundsätze der Notfallplanung für Finanzinstitute und -behörden, mögliche Auswirkungen einer Vogelgrippe-Pandemie

auf Wirtschafts- und Finanzstabilität, Fortschritte bei der Umsetzung internationaler Standards und Kodizes, Tragfähigkeit der internationalen normgebenden Prozesse im Finanzbereich sowie Bedenken zur Belastung durch regulatorische Vorschriften.

Das rasante Wachstum der Hedge-Fonds-Branche in den letzten Jahren hat an den Märkten und auf offizieller Ebene aufhorchen lassen. Im November 2005 hielt das Forum zwei informelle Workshops für hochrangige Vertreter der Hedge-Fonds-Branche, ihre Geschäftspartner und Finanzbehörden ab. Sie sollten die Verständigung des öffentlichen und privaten Sektors über Fragen im Zusammenhang mit Hedge-Fonds fördern. Dabei ging es um Trends in der Branche, die Risiken des gegenwärtigen Marktumfelds, die Herausforderungen für Hedge-Fonds und ihre Gegenparteien in Bezug auf das Risikomanagement sowie technische Fragen.

Das Forum unterstützte ferner Bemühungen zur Stärkung der internationalen Rechnungslegungs- und Revisionsstandards und -praktiken, u.a. durch verstärkten Dialog unter den Interessengruppen in diesem Bereich. Im Februar 2006 veranstalteten das Forum, das International Accounting Standards Board (IASB) und die International Federation of Accountants einen runden Tisch über Erfahrungen im ersten Anwendungsjahr der International Financial Reporting Standards (IFRS), die Konvergenz zwischen IASB und nationalen normgebenden Gremien, Aspekte der Bilanzierung zum Fair Value (Zeitwert) sowie Risiken im Zusammenhang mit dem Erstellen von Finanzausweisen. Teilnehmer waren hochrangige Vertreter von nationalen Behörden, die für Finanzausweise zuständig sind, Rechnungslegungs- und Wirtschaftsprüfungs-Berufsverbänden, normgebenden Instanzen, Marktteilnehmergruppen (Kapitalmarktinstitute, Unternehmen und Anleger), internationalen Aufsichtsgremien und internationalen Finanzorganisationen.

Im März 2005 lancierte das Forum ein Verfahren für weitere Verbesserungen an den Offshore-Finanzplätzen, das sich auf Initiativen seiner Mitglieder auf nationaler und internationaler Ebene sowie auf eigene Maßnahmen stützt. Mitglieder des Forums sind derzeit darum bemüht, dafür zu sorgen, dass die Offshore-Finanzplätze internationalen Standards entsprechen und dass die verbleibenden Probleme in einigen dieser Zentren angegangen werden. Dies betrifft insbesondere die wirksame grenzüberschreitende Zusammenarbeit, den Informationsaustausch und die Angemessenheit der Aufsichtsressourcen. Eine Arbeitsgruppe hat nun den Auftrag erhalten, die Ergebnisse dieser Bemühungen zu überprüfen. Sie hielt ihre erste formelle Sitzung im Februar 2006 ab; danach erstattete sie der Plenarsitzung des Forums Bericht über Fortschritte in diesen Bereichen.

Ende April 2006 schied Roger W. Ferguson Jr. aus dem Federal Reserve Board aus und gab auch sein Amt als Vorsitzender des Forums ab. Sein Nachfolger ist Mario Draghi, Gouverneur der Banca d'Italia.

### *Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden*

Die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) ist seit der Errichtung ihres

Sekretariats im Januar 1998 bei der BIZ angesiedelt. Sie spielt im Versicherungssektor eine ähnliche Rolle wie der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht bei den Banken. Die 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 (im Rahmen des Gemeinsamen Forums des BCBS, der IOSCO und der IAIS) hat die IAIS ferner an der Entwicklung von Grundsätzen für die Aufsicht über Finanzkonglomerate mitgearbeitet. Darüber hinaus wirkt sie aktiv im Forum für Finanzstabilität mit. Die stetig wachsende Zahl der Mitglieder und Beobachter zeigt, dass die Tätigkeit der IAIS anerkannt wird. Für weitere Informationen zur IAIS s. [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org).

Im Laufe des vergangenen Jahres lancierte die IAIS mehrere wichtige Initiativen zur Entwicklung und Harmonisierung von Versicherungsstandards in der sich wandelnden Finanzlandschaft. Der Schwerpunkt lag dabei auf den Bereichen Rechnungslegung, angemessene Eigenkapitalausstattung und Solvenz sowie Rückversicherung.

Im Bereich Rechnungslegung wurde im Juni 2005 das Papier *Issues arising as a result of the IASB's insurance contracts project – Phase II: initial IAIS observations* herausgegeben. Das Papier enthält erste Bemerkungen zu bestimmten Bewertungsfragen, die den Finanzausweisen und den Meldungen an Aufsichtsinstanzen gemeinsam sind und die nach Überzeugung der IAIS in Phase II des IASB-Projekts über Versicherungsverträge berücksichtigt werden sollten, insbesondere was die Bewertung von Versicherungsverbindlichkeiten betrifft.

Im Bereich Eigenkapitalausstattung und Solvabilität genehmigte die IAIS im Oktober 2005 das Grundsatzpapier *A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*. Darin werden die Gründe für eine Rahmenvereinbarung für die Versicherungsaufsicht sowie deren Inhalt beschrieben. Gleichzeitig genehmigte die IAIS das Papier *Towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency: cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements*, das eine einheitliche Struktur und gemeinsame Standards für die Beurteilung der Solvabilität von Versicherungsgesellschaften skizziert und einige wichtige Ecksteine für die Formulierung von Finanzvorschriften durch die Aufsicht nennt. Im Februar 2006 veröffentlichte die IAIS ein weiteres zentrales normgebendes Papier mit dem Titel *Roadmap for a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*. Darin wird ein Plan für die künftigen Arbeiten zur Schaffung der neuen Rahmenvereinbarung für die Versicherungsaufsicht aufgestellt.

Ebenfalls im Oktober 2005 genehmigte die IAIS ein Empfehlungspapier über Risikotransfer, Offenlegung und Analyse der Finanzrückversicherung (*Guidance paper on risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*). Im Dezember gab die IAIS ihren zweiten jährlichen Bericht zur Rückversicherung heraus, den *Global reinsurance market report*. Er stützt sich auf Statistiken des weltweiten Rückversicherungsmarktes für das Geschäftsjahr

2004 und untersucht die damalige Finanzlage der Branche insgesamt, die in dem Jahr eine Reihe von Naturkatastrophen verkraftete, u.a. vier schwere Hurrikane in den USA sowie Taifune in Japan. Außerdem wird darin kurz auf Versicherungsereignisse von 2005 eingegangen – insbesondere den Hurrikan Katrina, der die Rückversicherungsbranche schwer belastete – und abschließend festgestellt, dass die Gewinne der Rückversicherer zwar stark geschrumpft seien, ihre Eigenkapitalausstattung aber insgesamt nicht wesentlich beeinträchtigt sein dürfte.

Schulungsangeboten weist die IAIS nach wie vor hohe Priorität zu. Im vergangenen Jahr fanden teilweise in Zusammenarbeit mit dem Institut für Finanzstabilität (FSI) 20 Seminare, Konferenzen und Workshops in aller Welt statt, die von der IAIS organisiert wurden oder an denen sie mitwirkte. Gleichzeitig trieb die IAIS zusammen mit der Weltbank ihr Weiterbildungsprojekt mit Pflichtlehrgängen im Versicherungsbereich voran und entwickelte rund 25 hochkarätige Module für eine vertiefte Anwendung der IAIS-Grundsätze.

### *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. Derzeit wirken 61 Institutionen (darunter 44 als Mitglieder) aus aller Welt 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, Generalsekretär ist John Raymond LaBrosse.

Auch in ihrem vierten Tätigkeitsjahr bot die IADI ein Forum für weitreichende internationale Kontakte zwischen Einlagensicherungsinstitutionen und anderen interessierten Kreisen. An der vierten Jahreskonferenz im September 2005 in Taipeh, bei der die Herausforderungen für die Einlagensicherung im Zusammenhang mit Bankkonkursen den Themenschwerpunkt bildeten, waren Einlagensicherungsinstitutionen und Entscheidungsträger aus 49 Ländern mit insgesamt 150 Teilnehmern vertreten.

Die IADI organisierte außerdem die erste internationale Woche der Einlagensicherung. 32 Aussteller präsentierten dort Informationen über die wesentlichen Merkmale des Einlegerschutzes in Ländern auf der ganzen Welt. Neu eingeführt wurde außerdem der Deposit Insurance Organization of the Year Award. Er wird an eine Mitgliedsorganisation verliehen, die einen besonderen Erfolg erzielt hat und/oder für ihren Beitrag zur Verfolgung der Anliegen der IADI ausgezeichnet werden soll.

Die Arbeit an Empfehlungen für leistungsfähigere Einlagensicherungssysteme wird fortgesetzt. Dazu hat die IADI Papiere zu folgenden Themen veröffentlicht:

- Einrichtung und Gestaltung von Einlagensicherungssystemen
- Entwicklung von Systemen mit differenzierter Prämie
- Förderung funktionstüchtiger gegenseitiger Beziehungen zwischen Teilnehmern des finanziellen Sicherheitsnetzes
- Allgemeine Hinweise zu ihrem *Bank resolutions consultation paper*

Regionale Aktivitäten in jüngerer Zeit waren Konferenzen, Seminare und Ausschusssitzungen in Almaty, Cartagena, Manila, Abuja, Taipeh, Prag und Marrakesch. Darüber hinaus arbeitete die IADI mit der Asiatischen Entwicklungsbank (ADB) bei einem internationalen Seminar im Februar 2006 zusammen. Dabei ging es um die Integration der Finanzaufsicht und die Rolle der Einlagensicherung.

Die Website [www.iadi.org](http://www.iadi.org) und ein alle zwei Monate erscheinender Newsletter informieren Mitglieder und Veranstaltungsteilnehmer über die Tätigkeit der IADI.

## Finanzdienstleistungen der Bank

### *Bankdienstleistungen*

Die BIZ bietet ein breites Spektrum von speziellen Finanzdienstleistungen an, die den Zentralbanken und anderen Währungsbehörden die Verwaltung ihrer Währungsreserven erleichtern sollen. Derzeit nutzen rund 130 solche Institutionen sowie mehrere internationale Organisationen diese Dienstleistungen.

Beim Kreditgeschäft der Bank, das durch ein rigoroses internes Risikomanagement 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, stellt die Bank eine in Bezug auf Währungen, Liquidität und Laufzeiten breit gefächerte Palette von Anlageprodukten bereit. Neben herkömmlichen Geldmarktanlagen wie Sicht- und Kündigungskonten sowie Termineinlagen bietet die Bank zwei Instrumente an, die direkt mit ihr gehandelt (gekauft und zurückverkauft) werden können: das festverzinsliche Fixed-Rate Investment der BIZ (FIXBIS) mit Laufzeiten von 1 Woche bis zu 1 Jahr und das Medium-Term Instrument (MTI) mit Laufzeiten zwischen 1 Jahr und 10 Jahren. Zum Standardangebot gehören außerdem eine Reihe von kündbaren MTI-Produkten sowie weitere Instrumente mit eingebetteten Optionen.

Im Auftrag ihrer Kunden tätigt die Bank auch Devisen- und Goldgeschäfte. Bisweilen gewährt die BIZ Zentralbanken kurzfristigen Kredit, der in der Regel besichert ist. Ferner nimmt sie Aufgaben als Treuhänder oder Pfandhalter wahr (s. weiter unten).

Zudem bietet die BIZ Asset-Management-Dienstleistungen mit Staatspapieren oder erstklassigen Anlagen an. Dabei wird entweder zwischen der betreffenden Zentralbank und der BIZ ein individueller Portfolioauftrag ausgehandelt, oder Kunden können gemeinsam in eine offene Fondsstruktur – den BISIP („BIS Investment Pool“) – investieren. Die beiden Asian Bond Funds (ABF1 und ABF2) werden von der BIZ unter dem BISIP-Dach betreut. Das Vermögen des ABF1 wird von der BIZ verwaltet, das des ABF2 von einer Gruppe externer Fondsmanager.

Die Finanzdienstleistungen der BIZ werden von zwei miteinander verbundenen Handelsräumen aus erbracht: am Hauptsitz in Basel und in der Repräsentanz Asien in der SVR Hongkong.

### *Tätigkeit der Bankabteilung im Geschäftsjahr 2005/06*

Die Bilanz der BIZ weitete sich 2005/06 erneut aus, und die Bilanzsumme erreichte am 31. März 2006 den Rekordstand von SZR 220,1 Mrd. Dies entspricht einem beträchtlichen Zuwachs von SZR 39,6 Mrd. oder 22% gegenüber dem Vorjahr. Davon waren SZR 2,7 Mrd. Wechselkursveränderungen, insbesondere der Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem SZR, und SZR 3,7 Mrd. einem höheren Gold-Marktpreis zuzuschreiben.

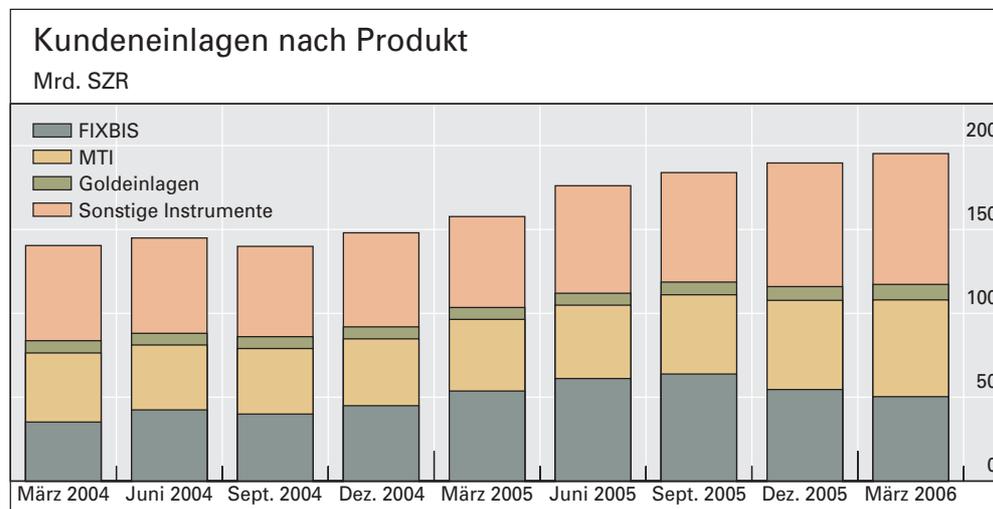
#### *Passiva*

Der Umfang der Bilanz der BIZ wird vor allem von den Kundeneinlagen bestimmt. Sie machen den Großteil der Passiva aus. Am 31. März 2006 beliefen sich die Kundeneinlagen (ohne Repo-Geschäfte) auf insgesamt SZR 195,2 Mrd. (Vorjahr: SZR 157,7 Mrd.).

Rund 95% der Kundeneinlagen lauten auf Währungen; der Rest ist Gold. Die Währungseinlagen stiegen von SZR 150,6 Mrd. im Vorjahr auf SZR 186,0 Mrd. am 31. März 2006; sie machen rund 6% der gesamten Währungsreserven der Welt aus. 65% der Währungseinlagen entfielen auf US-Dollar, 20% auf Euro. Der Anstieg der Goldeinlagen von SZR 7,1 Mrd. auf SZR 9,2 Mrd. ist hauptsächlich Bewertungseffekten – d.h. dem höheren Goldpreis – zuzuschreiben.

Maßgebend für das Wachstum der Kundeneinlagen waren insbesondere Termineinlagen und MTI. Die Zeichnungen von MTI nahmen um 35% zu; damit wurden MTI zum meistgehaltenen BIZ-Instrument. Die Zunahme der Termineinlagen um über 40% war zum Teil einer Abkehr von FIXBIS zuzuschreiben; diese sind zwar liquider, werfen aber weniger Rendite ab.

Eine geografische Aufschlüsselung der Währungseinlagen zeigt eine Verschiebung im Kundenkreis der BIZ von Asien zu anderen Regionen, insbesondere Europa.



## *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 165 Tonnen Feingold, nachdem 15 Tonnen im abgelaufenen Geschäftsjahr veräußert wurden. Das Kreditrisiko wird sehr konservativ gehandhabt; 99,7% der Bestände der Bank hatten am 31. März 2006 ein Rating von A– oder höher (Anmerkung 4E zum Jahresabschluss).

Die Bestände der Bank an Währungseinlagen und Wertpapieren, einschließlich Reverse Repos, betragen am 31. März 2006 SZR 199,2 Mrd. (Vorjahr: SZR 165,4 Mrd.). Die zusätzlichen Mittel wurden hauptsächlich in Schatzwechseln, Terminguthaben bei Banken und Schuldtiteln von Geschäftsbanken angelegt.

Zur effizienten Verwaltung ihrer Aktiva und Passiva verwendet die Bank verschiedene derivative Instrumente (Anmerkung 9 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 2005 Tilgungs- bzw. Zinszahlungen von rund € 4,9 Mio. für die Fundierungsschuldverschreibungen veranlasst hat. Die Einlösungswerte und sonstigen Einzelheiten wurden von der BWV im *Bundesanzeiger* veröffentlicht.

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

### *Weitere Treuhänderfunktionen*

Im Rahmen einer Schuldenvereinbarung, die die Bundesrepublik Nigeria im Oktober 2005 mit ihren 15 Pariser-Club-Gläubigerländern traf, schloss die BIZ am 31. Oktober 2005 eine Verwahrungs- und Treuhandvereinbarung mit der Central Bank of Nigeria ab; dabei verwahrte sie Mittel und gab sie für die einzelnen Gläubigerländer frei, sobald die jeweilige bilaterale Umschuldungsvereinbarung mit Nigeria unter Dach und Fach war.

### *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. Im Geschäftsjahr 2005/06 liefen 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

### *Veränderungen der Führungsstruktur der BIZ*

Im Jahr 2004 überprüfte die BIZ ihre Führungsstruktur auf ihre Vereinbarkeit mit den geltenden Grundsätzen einer soliden Unternehmensführung; dabei wurde den besonderen Merkmalen der BIZ als internationale Organisation gebührend Rechnung getragen (*75. Jahresbericht* vom Juni 2005).

Die Überprüfung wurde von drei führenden unabhängigen Corporate-Governance-Experten durchgeführt: Professor Klaus J. Hopt, Direktor am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg, Professor Reinier H. Kraakman, Harvard Law School, und Professor Jean-Victor Louis, ehemaliger Leiter des Rechtsdienstes der Banque Nationale de Belgique und emeritierter Professor der Université Libre de Bruxelles.

Die Experten legten dem BIZ-Verwaltungsrat im November 2004 ihren Schlussbericht vor. Der Bericht, der auf der BIZ-Website verfügbar ist, zeigte einige Möglichkeiten für Verbesserungen der Statuten und der Führungsstruktur der Bank auf. Ein Komitee von ausgewählten Mitgliedern des Verwaltungsrats erörterte daraufhin die im Bericht aufgeworfenen Fragen und arbeitete konkrete Handlungsvorschläge aus. Es empfahl eine Reihe von Änderungen der BIZ-Statuten, um die Führungsstruktur der Bank zu verbessern und transparenter zu gestalten. Die Änderungen wurden vom Verwaltungsrat gebilligt und am 27. Juni 2005 von einer außerordentlichen Generalversammlung genehmigt.

### *Verwaltung der Bank*

#### *Budgetpolitik*

Die Erstellung des Ausgabenbudgets der Bank für das nächste Geschäftsjahr beginnt rund sechs Monate im Voraus damit, dass die Geschäftsleitung der BIZ 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 Verwaltungskosten und Investitionsausgaben unterschieden. Ähnlich wie bei vergleichbaren Organisationen entfallen rund 70% der Verwaltungskosten der Bank auf die Geschäftsleitungs- und Personalaufwendungen 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 Investitionsausgaben betreffen vor allem die Gebäude und die IT-Ausstattung; sie können von Jahr zu Jahr erheblich schwanken. Die Verwaltungskosten und die Investitionsausgaben der Bank fallen vorwiegend in Schweizer Franken an.

Im Geschäftsjahr 2005/06 betragen die Verwaltungskosten vor Abschreibungen CHF 223,6 Mio. und lagen damit um 1,2% unter dem Budgetbetrag von CHF 226,3 Mio.;<sup>1</sup> die Investitionsausgaben beliefen sich auf CHF 23,8 Mio. und unterschritten das Budget um 3,2 Mio. Die Unterschreitung des Budgets bei den Verwaltungskosten war insbesondere ersten Personaleinsparungen im Rahmen der Tätigkeitsüberprüfung der Bank (s. unten) zuzuschreiben, die zu geringerem Aufwand für Geschäftsleitung und Personal führten. Die größten Posten bei den Investitionsausgaben bildeten die Ausgaben für die Verbesserung der physischen Sicherheitssysteme und der Gebäudesicherheit der Bank.

2005/06 lag der Geschäftsaufwand so eng im Budgetrahmen wie seit einigen Jahren nicht mehr. Darin zeigt sich eine weitere Verbesserung des Budgetprozesses, die einer strengeren Budgetdisziplin und der Verstärkung der 2004/05 eingeführten vierteljährlichen Kontrollen der Einhaltung der Budgetziele in den Plänen der Geschäftsbereiche zu verdanken ist. Darüber hinaus führte die Geschäftsleitung während des Geschäftsjahres eine gründliche Überprüfung der Tätigkeiten der Bank durch; dabei wurden mehrere Bereiche identifiziert, in denen Effizienzsteigerungen und Personaleinsparungen möglich wären.

Die Verwaltungskosten und die Investitionsausgaben spiegelten auch die Prioritäten im Budget 2005/06 wider: eine Stärkung des Risikomanagements, der internen Revision und der Compliance der Bank sowie weitere Verbesserungen der Sicherheitsvorkehrungen.

Im März 2006 genehmigte der Verwaltungsrat eine Erhöhung des Verwaltungsbudgets für das Geschäftsjahr 2006/07 um 2,5% auf CHF 232,0 Mio. Das Investitionsbudget wurde um CHF 1,1 Mio. auf CHF 25,9 Mio. herabgesetzt. Die Budgets für das Geschäftsjahr 2006/07 beruhen auf den wichtigsten Zielen der Bank für dieses Jahr, nämlich:

- Die Beziehungen zu Aktionären im Asien-Pazifik-Raum zu vertiefen und die Dienstleistungen der BIZ entsprechend auszubauen. Dieses Projekt umfasst ein 3-jähriges, strategisch orientiertes Forschungsprogramm über Themen der Geldpolitik und des Finanzsektors in Asien sowie weitere Verbesserungen der Bankdienstleistungen in der asiatischen Zeitzone
- Die Empfehlungen aus der Tätigkeitsüberprüfung des Geschäftsjahres 2005/06 umzusetzen. Die erste Phase wird zu einem Abbau administrativer Stellen in Basel führen. Damit entsteht Spielraum für das Vorantreiben des Asien-Projekts innerhalb eines beschränkten Budgetrahmens
- Die weitere Erneuerung der Sitzungseinrichtungen im Turm-Gebäude in Basel und die Renovierung der Sportclubgebäude zu planen

### *Vergütungspolitik*

Die Stellen der BIZ-Personalmitglieder werden anhand einer Reihe objektiver Kriterien – z.B. der erforderlichen Qualifikationen und Erfahrung sowie der

<sup>1</sup> Das Budget der Bank beruht auf Kassenbeständen; bestimmte Berichtigungen in der Finanzbuchhaltung – hauptsächlich im Zusammenhang mit Vorsorgeverpflichtungen, bei denen Finanzmarkt- und versicherungsmathematische Entwicklungen berücksichtigt werden – sind ausgeklammert. Diese zusätzlichen Faktoren gehen in den Posten „Geschäftsaufwand“ in der Gewinn- und Verlustrechnung ein (s. „Der Reingewinn und seine Verwendung“).

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.

In den Jahren, in denen keine umfassende Gehaltserhebung stattfindet, wird die Gehaltsstruktur der Teuerung in der Schweiz und dem durchschnittlichen Anstieg der Reallöhne im Unternehmenssektor der wichtigsten Industrieländer angepasst. Im Juli 2005 wurde die Gehaltsstruktur um 1,2% angehoben. Die Entwicklung des Gehalts der einzelnen Personalmitglieder in dem jeweiligen Gehaltsband richtet sich nach ihrer Leistung; diese wird regelmäßig beurteilt.

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. Expatrierte Personalmitglieder haben außerdem Anspruch auf eine Ausbildungszulage.<sup>2</sup> Darüber hinaus haben die Personalmitglieder über die BIZ Zugang zu einer Kranken- und Unfallversicherung sowie zu einem Pensionsystem 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 2005 entsprach für die nachstehenden Mitglieder der Geschäftsleitung die jährliche Vergütung vor Auslandszulagen der folgenden Gehaltsstruktur:

- Generaldirektor CHF 718 370
- Stellvertretender Generaldirektor CHF 607 850
- Abteilungsleiter CHF 552 590

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. Die letzte Anpassung fand am 1. Juli 2005 statt. Seither beträgt die feste jährliche Vergütung für den Verwaltungsrat insgesamt CHF 895 800. Darüber hinaus erhält jedes Mitglied ein Sitzungsgeld für jede Verwaltungsrats-sitzung, an der es teilnimmt. Wenn sämtliche Mitglieder an allen Sitzungen teilnehmen, beläuft sich die jährliche Gesamtsumme der Sitzungsgelder auf CHF 824 160.

<sup>2</sup> Bestimmte Personalmitglieder, die bereits vor 1997 bei der Bank angestellt waren, erhalten eine Auslandszulage von 25%, haben jedoch keinen Anspruch auf Ausbildungszulagen.

## Der Reingewinn und seine Verwendung

### *Reingewinn*

Der Reingewinn für das 76. Geschäftsjahr beträgt SZR 599,2 Mio., verglichen mit SZR 370,9 Mio. im Vorjahr. Die Bestimmungsfaktoren dieses Ergebnisses werden im Folgenden erörtert.

### *Geschäftsertrag insgesamt*

Der Geschäftsertrag insgesamt betrug im Geschäftsjahr 2005/06 SZR 573,4 Mio., verglichen mit SZR 458,4 Mio. im Vorjahr. Drei Hauptfaktoren waren für diese Entwicklung maßgebend:

- Infolge von Zuflüssen durch Aktienzeichnungen und einbehaltenen Gewinnen erhöhte sich das in Währungen gehaltene Eigenkapital der Bank, und es entstanden zusätzliche Zinserträge aus den Anlagepapieren der Bank. Die Zinserträge aus Anlagepapieren profitierten außerdem von steigenden Renditen
- Der Nettoertrag aus dem Einlagengeschäft der Bank fiel aufgrund des lebhaften Zuflusses von Kundeneinlagen während des Geschäftsjahres höher aus. Die Geschäftsmargen blieben 2005/06 gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert
- In beiden Geschäftsjahren kam es zu Devisenverlusten, mit SZR 25,2 Mio. waren sie im Geschäftsjahr 2005/06 jedoch um SZR 9,3 Mio. niedriger als 2004/05. Der Devisenverlust 2005/06 war hauptsächlich auf die Auswirkungen des steigenden Goldpreises auf den Marktwert von Terminkontrakten über den Verkauf von Goldanlageaktiva zurückzuführen<sup>3</sup>

### *Geschäftsaufwand*

Der Geschäftsaufwand (Anmerkung 28 zum Jahresabschluss) belief sich auf SZR 146,9 Mio., 1,3% mehr als im Vorjahr (SZR 145,0 Mio.). Die Verwaltungskosten vor Abschreibungen betrugen SZR 133,6 Mio., 3,3% mehr als im Vorjahr (SZR 129,3 Mio.). Der Abschreibungsaufwand sank von SZR 15,7 Mio. auf SZR 13,3 Mio.

### *Operativer Gewinn und sonstige Gewinnposten*

Der operative Gewinn der Bank, der den Gewinn aus ihrem laufenden Geschäft widerspiegelt, betrug SZR 426,5 Mio. Verglichen mit SZR 313,4 Mio. im Geschäftsjahr 2004/05 entspricht dies einem Zuwachs von 36,1%.

Ein Nettogewinn von SZR 58,2 Mio. wurde im Geschäftsjahr mit der Veräußerung von Anlagepapieren erzielt. Dahinter stand eine Anpassung des Anlagenportfolios der Bank an seine zugrundeliegende Benchmark und spiegelte den Verkauf von Wertpapieren wider, die in einem Umfeld höherer Zinsen erworben worden waren.

<sup>3</sup> Der Devisenverlust von SZR 34,5 Mio. im Geschäftsjahr 2004/05 war darauf zurückzuführen gewesen, dass der Schweizer Franken im Jahr 2004 gegenüber dem SZR aufwertete. Dies wirkte sich auf die Position der Bank in Schweizer Franken aus, denn die Bank hielt in Schweizer Franken mehr Passiva als Aktiva, bevor die Zentralbanken Belgiens und Frankreichs im Herbst 2004 die durch die BIZ zurückgenommenen Aktien ihrer jeweiligen Ausgabe zeichneten.

Im Geschäftsjahr 2005/06 veräußerte die Bank 15 Tonnen ihrer eigenen Goldanlageaktiva (180 Tonnen am 31. März 2005) und realisierte damit einen Gewinn von SZR 114,5 Mio.

### *Überprüfung der Dividendenpolitik*

Während des Jahres überprüfte der Verwaltungsrat die Dividendenpolitik der Bank. Dabei berücksichtigte er den Eigenkapitalbedarf der Bank sowie das Anliegen der BIZ-Aktionäre, eine angemessene und tragfähige Rendite ihrer Anlagen in BIZ-Aktien zu erzielen. Nach einer Untersuchung der künftigen Ertragsaussichten für die Bank kam der Verwaltungsrat zu dem Schluss, dass die derzeitige Praxis, die Dividende jedes Jahr um SZR 10 anzuheben, insgesamt mit diesen Faktoren im Einklang steht. Daraus ergäbe sich eine Erhöhung der Dividende von SZR 235 je Aktie im Geschäftsjahr 2004/05 auf SZR 245 im Geschäftsjahr 2005/06.

Der Verwaltungsrat beschloss außerdem, die Dividendenpolitik künftig alle zwei bis drei Jahre zu überprüfen und veränderte Umstände gegebenenfalls zu berücksichtigen.

### *Vorgeschlagene Verwendung des Reingewinns*

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von SZR 599,2 Mio. für das Geschäftsjahr 2005/06 wie folgt zu verwenden:

1. SZR 132,4 Mio. zur Zahlung einer Dividende von SZR 245 je Aktie
2. SZR 46,7 Mio. zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds<sup>4</sup>
3. SZR 6,0 Mio. zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds
4. SZR 414,1 Mio., den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden

Wird dies genehmigt, wird die Dividende am 3. Juli 2006 entsprechend den Weisungen der einzelnen Aktionäre in einer beliebigen Währung des SZR-Korbs oder in Schweizer Franken an die Aktionäre ausgezahlt, die am 31. März 2006 im Aktienregister der Bank eingetragen waren. Die vorgeschlagene Dividende von SZR 245 je Aktie für das Geschäftsjahr 2005/06 entspricht einem Anstieg von 4,3% gegenüber der Vorjahresdividende.

Die volle Dividende wird für 510 192 Aktien gezahlt. Die Dividende für die 35 933 eigenen Aktien der amerikanischen Ausgabe, die am 31. Mai 2005 neu vergeben wurden, wird anteilig ab Zeichnungsdatum gezahlt. Insgesamt sind 547 125 Aktien ausgegeben und eingezahlt. Am 31. März 2006 wurden davon 1 000 als eigene Aktien gehalten, nämlich die suspendierten Aktien der albanischen Ausgabe. Auf diese eigenen Aktien wird keine Dividende gezahlt.

<sup>4</sup> Der Allgemeine Reservefonds betrug am 31. März 2005 das Vierfache des eingezahlten Kapitals der Bank. 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.

### *Bericht der Buchprüfer*

Der Jahresabschluss wurde von der Deloitte AG ordnungsgemäß geprüft; diese hat bestätigt, dass er für das am 31. März 2006 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

Jean-Pierre Roth, Zürich  
Vorsitzender des Verwaltungsrats

Hans Tietmeyer, Frankfurt am Main  
Stellvertretender Vorsitzender

Ben S. Bernanke, Washington  
Pierluigi Ciocca, Rom  
David Dodge, Ottawa  
Mario Draghi, Rom  
Toshihiko Fukui, Tokio  
Timothy F. Geithner, New York  
Lord George, London  
Stefan Ingves, Stockholm  
Mervyn King, London  
Jean-Pierre Landau, Paris  
Christian Noyer, Paris  
Guy Quaden, Brüssel  
Alfons Vicomte Verplaetse, Brüssel  
Axel A. Weber, Frankfurt am Main  
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam

## *Stellvertreter*

Giovanni Carosio oder Ignazio Visco, Rom  
Karen H. Johnson, Washington  
Peter Praet oder Jan Smets, Brüssel  
Wolfgang Mörke, 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
Hervé Hannoun	Stellvertretender Generaldirektor
Peter Dittus	Generalsekretär, Abteilungsleiter
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Günter Pleines	Leiter der Bankabteilung
Daniel Lefort	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

Bei der außerordentlichen Generalversammlung vom 27. Juni 2005 wurde beschlossen, das Amt des BIZ-Präsidenten abzuschaffen. Nout Wellink, Präsident der De Nederlandsche Bank, der mit Wirkung vom 1. März 2005 als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der BIZ wiedergewählt worden war, amtierte weiterhin als Vorsitzender des Verwaltungsrats. Dieses Amt gab er am 28. Februar 2006 ab. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom Januar 2006 wurde Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, für eine Amtszeit von 3 Jahren, beginnend am 1. März 2006, zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats gewählt.

Am 7. November 2005 endete die Amtszeit von Vincenzo Desario, Generaldirektor der Banca d'Italia, als Mitglied des Verwaltungsrats. Nach dem Rücktritt von Antonio Fazio als Gouverneur der Banca d'Italia am 19. Dezember 2005 und bis zum Amtsantritt des neuen Gouverneurs amtierte Vincenzo Desario ad interim als Gouverneur der Banca d'Italia und wurde damit für die Zeit vom 20. Dezember 2005 bis zum 15. Januar 2006 ex officio Mitglied des BIZ-Verwaltungsrats. Zum Nachfolger in sein vorheriges Verwaltungsratsmandat berief Vincenzo Desario mit Schreiben vom 23. Dezember 2005 Pierluigi Ciocca, den Stellvertretenden Generaldirektor der Banca d'Italia, für eine Amtsdauer

von drei Jahren bis zum 22. Dezember 2008. Am 16. Januar 2006 wurde Mario Draghi zum Gouverneur der Banca d'Italia ernannt und wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats.

Ende Dezember 2005 gab Lars Heikensten sein Amt als Gouverneur der Sveriges Riksbank ab und schied aus dem Verwaltungsrat aus. In seiner Sitzung vom November 2005 wählte der Verwaltungsrat mit Wirkung vom 1. Januar 2006 Stefan Ingves, den Nachfolger Lars Heikenstens als Gouverneur der Sveriges Riksbank, zum Mitglied des Verwaltungsrats für den Rest der Amtsdauer von Lars Heikensten, d.h. bis zum 31. März 2008. In derselben Sitzung erneuerte Axel Weber, Präsident der Deutschen Bundesbank, das Mandat von Hans Tietmeyer als Mitglied des Verwaltungsrats für weitere drei Jahre bis zum 31. Dezember 2008, und der Verwaltungsrat bestätigte Hans Tietmeyer als Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats für die Zeit vom 1. Januar 2006 bis zum Ablauf seiner Amtszeit als Verwaltungsratsmitglied.

Am 1. Februar 2006 folgte Ben S. Bernanke Alan Greenspan als Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System nach und wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats. Mit Wirkung vom 1. März 2006 erneuerte Guy Quaden, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, das Mandat von Alfons Verplaetse als Verwaltungsratsmitglied für weitere drei Jahre bis zum 28. Februar 2009.

Am 31. Dezember 2005 gab Hervé Hannoun sein Amt als Erster Stellvertretender Gouverneur der Banque de France ab und schied aus dem Verwaltungsrat aus. Am 27. April 2006 berief Christian Noyer, Gouverneur der Banque de France, Jean-Pierre Landau als Nachfolger von Hervé Hannoun für den Rest von dessen Amtsdauer, d.h. bis zum 27. November 2006, in den Verwaltungsrat.

Axel Weber, Präsident der Deutschen Bundesbank, ernannte mit Wirkung vom Juli 2005 Wolfgang Mörke anstelle von Stefan Schönberg zu seinem zweiten Stellvertreter. Mario Draghi, Gouverneur der Banca d'Italia, ernannte mit Wirkung vom Januar 2006 Giovanni Carosio zu seinem ersten und Ignazio Visco zu seinem zweiten Stellvertreter.

In der obersten Führungsebene der Bank wurde Hervé Hannoun mit Wirkung vom 1. Januar 2006 zum Stellvertretenden Generaldirektor der Bank ernannt, nachdem André Icard in den Ruhestand getreten war. Der Direktor des Rechtsdienstes, Mario Giovanoli, trat ebenfalls in den Ruhestand, und mit Wirkung vom 1. Januar 2006 wurde Daniel Lefort zu seinem Nachfolger ernannt.

---

Die Bank reagierte mit tiefem Bedauern auf den Tod von Antonino Occhiuto, Ehrengeneraldirektor der Banca d'Italia, am 27. Juni 2005. Von 1975 bis 1980 war Antonino Occhiuto ernanntes Mitglied des Verwaltungsrats gewesen.

Der Verwaltungsrat nahm mit tiefem Bedauern vom Tod von Wim Duisenberg am 31. Juli 2005 Kenntnis. Wim Duisenberg war von 1982 bis 1997 Mitglied des Verwaltungsrats gewesen. In dieser Zeit war er zweimal Präsident der Bank und Vorsitzender des Verwaltungsrats, nämlich von 1988 bis 1990 und erneut von 1994 bis 1997.

## Mitgliedszentralbanken der BIZ<sup>5</sup>

Banque d'Algérie	Lietuvos Bankas (Litauen)
Banco Central de la República Argentina	Bank Negara Malaysia
Reserve Bank of Australia	Narodna Banka na Republika Makedonija
Banque Nationale de Belgique	Banco de México
Centralna banka Bosne i Hercegovine	De Nederlandsche Bank
Banco Central do Brasil	Reserve Bank of New Zealand
Bulgarian National Bank	Norges Bank (Norwegen)
Banco Central de Chile	Oesterreichische Nationalbank
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
Seðlabanki Islands	South African Reserve Bank (Südafrika)
Bank of Israel	Bank of Thailand
Banca d'Italia	Ceská národní banka (Tschechische Republik)
Bank of Japan	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi
Bank of Canada	Magyar Nemzeti Bank (Ungarn)
Bank of Korea	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
Hrvatska narodna banka (Kroatien)	Bank of England
Latvijas Banka (Lettland)	

<sup>5</sup> Gemäß Artikel 15 der Statuten können sich nur Zentralbanken am Kapital der Bank beteiligen. Die Rechtslage der jugoslawischen Ausgabe des Aktienkapitals der BIZ wird derzeit überprüft, nachdem die Bundesrepublik Jugoslawien durch die Verfassungsänderungen vom Februar 2003 in die Union Serbien und Montenegro mit zwei getrennten Zentralbanken umgewandelt wurde.



# Jahresabschluss

vom 31. März 2006

Der Jahresabschluss für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr auf den Seiten 214 bis 243 wurde am 8. Mai 2006 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 26. Juni 2006.

Der Jahresabschluss einschließlich der dazugehörigen Anmerkungen wurde in englischer Sprache erstellt. In Zweifelsfällen wird auf die englische Fassung verwiesen.

Jean-Pierre Roth  
Vorsitzender

Malcolm D. Knight  
Generaldirektor

# Bilanz

vom 31. März 2006

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	2006	2005
<b>Aktiva</b>			
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	5	33,0	25,8
Gold und Goldeinlagen	6	11 348,0	8 617,0
Schatzwechsel	7	47 311,9	31 307,4
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	7	19 519,2	14 034,3
Terminguthaben und Kredite an Banken	8	87 898,5	80 316,5
Staats- und andere Wertpapiere	7	44 436,4	39 779,6
Derivative Finanzinstrumente	9	1 956,0	2 188,0
Kurzfristige Forderungen	10	7 444,7	4 028,6
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	11	188,4	189,2
<b>Aktiva insgesamt</b>		<b>220 136,1</b>	<b>180 486,4</b>
<b>Passiva</b>			
Währungseinlagen	12	185 991,5	150 618,8
Goldeinlagen	13	9 235,6	7 110,8
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	14	1 222,4	1 159,4
Derivative Finanzinstrumente	9	2 674,9	3 440,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	15	9 251,3	7 752,2
Sonstige Verbindlichkeiten	16	169,4	151,3
<b>Passiva insgesamt</b>		<b>208 545,1</b>	<b>170 233,1</b>
<b>Eigenkapital</b>			
Aktienkapital	17	683,9	683,9
Statutarische Reserven	18	9 071,7	8 743,2
Gewinn- und Verlustrechnung		599,2	370,9
Abzüglich: Eigene Aktien	20	(1,7)	(396,2)
Sonstige Eigenkapitalposten	21	1 237,9	851,5
<b>Eigenkapital insgesamt</b>		<b>11 591,0</b>	<b>10 253,3</b>
<b>Passiva und Eigenkapital insgesamt</b>		<b>220 136,1</b>	<b>180 486,4</b>

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	<b>2006</b>	2005
Zinsertrag	23	6 239,1	4 058,8
Zinsaufwand	24	(5 569,1)	(3 384,1)
Bewertungsänderungen netto	25	(74,1)	(183,1)
<b>Nettozinsertrag</b>		<b>595,9</b>	491,6
Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen	26	2,7	1,3
Nettodevisenverlust	27	(25,2)	(34,5)
<b>Geschäftsertrag insgesamt</b>		<b>573,4</b>	458,4
Geschäftsaufwand	28	(146,9)	(145,0)
<b>Operativer Gewinn</b>		<b>426,5</b>	313,4
Nettogewinn aus Veräußerung von Anlagepapieren	29	58,2	7,0
Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva	30	114,5	50,5
<b>Reingewinn für das Geschäftsjahr</b>		<b>599,2</b>	370,9
<b>Unverwässertes und verwässertes Ergebnis je Aktie (SZR je Aktie)</b>	31	<b>1 108,5</b>	762,1

# Mittelflussrechnung

für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr

Mio. SZR	Anmerkung	2006	2005
<b>Mittelfluss aus / (eingesetzt in) der operativen Tätigkeit</b>			
Operativer Gewinn		426,5	313,4
<b>Nicht zahlungswirksame Positionen im operativen Gewinn</b>			
Abschreibungen auf Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	11	13,3	15,7
<b>Nettoveränderung der operativen Aktiva und Passiva</b>			
Währungseinlagen		31 732,0	15 329,4
Bankgeschäftsaktiva in Währungen		(30 719,4)	(16 371,2)
Goldeinlagen (Passiva)		2 124,8	(182,7)
Gold und Goldeinlagen (Bankgeschäftsaktiva)		(2 118,0)	322,6
Kurzfristige Forderungen		0,3	1,3
Sonstige Passiva / kurzfristige Verbindlichkeiten		19,6	17,5
Derivative Finanzinstrumente netto		(533,7)	234,0
<b>Nettomittelfluss aus / (eingesetzt in) der operativen Tätigkeit</b>		<b>945,4</b>	<b>(320,0)</b>
<b>Mittelfluss aus / (eingesetzt in) der Anlagetätigkeit</b>			
Nettoveränderung der Anlageaktiva in Währungen	7B	(1 676,9)	207,2
Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere		63,0	(65,9)
Nettoveränderung der Goldanlageaktiva	6B	187,9	110,7
Nettokäufe von Grundstücken, Gebäuden und Geschäftsausstattung	11	(12,6)	(14,9)
<b>Nettomittelfluss aus / (eingesetzt in) der Anlagetätigkeit</b>		<b>(1 438,6)</b>	<b>237,1</b>
<b>Mittelfluss aus / (eingesetzt in) der Finanzierungstätigkeit</b>			
Gezahlte Dividenden		(114,4)	(104,0)
Wiederveräußerung eigener Aktien	20	468,2	536,7
Im Jahr 2001 zurückgenommene Aktien – Zahlungen an ehemalige Aktionäre	16	(1,5)	(10,6)
<b>Nettomittelfluss aus / (eingesetzt in) der Finanzierungstätigkeit</b>		<b>352,3</b>	<b>422,1</b>
<b>Nettomittelfluss insgesamt</b>		<b>(140,9)</b>	<b>339,2</b>
Nettoeffekte von Wechselkursveränderungen auf Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente			
		108,0	(10,1)
Nettoveränderung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente			
		(248,9)	349,3
<b>Nettozunahme / (-abnahme) der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente</b>		<b>(140,9)</b>	<b>339,2</b>
<b>Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zu Beginn des Geschäftsjahres</b>		<b>3 005,5</b>	<b>2 666,3</b>
<b>Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente am Ende des Geschäftsjahres</b>		<b>2 864,6</b>	<b>3 005,5</b>

## Vorgeschlagene Gewinnverwendung

für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr

Mio. SZR	Anmerkung	2006
<b>Reingewinn für das Geschäftsjahr</b>		<b>599,2</b>
Zuweisung an den Gesetzlichen Reservefonds	18	–
<b>Vorgeschlagene Dividende</b>		
SZR 245 je Aktie für 510 192 Aktien		(125,0)
Für 35 933 wiederveräußerte eigene Aktien (anteilig ab Valutadatum der Aktienzeichnung)	17	(7,4)
		<b>(132,4)</b>
<b>Vorgeschlagene Zuweisungen an Reserven</b>		<b>466,8</b>
Allgemeiner Reservefonds	18	(46,7)
Besonderer Dividenden-Reservefonds	18	(6,0)
Freier Reservefonds	18	(414,1)
<b>Saldo nach Zuweisungen an die Reserven</b>		<b>–</b>

Die vorgeschlagene Gewinnverwendung entspricht Artikel 51 der Statuten der Bank.

## Veränderungen der statutarischen Reserven der Bank

für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr

Mio. SZR	Anmerkung					2006
		Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	Statutarische Reserven insgesamt
<b>Stand am 31. März 2005</b>		<b>68,3</b>	<b>2 815,4</b>	<b>130,0</b>	<b>5 729,5</b>	<b>8 743,2</b>
Verwendung des Gewinns 2004/05	18	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Wiederveräußerung eigener Aktien	20	–	72,0	–	–	72,0
<b>Stand am 31. März 2006 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>		<b>68,3</b>	<b>2 913,1</b>	<b>136,0</b>	<b>5 954,3</b>	<b>9 071,7</b>
Vorgeschlagene Zuweisungen an die Reserven	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
<b>Stand am 31. März 2006 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>		<b>68,3</b>	<b>2 959,8</b>	<b>142,0</b>	<b>6 368,4</b>	<b>9 538,5</b>

# Veränderungen des Eigenkapitals der Bank

für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr

<i>Mio. SZR</i>	Anmerkung	Aktien- kapital	Statuta- rische Reserven	Gewinn und Verlust	Eigene Aktien	Sonstige Eigen- kapital- posten	Eigen- kapital insgesamt
<b>Eigenkapital am 31. März 2004</b>		<b>683,9</b>	<b>8 230,8</b>	<b>536,1</b>	<b>(852,6)</b>	<b>1 011,8</b>	<b>9 610,0</b>
<b>Ertrag</b>							
Reingewinn 2004/05		-	-	370,9	-	-	370,9
Bewertungsänderungen bei Goldanlageaktiva netto	21B	-	-	-	-	(74,0)	(74,0)
Bewertungsänderungen bei Anlagepapieren netto	21A	-	-	-	-	(86,3)	(86,3)
<b>Erfasster Ertrag insgesamt</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>370,9</b>	<b>-</b>	<b>(160,3)</b>	<b>210,6</b>
Zahlung der Dividende 2003/04		-	-	(104,0)	-	-	(104,0)
Verwendung des Gewinns 2003/04		-	432,1	(432,1)	-	-	-
Wiederveräußerung eigener Aktien	20	-	80,3	-	456,4	-	536,7
<b>Eigenkapital am 31. März 2005</b>		<b>683,9</b>	<b>8 743,2</b>	<b>370,9</b>	<b>(396,2)</b>	<b>851,5</b>	<b>10 253,3</b>
<b>Ertrag</b>							
Reingewinn 2005/06		-	-	599,2	-	-	599,2
Bewertungsänderungen bei Goldanlageaktiva netto	21B	-	-	-	-	582,9	582,9
Bewertungsänderungen bei Anlagepapieren netto	21A	-	-	-	-	(196,5)	(196,5)
<b>Erfasster Ertrag insgesamt</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>599,2</b>	<b>-</b>	<b>386,4</b>	<b>98,6</b>
Zahlung der Dividende 2004/05		-	-	(114,4)	-	-	(114,4)
Verwendung des Gewinns 2004/05		-	256,5	(256,5)	-	-	-
Wiederveräußerung eigener Aktien	20	-	72,0	-	396,2	-	468,2
Umbuchung eines Kredits an ein Konsortium von Zentralbanken	20	-	-	-	(1,7)	-	(1,7)
<b>Eigenkapital am 31. März 2006 gemäß Bilanz, vor vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>		<b>683,9</b>	<b>9 071,7</b>	<b>599,2</b>	<b>(1,7)</b>	<b>1 237,9</b>	<b>11 591,0</b>
Vorgeschlagene Dividende		-	-	(132,4)	-	-	(132,4)
Vorgeschlagene Zuweisungen an die Reserven		-	466,8	(466,8)	-	-	-
<b>Eigenkapital am 31. März 2006 nach vorgeschlagener Gewinnverwendung</b>		<b>683,9</b>	<b>9 538,5</b>	<b>-</b>	<b>(1,7)</b>	<b>1 237,9</b>	<b>11 458,6</b>

Per 31. März 2006 sind in den statutarischen Reserven Aktienagios in Höhe von SZR 811,7 Mio. enthalten (31. März 2005: 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 55 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 befragen, 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

Die nachfolgend dargelegten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden gelten, wenn nicht anders angegeben, für beide dargestellten Geschäftsjahre.

### A. Umfang des Jahresabschlusses

Dieser Jahresabschluss enthält sämtliche Aktiva und Passiva, die von der Bank kontrolliert werden und bei denen der wirtschaftliche Nutzen sowie Rechte und Pflichten überwiegend bei der Bank liegen.

Aktiva und Passiva im Namen der Bank, die von ihr jedoch nicht kontrolliert werden, sind in diesem Jahresabschluss nicht berücksichtigt. Angaben zu außerbilanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten finden sich in Anmerkung 35.

### B. Klassifizierung von Finanzinstrumenten

Jedes Finanzinstrument wird, wenn es zum ersten Mal ausgewiesen wird, je nach Art und Zweck einer der folgenden Kategorien zugeordnet:

- Kredite und Forderungen
- Ergebniswirksam
- Zur Veräußerung verfügbar

Die Klassifizierung des Finanzinstruments bestimmt die Bilanzierungs- und Bewertungsmethode, wie nachstehend beschrieben.

Bei Finanzinstrumenten, die als „ergebniswirksam“ klassifiziert werden, ändert die Bank diese Zuordnung später nicht mehr.

### C. Funktional- und Darstellungswährung

Die Funktional- und Darstellungswährung 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 30. Dezember 2005 verabschiedet wurde und am 1. Januar 2006 in Kraft trat. Nach derzeitiger Berechnung entspricht 1 SZR der Summe von USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 und GBP 0,0903. Vor dem 1. Januar 2006 entsprach 1 SZR der Summe von USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 und GBP 0,0984. Der Wert des SZR per 31. Dezember 2005 war nach dem alten und dem neuen Korb gleich; die geänderte Gewichtung der Währungen hatte keine nennenswerten Gewinne oder Verluste zur Folge. Der IWF überprüft die Zusammensetzung dieses Währungskorbs alle fünf Jahre, das nächste Mal im Dezember 2010.

Sämtliche im vorliegenden Jahresabschluss enthaltenen Zahlen beziehen sich auf Mio. SZR, sofern nicht anders angegeben.

### D. Währungsumrechnung

Monetäre Aktiva und Passiva werden zum Wechselkurs des Bilanzstichtags in SZR umgerechnet. Andere Aktiva und Passiva werden zum Wechselkurs des Transaktionstags in SZR umgerechnet. Gewinne und Verluste werden zu einem Durchschnittskurs in SZR umgerechnet. Umrechnungsdifferenzen infolge der wiederholten Umrechnung von monetären Aktiva und Passiva sowie infolge der Abwicklung von Transaktionen werden als Nettodevisengewinne bzw. -verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

### E. Sehr kurzfristige monetäre Aktiva und Passiva

Die sehr kurzfristigen monetären Aktiva umfassen Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken sowie Kündigungskonten (die unter „Terminguthaben und Kredite an Banken“ bilanziert sind). Die sehr kurzfristigen Passiva umfassen Sicht- und Kündigungseinlagen (die unter „Währungseinlagen“ bilanziert sind). Diese Finanzinstrumente haben meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen. Sie werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

Sie werden in der Bilanz auf der Basis des Abwicklungsdatums zum Kapitalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Die Zinsen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsertrag“ (Aktiva) bzw. „Zinsaufwand“ (Passiva) verbucht.

#### **F. Gold und Goldeinlagen**

„Gold“ sind Goldbarren, die auf Sichtkonten gehalten werden. Die Goldeinlagen umfassen auf der Aktivseite befristete Golddarlehen an Geschäftsbanken, auf der Passivseite Gold-Sicht- und -Termineinlagen von Zentralbanken. Sie werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

Diese Finanzinstrumente werden zu ihrem Goldgewicht in der Bilanz ausgewiesen (zum Gold-Marktpreis und zum US-Dollar-Wechselkurs in SZR umgerechnet), zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

Die Goldeinlagen auf der Aktiv- und der Passivseite werden auf der Basis des Handelsdatums bilanziert. Käufe und Verkäufe von Gold werden auf der Basis des Abwicklungsdatums bilanziert. Terminkäufe und -verkäufe von Gold werden bis zum Abwicklungsdatum als Derivate behandelt.

Die Zinsen für Goldeinlagen sind periodengerecht abgegrenzt unter „Zinsertrag“ (Aktiva) bzw. „Zinsaufwand“ (Passiva) verbucht. Die Behandlung realisierter und unrealisierter Gewinne bzw. Verluste aus Neubewertung hängt von der Klassifizierung der Goldeinlagen ab:

##### **1. Goldeinlagen (Passiva) und damit verbundene Bankgeschäftsaktiva**

Die Bank tätigt im Auftrag von Zentralbankkunden Bankgeschäfte in Gold, bei denen sie ein begrenztes Goldpreisrisiko eingeht. Diese Finanzinstrumente werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert. Der Nettogewinn bzw. -verlust aus diesen Goldtransaktionen wird in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettodevisengewinn/(-verlust)“ verbucht.

Der Nettogewinn bzw. -verlust aus der erneuten Umrechnung der Goldnettoposition im Bankgeschäft wird in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettodevisengewinn/(-verlust)“ verbucht.

##### **2. Goldanlageaktiva**

Die eigenen Goldbestände der Bank werden als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifiziert. Unrealisierte Gewinne bzw. Verluste der Goldanlageaktiva der Bank gegenüber dem Einstandswert werden 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 Funktional- und Darstellungswährung 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.

Gewinne bzw. Verluste, die bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva realisiert werden, sind in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva“ verbucht.

#### **G. Anlageaktiva in Währungen**

Zu den Anlageaktiva in Währungen gehören mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere sowie Staats- und andere Wertpapiere. Sie werden langfristig – wenn auch nicht unbedingt bis zur Fälligkeit – gehalten und sind als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifiziert.

Sie werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsertrag“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Anlageaktiva in Währungen neu zum Fair Value (Zeitwert) bewertet; unrealisierte Gewinne bzw. Verluste werden auf dem Wertpapierbewertungskonto verbucht, das in der Bilanz in „Sonstige Eigenkapitalposten“ enthalten ist. Bei der Veräußerung realisierte Gewinne werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettogewinn aus Veräußerung von Anlagepapieren“ verbucht.

#### **H. Mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere**

Soweit diese Passiva mit der Verwaltung von Bankgeschäftsaktiva in Währungen zusammenhängen, werden sie als ergebniswirksame Finanzinstrumente klassifiziert. Sind sie mit Anlageaktiva in Währungen verbunden, werden sie als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

Sie werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen werden unter „Zinsaufwand“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die als „ergebniswirksam“ klassifizierten Instrumente neu zum Fair Value bewertet. Die dabei entstehenden unrealisierten Gewinne bzw. Verluste werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Bewertungsänderungen netto“ verbucht.

#### **I. Derivate**

Derivate werden entweder zur Steuerung des Marktrisikos der Bank oder für Handelszwecke eingesetzt. Sie werden als ergebniswirksame Finanzinstrumente klassifiziert.

Sie werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsertrag“ verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Derivate neu zum Fair Value bewertet. Alle dabei entstehenden realisierten und unrealisierten Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

Derivate werden bei für die Bank positivem Fair Value des Kontrakts auf der Aktivseite, bei für die Bank negativem Fair Value auf der Passivseite ausgewiesen.

#### **J. Währungseinlagen (Passiva) und damit verbundene Bankgeschäftsaktiva**

Diese Finanzinstrumente machen den größten Teil der Bilanz der Bank aus. Sie umfassen Schatzwechsel, mit

Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere, Terminguthaben und Kredite an Banken, Staats- und andere Wertpapiere sowie Währungseinlagen.

Die Bilanzierung der sehr kurzfristigen Einlagen auf der Passivseite wird in Abschnitt E oben beschrieben.

Für bestimmte Währungseinlageninstrumente tritt die Bank als Marktmacher auf und realisiert daher aus diesen Passiva Gewinne bzw. Verluste.

Entsprechend den Risikomanagementgrundsätzen der Bank wird das mit diesen Geschäften verbundene Marktrisiko insgesamt auf Basis des Fair Value gesteuert, d.h. alle einschlägigen Aktiva, Passiva und Derivate werden im Währungs-Bankgeschäftsportfolio zusammengefasst. Die realisierten und unrealisierten Gewinne bzw. Verluste aus Währungseinlagen der Passivseite werden somit weitgehend durch realisierte und unrealisierte Verluste bzw. Gewinne aus den Bankgeschäftsaktiva, Derivaten oder anderen Währungseinlagen auf der Passivseite ausgeglichen.

Um die Bilanzierungsunstimmigkeiten zu vermindern, die entstehen würden, wenn realisierte und unrealisierte Gewinne bzw. Verluste auf unterschiedlicher Basis ausgewiesen würden, klassifiziert die Bank alle einschlägigen Aktiva und Passiva im Währungs-Bankgeschäftsportfolio als ergebniswirksame Instrumente.

Alle entsprechenden Finanzinstrumente werden zunächst auf Basis des Handelsdatums zum Einstandswert bilanziert. Die danach auflaufenden Zinsen und die Amortisierung der gezahlten Aufschläge und erhaltenen Abschläge werden unter „Zinsaufwand“ (Währungseinlagen auf der Passivseite) bzw. unter „Zinsertrag“ (entsprechende Bankgeschäftsaktiva) verbucht.

Nach dem Handelsdatum werden die Finanzinstrumente neu zum Fair Value bewertet. Alle dabei entstehenden realisierten und unrealisierten Wertänderungen gehen in den Posten „Bewertungsänderungen netto“ der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

### **K. Bewertungsgrundsätze**

Die Bank weist ihre Finanzinstrumente in der Bilanz größtenteils zum Fair Value aus; Veränderungen des Fair Value fließen in der Regel in die Gewinn- und Verlustrechnung ein. Der Fair Value eines Finanzinstruments wird definiert als der Betrag, zu dem wohlinformierte, abschlussbereite Parteien es zu marktüblichen Bedingungen übernehmen könnten. Zentral bei diesem Bilanzierungsgrundsatz ist, wie die Bank den Fair Value von Finanzinstrumenten ermittelt.

Sie verwendet hierzu verlässliche notierte Marktpreise von aktiven Märkten. Existiert kein aktiver Markt oder sind solche Preise aus anderen Gründen nicht verfügbar, bestimmt die Bank den Fair Value anhand von Finanzmodellen mit einer Analyse der abgezinsten Barmittelströme, die sich auf Schätzungen der künftigen Barmittelströme, Zinssätze und Wechselkurse und der künftigen Geschwindigkeit vorzeitiger Tilgungen sowie auf Kredit-, Liquiditäts- und Volatilitätsfaktoren stützt.

Obwohl die Bestimmung des Fair Value in einigen Fällen ein erhebliches Maß an Schätzungen, Annahmen und Ermessen erfordert, sind die in der Bilanz ausgewiesenen Fair Values und die in die Gewinn- und Verlustrechnung

eingeflossenen Veränderungen dieser Werte nach Überzeugung der Bank angemessen und entsprechen der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Lage.

### **L. 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 zum Einstandswert bilanziert.

### **M. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung**

Die Kosten der Gebäude und der Geschäftsausstattung der Bank werden kapitalisiert und linear über die geschätzte Nutzungsdauer dieser Aktiva wie folgt abgeschrieben:

Gebäude: 50 Jahre

Gebäudeeinrichtungen und -technik: 15 Jahre

Informationstechnologieausstattung: 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.

### **N. 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 verlässlich geschätzt werden kann. Die Höhe zu bildender Rückstellungen wird anhand von bestmöglichen Schätzungen und von Annahmen festgelegt.

### **O. Vorsorgeverpflichtungen**

Die Bank führt drei Vorsorgeeinrichtungen: ein Pensionsystem für das Personal, einen Pensionsplan für die Verwaltungsratsmitglieder und eine Kranken- und Unfallversicherung für derzeitige und ehemalige Personalmitglieder. Alle Einrichtungen werden jährlich von unabhängigen Aktuarien bewertet.

#### *Pensionssystem des Personals*

Die Bank betreibt für ihr Personal ein leistungsorientiertes Pensionssystem, dessen Leistungen auf dem zuletzt bezogenen Gehalt basieren. Es beruht auf einem Fonds ohne eigene Rechtspersönlichkeit, aus dem die Leistungen gezahlt werden. Die Aktiva des Fonds werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem System angeschlossen sind. Die Bank trägt die letzte Haftung für alle gemäß dem System geschuldeten Leistungen.

Die Verbindlichkeit aus dem Pensionsfonds des Personals basiert auf dem Barwert der nach dem Leistungsprimat ermittelten Verpflichtung zum Bilanzstichtag, abzüglich des

Fair Value des Fondsvermögens zum Bilanzstichtag sowie bereinigt um nicht erfasste versicherungsmathematische Gewinne und Verluste und den nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwand. Der Umfang dieser nach dem Leistungsprimat ermittelten Verpflichtung wird mithilfe der Anwartschaftsbarwertmethode berechnet, der Barwert anhand der geschätzten zukünftigen Mittelabflüsse. Die Mittelflüsse werden zu einem Satz abgezinst, den die Bank anhand der Marktrenditen von Schweizer-Franken-Unternehmensanleihen mit hohem Rating und mit ähnlichen Restlaufzeiten wie die entsprechende Verbindlichkeit bestimmt.

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 Verpflichtung nach Leistungsprimat. 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 Verbindlichkeiten sind im Bilanzposten „Sonstige Verbindlichkeiten“ enthalten.

#### *Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder*

Die Bank unterhält für die Verwaltungsratsmitglieder einen Pensionsplan mit Leistungsprimat ohne Fondsvermögen. Die Berechnungsgrundlagen für die Verbindlichkeit, die Verpflichtung nach Leistungsprimat und den in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchten Betrag in Bezug auf den Pensionsplan des Verwaltungsrats sind ähnlich wie diejenigen für das Pensionssystem des Personals.

#### *Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand*

Die Bank unterhält für ihre Personalmitglieder im Ruhestand ein Kranken- und Unfallversicherungssystem ohne Fondsvermögen. Die Berechnungsgrundlagen für die Verbindlichkeit, die Leistungsverpflichtung und den in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchten Betrag in Bezug auf das Kranken- und Unfallversicherungssystem sind ähnlich wie diejenigen für das Pensionssystem des Personals.

#### *„Korridor“-Konzept*

Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste entstehen durch Erfahrungswertanpassungen (wenn das tatsächliche Ergebnis von den vorherigen versicherungsmathematischen Annahmen abweicht), Änderungen der versicherungsmathematischen Annahmen und Änderungen des Pensionsregulativs. Wenn die kumulierten nicht ausgewiesenen versicherungsmathematischen Gewinne bzw. Verluste die Leistungsverpflichtung oder das entsprechende Deckungsvermögen (je nachdem, welches höher ist) um mehr als 10% überschreiten, wird die über den Korridor von 10% hinausgehende Unterdeckung über die erwartete verbleibende Dienstzeit der betreffenden Personalmitglieder amortisiert.

### **P. Mittelflussrechnung**

Die Mittelflussrechnung der Bank wird mithilfe einer indirekten Methode erstellt. Sie beruht auf den Bewegungen in der Bilanz der Bank, bereinigt um Veränderungen bei den Finanzgeschäften vor Abwicklung.

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, ihr Urteilsvermögen und eigene Annahmen.

Urteilsvermögen ist sowohl bei der Festlegung als auch bei der Anwendung der Bilanzierungsgrundsätze der Bank erforderlich. Wie dieses Urteilsvermögen bei der Klassifizierung und Bewertung von Finanzinstrumenten eingesetzt wird, ist für das Verständnis dieses Jahresabschlusses von wesentlicher Bedeutung.

Zu den Annahmen gehören zukunftsgerichtete Schätzungen, z.B. bei der Bewertung von Aktiva und Passiva sowie bei der Einschätzung der Vorsorgeverpflichtungen und der Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten.

Die späteren tatsächlichen Ergebnisse können erheblich von den Schätzungen abweichen.

## **4. 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 durch Mitarbeiter, durch versagende oder unzulängliche Abläufe bzw. Systeme oder durch externe Ereignisse finanzielle Verluste und/oder Reputationsschäden entstehen.

### **B. Risikomanagement der Bank**

#### *Organisationsstruktur*

Die Bank wird so geführt, dass sie ihre Aufgabe, Dienstleistungen für Zentralbanken zu erbringen, erfüllen kann

und gleichzeitig eine angemessene Rendite erzielt, um ihre solide Eigenkapitalbasis zu halten.

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 Risiken der Compliance und sensibilisiert die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter für Compliance-Fragen. Sie übt ferner eine Überwachungs- und Berichts- sowie – in Zusammenarbeit mit dem Rechtsdienst – eine Beratungsfunktion aus.

Die Interne Revision überprüft die bankinternen Kontrollverfahren und berichtet darüber, inwieweit sie mit internen Standards und Best-Practice-Richtlinien des Finanzsektors im Einklang stehen. Zur Internen Revision gehört auch die Überprüfung der Risikomanagementverfahren, der internen Kontrollsysteme, der Informationssysteme und der Führungsabläufe. Die Interne Revision ist unmittelbar dem Generaldirektor und dem Stellvertretenden Generaldirektor unterstellt.

Der Stellvertretende Generaldirektor ist für das Risikocontrolling und die Compliance der Bank verantwortlich.

Die Leiter der Compliance-Stelle und der Internen Revision erstatten darüber hinaus regelmäßig dem Revisionskomitee des Verwaltungsrats Bericht.

#### Struktur der Aktiva und Passiva

Aktiva und Passiva sind in zwei Bereiche organisiert:

##### 1. Einen Bankgeschäftsbereich, der Währungs- und Gold-einlagen (Passiva) sowie damit verbundene Bankgeschäftsaktiva und Derivate umfasst

In diesem Bereich geht die Bank ein begrenztes Zinsänderungs-, Goldpreis- und Fremdwährungsrisiko ein.

##### 2. Einen Anlagebereich, der Aktiva, Passiva und Derivate umfasst, die vorwiegend mit als Eigenkapital definierten Anlagen zusammenhängen

Die Bank hält ihr Eigenkapital größtenteils in Finanzinstrumenten, die auf die Währungen des SZR-Korbs lauten. Sie werden unter Verwendung einer Anleihebenchmark mit fester Duration verwaltet. Der Rest wird in Gold gehalten.

### 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 Berichte 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 wahrscheinlich 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 wahrt eine sehr solide Eigenkapitalausstattung, 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 2006 dar.

31. März Mio. SZR	2006	2005
Aktienkapital	683,9	683,9
Statutarische Reserven	9 071,7	8 743,2
Abzüglich: Eigene Aktien	(1,7)	(396,2)
<b>Kernkapital</b>	<b>9 753,9</b>	9 030,9
Gewinn- und Verlustrechnung	599,2	370,9
Sonstige Eigenkapitalposten	1 237,9	851,5
<b>Eigenkapital insgesamt</b>	<b>11 591,0</b>	10 253,3

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 Derivate der Bank ermittelt. Wegen des Anteils von Staatspapieren (mit Risikogewicht null) an ihren Aktiva sind die Eigenkapitalquoten der Bank hoch. Die Kernkapitalquote der Bank betrug am 31. März 2006 32,4% (2005: 35,8%).

### 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 eingeschränkter Zugang 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 Schuldnern 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 Management der Bank in einem vom Verwaltungsrat vorgegebenen Rahmen 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, auf deren Grundlage sie interne Bonitätseinstufungen vergibt und Kreditlimits festlegt.

Das Ausfallrisiko in den Wertpapierbeständen der Bank wird durch den sehr liquiden Charakter der meisten Aktiva begrenzt. Wenn das Management der Bank zu dem Schluss kommt, dass eine Gegenpartei ein zu hohes Ausfallrisiko aufweist, werden die Wertpapiere abgestoßen.

Das Ausfallrisiko bei außerbörslichen Derivaten wird mithilfe von Besicherungsvereinbarungen gemindert. Am 31. März 2005 hielt die Bank G10-Staatspapiere im Nomi-

nalwert von SZR 93,6 Mio. als Sicherheit für außerbörsliche Derivate. Am 31. März 2006 hielt die Bank keine Sicherheiten für außerbörsliche Derivate.

Die Bank stellt mit ihrer Kreditpolitik sicher, dass ihre Aktiva überwiegend in G10-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.

31. März

Sektor Prozent	2006	2005
Staaten	34,1	32,5
Finanzinstitute	63,1	61,7
Sonstige	2,8	5,8
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

31. März

Interne Bonitätseinstufung BIZ (ausgedrückt als entsprechendes langfristiges Rating) Prozent	2006	2005
AAA	26,5	26,3
AA	54,7	57,0
A	18,5	16,1
BBB+ und tiefer (einschl. Risiken ohne Rating)	0,3	0,6
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

#### 2. Erfüllungsrisiko

Die Bank minimiert das Erfüllungsrisiko durch:

- Inanspruchnahme etablierter Clearingzentren
- 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 Sensitivität gegenüber bestimmten Marktrisikofaktoren. Der VaR drückt die statistische Schätzung des höchstmöglichen Verlusts – unter Annahme eines vorgegebenen Zeithorizonts und mit einem bestimmten Konfidenzniveau – für das aktuelle Portfolio aus.

Das zur Unterlegung des Marktrisikos erforderliche ökonomische Kapital wird für das gesamte Marktrisiko aggregiert gemessen und gesteuert. Das Management der Bank limitiert das für das Marktrisiko einzusetzende ökonomische Kapital in einem vom Verwaltungsrat vorgegebenen Rahmen.

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 Fair Value von Aktiva und Passiva. Die Bank ist dem Goldpreisrisiko hauptsächlich durch ihre eigenen Goldanlageaktiva (165 Tonnen; 2005: 180 Tonnen) ausgesetzt. Dieses Gold wird in Verwahrung gehalten oder als Einlage bei Geschäftsbanken hinterlegt. Am 31. März 2006 machten die Goldbestände rund 19% des Eigenkapitals aus (31. März 2005: 16%). 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 Fair Value 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 regelmäßig anpasst 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 <i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Schweizer Franken	(140,6)	(137,0)
US-Dollar	26,7	21,3
Euro	(20,0)	4,3
Yen	21,3	36,7
Pfund Sterling	17,1	12,7
Schwedische Krone	56,4	58,1
Australischer Dollar	34,7	0,7
Sonstige Währungen	4,4	3,2

Die oben ausgewiesene Schweizer-Franken-Position ist hauptsächlich auf die Vorsorgeverpflichtungen der Bank zurückzuführen (Anmerkung 22).

### 3. Zinsänderungsrisiko

Das Zinsänderungsrisiko ist der potenzielle Effekt von Zinsänderungen auf den Fair Value 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

#### 31. März 2006

<i>Mio. SZR</i>	Bis 6 Monate	6–12 Monate	1–2 Jahre	2–3 Jahre	3–4 Jahre	4–5 Jahre	Über 5 Jahre
Euro	(3,7)	(4,7)	(5,9)	(9,2)	(22,3)	(19,7)	(70,3)
Yen	0,4	0,1	(5,4)	(5,0)	(7,1)	(6,5)	(14,1)
Pfund Sterling	–	(5,3)	(3,9)	(4,9)	(6,4)	(9,5)	(12,3)
Schweizer Franken	(0,5)	(0,9)	(1,3)	–	(0,4)	(0,1)	–
US-Dollar	(4,7)	(23,9)	(32,3)	(18,4)	(17,8)	(26,2)	(78,3)
Sonstige Währungen	(1,8)	7,8	(15,1)	(22,4)	(0,3)	(6,6)	(0,2)
<b>Insgesamt</b>	<b>(10,3)</b>	<b>(26,9)</b>	<b>(63,9)</b>	<b>(59,9)</b>	<b>(54,3)</b>	<b>(68,6)</b>	<b>(175,2)</b>

#### 31. März 2005

<i>Mio. SZR</i>	Bis 6 Monate	6–12 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)	–	–	–	–
<b>Insgesamt</b>	<b>12,2</b>	<b>17,5</b>	<b>(70,3)</b>	<b>(26,6)</b>	<b>(28,2)</b>	<b>(48,1)</b>	<b>(144,6)</b>

Verwendung einer Anleihebenchmark mit fester Duration 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 Sensitivität der Fair Values gegenüber Zinsänderungen. Das Marktrisiko wird mithilfe von ökonomischem Kapital, VaR und auf Stresstests basierenden Limits eingeschränkt.

In den Tabellen auf der vorhergehenden Seite wird dargestellt, wie sich eine Verschiebung der einschlägigen Renditenstrukturkurve um 1 Prozentpunkt nach oben auf das Eigenkapital der Bank auswirkt.

### 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 Geschäfts-

tagen zum Fair Value zurückzunehmen. Die Bank wird so geführt, dass ein hoher Grad an Liquidität gewahrt wird, damit sie jederzeit den Bedürfnissen ihrer Kunden entsprechen kann.

Die Bank hat ein Rahmenkonzept für die Liquiditätssteuerung entwickelt, das auf einem statistischen Modell mit konservativen Annahmen hinsichtlich Mittelzuflüssen und Liquidität der Passiva beruht. Innerhalb dieses Rahmens hat der Verwaltungsrat ein Limit für die Liquiditätsquote der Bank festgelegt; danach müssen die liquiden Aktiva mindestens 100% des potenziellen Liquiditätsbedarfs der Bank betragen. Darüber hinaus werden Liquiditätsstresstests durchgeführt, bei denen extreme Abzugsszenarien angenommen werden, die weit über den geschätzten potenziellen Liquiditätsbedarf hinausgehen. Diese Stresstests definieren zusätzliche Liquiditätsanforderungen, die ebenfalls erfüllt werden müssen. Die Liquidität der Bank liegt stets deutlich über der Mindestliquiditätsquote.

Die folgenden Tabellen zeigen Aktiva und Passiva (sowie Derivate auf Nettobasis) zu Buchwerten, gegliedert nach vertraglicher Restlaufzeit zum Bilanzstichtag.

#### 31. März 2006

Mio. SZR	Bis 1 Monat	1–3 Monate	3–6 Monate	6–9 Monate	9–12 Monate	1–5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbestimmte Laufzeit	Insgesamt
<b>Aktiva</b>									
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	33,0	–	–	–	–	–	–	–	33,0
Gold und Goldeinlagen	7 312,1	329,4	608,0	268,0	156,0	2 569,8	104,7	–	11 348,0
Schatzwechsel	14 215,7	22 411,8	7 614,5	1 801,6	1 268,3	–	–	–	47 311,9
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	19 474,6	44,6	–	–	–	–	–	–	19 519,2
Terminguthaben und Kredite an Banken	38 682,6	16 856,1	13 981,8	9 046,6	9 264,1	67,3	–	–	87 898,5
Staats- und andere Wertpapiere	3 535,1	7 919,3	1 771,7	2 203,0	3 938,7	17 327,6	7 741,0	–	44 436,4
Kurzfristige Forderungen	7 441,1	–	–	–	–	3,6	–	–	7 444,7
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–	–	–	188,4	188,4
<b>Insgesamt</b>	<b>90 694,2</b>	<b>47 561,2</b>	<b>23 976,0</b>	<b>13 319,2</b>	<b>14 627,1</b>	<b>19 968,3</b>	<b>7 845,7</b>	<b>188,4</b>	<b>218 180,1</b>
<b>Passiva</b>									
Währungseinlagen									
Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente									
	(12 646,4)	(15 448,5)	(17 430,3)	(15 872,5)	(8 429,0)	(34 217,9)	(3 970,7)	–	(108 015,3)
Sonstige Währungseinlagen									
	(50 941,0)	(5 048,0)	(6 618,4)	(7 604,0)	(7 601,4)	(163,4)	–	–	(77 976,2)
Goldeinlagen									
	(7 420,9)	(198,7)	(568,1)	(160,5)	(39,3)	(743,5)	(104,6)	–	(9 235,6)
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere									
	(1 177,6)	(44,8)	–	–	–	–	–	–	(1 222,4)
Kurzfristige Verbindlichkeiten									
	(9 251,3)	–	–	–	–	–	–	–	(9 251,3)
Sonstige Verbindlichkeiten									
	(27,7)	–	–	–	–	–	–	(141,7)	(169,4)
<b>Insgesamt</b>	<b>81 464,9</b>	<b>(20 740,0)</b>	<b>(24 616,8)</b>	<b>(23 637,0)</b>	<b>(16 069,7)</b>	<b>(35 124,8)</b>	<b>(4 075,3)</b>	<b>(141,7)</b>	<b>(205 870,2)</b>
Derivative Finanzinstrumente netto	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	–	(718,9)
<b>Fälligkeitsinkongruenz</b>	<b>9 425,1</b>	<b>26 950,7</b>	<b>(708,2)</b>	<b>(10 515,1)</b>	<b>(1 648,8)</b>	<b>(15 773,0)</b>	<b>3 813,6</b>	<b>46,7</b>	<b>11 591,0</b>

31. März 2005

<i>Mio. SZR</i>	Bis 1 Monat	1-3 Monate	3-6 Monate	6-9 Monate	9-12 Monate	1-5 Jahre	Über 5 Jahre	Unbestimmte Laufzeit	Insgesamt
<b>Aktiva</b>									
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 Rückgabvereinbarung 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
<b>Insgesamt</b>	<b>64 572,1</b>	<b>35 707,7</b>	<b>24 228,6</b>	<b>16 110,7</b>	<b>14 489,0</b>	<b>17 740,2</b>	<b>5 257,3</b>	<b>192,8</b>	<b>178 298,4</b>
<b>Passiva</b>									
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)
<b>Insgesamt</b>	<b>(55 637,1)</b>	<b>(20 806,1)</b>	<b>(21 729,0)</b>	<b>(19 946,2)</b>	<b>(15 236,1)</b>	<b>(30 552,6)</b>	<b>(2 751,4)</b>	<b>(134,0)</b>	<b>(166 792,5)</b>
Derivative Finanzinstrumente netto	67,3	172,8	(152,1)	(43,6)	(236,8)	(823,8)	(236,4)	-	(1 252,6)
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

## 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:

- Menschliches Versagen oder Betrug (z.B. zu wenig Personal, Fehlen erforderlicher Kenntnisse, unzulängliche Schulung, unzulängliche Überwachung, Abgang wichtiger Mitarbeiter, unzulängliche Nachfolgeplanung oder Mangel an Integrität oder ethischen Maßstäben)
- 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 (z.B. sind Hardware, Software-Anwendungen, Betriebs-

systeme oder Infrastruktur, die die Tätigkeit der Bank erfordert, 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 überhaupt 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 der vorhandenen

Kontrollmechanismen („Control Self-Assessment“, CSA) das operationelle Risiko zu identifizieren und zu bewerten sowie die Wirksamkeit bestehender Kontrollen zu beurteilen. Die bankweite Einführung soll Ende 2006 abgeschlossen sein. In einer Machbarkeitsstudie wurden mögliche Wege zur Zusammenführung der CSA-Ergebnisse mit der Quantifizierung operationeller Risiken geprüft. Die BIZ hat in den letzten Jahren ihre internen Kontrollen weiter verstärkt – das Risikocontrolling, die Interne Revision und die Compliance. Derzeit arbeitet sie am Entwurf eines Rahmenkonzepts für die Handhabung operationeller Risiken.

## 5. 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.

## 6. Gold und Goldeinlagen (Aktiva)

### A. Goldbestände insgesamt

Die Goldbestände der Bank setzten sich wie folgt zusammen:

31. März		
Mio. SZR	2006	2005
Goldbarren bei Zentralbanken	7 132,0	5 170,2
Termineinlagen in Gold insgesamt	4 216,0	3 446,8
<b>Gold und Goldeinlagen insgesamt</b>	<b>11 348,0</b>	<b>8 617,0</b>
Davon:		
Goldanlageaktiva	2 259,5	1 646,5
Gold und Goldeinlagen – Bankgeschäftsaktiva	9 088,5	6 970,5

### B. Goldanlageaktiva

Die eigenen 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 21B wird das Goldbewertungskonto näher erläutert. Der Nettogewinn aus der Veräußerung von eigenen Goldanlageaktiva ist in Anmerkung 30 aufgeschlüsselt.

Die Goldanlageaktiva der Bank entwickelten sich wie folgt:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

Mio. SZR	2006	2005
Stand am Jahresanfang	1 646,5	1 780,7
Nettoveränderung der Goldanlageaktiva		
Platzierte Einlagen	382,0	400,5
Veräußerungen von Gold	(187,2)	(108,6)
Fälligkeiten und andere Nettoveränderungen	(382,7)	(402,6)
	(187,9)	(110,7)
Nettoveränderung der Geschäfte vor Abwicklung	103,5	–
Goldpreisveränderung	697,4	(23,5)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>2 259,5</b>	<b>1 646,5</b>

Am 1. April 2005 beliefen sich die Goldanlageaktiva der Bank auf 180 Tonnen Feingold. In dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr wurden 15 Tonnen veräußert (Anmerkung 30). Am 31. März 2006 betrug der Bestand 165 Tonnen Feingold.

## 7. Bankgeschäftsaktiva und Anlageaktiva in Währungen

### A. Bestände insgesamt

Zu den Bankgeschäfts- und Anlageaktiva in Währungen gehören Schatzwechsel, mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere, befristete Kredite 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.

Bankgeschäftsaktiva in Währungen werden als ergebniswirksame Instrumente klassifiziert, Anlageaktiva als „zur Veräußerung verfügbar“.

Mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere („Reverse Repos“) sind Transaktionen, bei denen die Bank eine Termineinlage bei einer Gegenpartei tätigt, die eine Sicherheit in Form von Wertpapieren stellt. Der Zinssatz für die Einlage wird zu Beginn der Transaktion festgelegt, und es besteht die unwiderrufliche Verpflichtung, die entsprechenden Wertpapiere gegen Rückzahlung der Einlage zurückzugeben. Während der Laufzeit des Geschäfts wird der Fair Value der Sicherheit überwacht; gegebenenfalls wird als Schutz gegen das Kreditrisiko eine Aufstockung der Sicherheit verlangt.

Befristete Kredite sind Anlagen bei Zentralbanken, internationalen Organisationen und Geschäftsbanken. Sie schließen Darlehen an Zentralbanken und internationale Organisationen im Rahmen von Stand-by-Fazilitäten (mit oder ohne feste Zusage) ein. Der Bilanzposten „Terminguthaben und Kredite an Banken“ umfasst ferner Kündigungskonten (Anmerkung 8).

Staats- und andere Wertpapiere sind Anlagen bei Zentralbanken, internationalen Organisationen und Geschäftsbanken in Form von fest und variabel verzinslichen Anleihen sowie forderungsunterlegten Wertpapieren.

In der nachstehenden Tabelle werden die Bestände der Bank an Bankgeschäfts- und Anlageaktiva in Währungen aufgeschlüsselt.

31. März	2006			2005		
	Bank- geschäft	Anlage- aktiva	Insgesamt	Bank- geschäft	Anlage- aktiva	Insgesamt
<i>Mio. SZR</i>						
<b>Schatzwechsel</b>	<b>47 311,9</b>	-	<b>47 311,9</b>	31 307,4	-	31 307,4
<b>Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere</b>	<b>18 296,8</b>	<b>1 222,4</b>	<b>19 519,2</b>	13 071,5	962,8	14 034,3
<b>Befristete Kredite und Kredite an Banken</b>	<b>85 066,9</b>	-	<b>85 066,9</b>	77 336,8	-	77 336,8
<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>						
Staaten	3 469,0	6 717,5	10 186,5	7 766,3	5 569,7	13 336,0
Finanzinstitute	24 617,4	957,5	25 574,9	16 629,7	876,4	17 506,1
Sonstige (einschl. öffentlicher Sektor)	7 578,4	1 096,6	8 675,0	7 934,2	1 003,3	8 937,5
	<b>35 664,8</b>	<b>8 771,6</b>	<b>44 436,4</b>	32 330,2	7 449,4	39 779,6
<b>Bankgeschäftsaktiva und Anlageaktiva in Währungen insgesamt</b>	<b>186 340,4</b>	<b>9 994,0</b>	<b>196 334,4</b>	154 045,9	8 412,2	162 458,1

## B. Anlageaktiva in Währungen

Die Anlageaktiva der Bank werden als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifiziert.

In Anmerkung 21A wird das Wertpapierbewertungskonto näher erläutert. Der Nettogewinn aus der Veräußerung von Anlagepapieren ist in Anmerkung 29 aufgeschlüsselt.

Die Währungsanlageaktiva der Bank entwickelten sich wie folgt:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Stand am Jahresanfang	8 412,2	8 762,6
Nettoveränderung der Anlageaktiva in Währungen		
Zugänge	21 358,5	14 133,8
Abgänge	(3 214,1)	(3 384,2)
Fälligkeiten und andere Nettoveränderungen	(16 467,5)	(10 956,8)
	1 676,9	(207,2)
Nettoveränderung der Geschäfte vor Abwicklung	43,2	(63,9)
Fair-Value- und sonstige Veränderungen	(138,3)	(79,3)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>9 994,0</b>	<b>8 412,2</b>

## 8. Terminguthaben und Kredite an Banken

Terminguthaben und Kredite an Banken umfassen befristete Kredite und Kündigungskonten.

Befristete Kredite werden als ergebniswirksame Instrumente klassifiziert.

Die Kündigungskonten werden als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert und sind in den Zahlungsmitteln und

Zahlungsmitteläquivalenten enthalten. Dies sind sehr kurzfristige Finanzaktiva, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben. Sie werden zum fortgeführten Einstandswert bilanziert.

31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Befristete Kredite und Kredite an Banken	85 066,9	77 336,8
Kündigungskonten	2 831,6	2 979,7
<b>Terminguthaben und Kredite an Banken insgesamt</b>	<b>87 898,5</b>	<b>80 316,5</b>

## 9. 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 Datum in einem bestimmten Umfang eine Währung, 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.

Optionen auf Futures sind vertragliche Vereinbarungen, die dazu berechtigen, aber nicht verpflichten, während eines festgelegten Zeitraums einen Future-Kontrakt zu einem festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen.

Devisen- und Goldswaps, Zins-/Währungsswaps und Zinsswaps sind Verpflichtungen zum Austausch einer Art von Zahlungsströmen gegen eine andere. Swappeschäfte beinhalten einen wirtschaftlichen Tausch von Währungen, Gold oder Zinssätzen (z.B. eines variablen Zinses gegen einen festen) 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 Zins-terminkontrakte, 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 Datum einen Devisen- oder Zinsswap zu einem festgelegten Preis abzuschließen.

In der nachstehenden Tabelle wird der Fair Value der derivativen Finanzinstrumente aufgeschlüsselt.

31. März	2006			2005		
	Nominalwert	Fair Value		Nominalwert	Fair Value	
		Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva
<i>Mio. SZR</i>						
Anleihefutures	381,3	–	(0,4)	721,1	1,0	(1,2)
Anleiheoptionen	168,0	–	(1,5)	82,7	0,7	–
Devisenoptionen	213,3	–	(0,3)	2 276,2	0,7	(4,4)
Devisen- und Goldswaps	38 674,9	460,5	(142,4)	31 993,1	480,6	(145,3)
Forward-Rate-Agreements	37 290,0	11,9	(7,5)	45 074,2	5,3	(3,2)
Optionen auf Futures	15 228,8	1,2	(0,2)	3 306,0	0,9	(0,5)
Swaptions	1 803,2	–	(20,5)	2 818,0	0,9	(16,6)
Währungs- und Goldterminkontrakte	4 212,5	18,8	(29,4)	1 297,6	16,0	(9,0)
Zinsfutures	42 923,3	0,1	(0,3)	19 195,0	1,4	(0,2)
Zinsswaps	250 096,2	1 274,3	(1 668,6)	202 919,6	1 433,8	(1 038,5)
Zins-/Währungsswaps	8 058,3	189,2	(803,8)	10 619,0	246,7	(2 221,7)
<b>Derivative Finanzinstrumente insgesamt am Jahresende</b>	<b>399 049,8</b>	<b>1 956,0</b>	<b>(2 674,9)</b>	<b>320 302,5</b>	<b>2 188,0</b>	<b>(3 440,6)</b>
<b>Derivative Finanzinstrumente netto am Jahresende</b>			<b>(718,9)</b>			<b>(1 252,6)</b>

## 10. Kurzfristige Forderungen

31. März	2006	2005
<i>Mio. SZR</i>		
Finanzgeschäfte vor Abwicklung	7 436,4	4 018,1
Sonstige Anlagen	8,3	10,5
<b>Kurzfristige Forderungen insgesamt</b>	<b>7 444,7</b>	<b>4 028,6</b>

Bei den „Finanzgeschäften vor Abwicklung“ handelt es sich um kurzfristige Forderungen (Fälligkeit in der Regel höchstens drei Tage), bei denen das Geschäft schon ausgeführt, jedoch noch kein Geld überwiesen wurde. Dazu gehören Vermögenswerte, die verkauft, und Schulden, die begeben wurden.

## 11. Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März <i>Mio. SZR</i>				2006	2005
	Grundstücke	Gebäude	IT und sonstige Sachanlagen	Insgesamt	Insgesamt
<b>Historischer Einstandswert</b>					
Stand am Jahresanfang	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Investitionen	–	–	12,6	12,6	14,9
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(0,6)	(0,6)	(16,8)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>41,2</b>	<b>185,1</b>	<b>98,2</b>	<b>324,5</b>	<b>312,5</b>
<b>Abschreibungen</b>					
Kumulierte Abschreibungen am Jahresanfang	–	72,5	50,8	123,3	124,4
Abschreibungen	–	4,0	9,3	13,3	15,7
Veräußerungen und Abgänge	–	–	(0,5)	(0,5)	(16,8)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>–</b>	<b>76,5</b>	<b>59,6</b>	<b>136,1</b>	<b>123,3</b>
<b>Nettobuchwert am Jahresende</b>	<b>41,2</b>	<b>108,6</b>	<b>38,6</b>	<b>188,4</b>	<b>189,2</b>

Der Abschreibungsbedarf für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr umfasste eine zusätzliche Abschreibung von SZR 1,0 Mio. nach einer Überprüfung auf Wertminderungen (2005: SZR 2,4 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.

## 12. Währungseinlagen (Passiva)

Währungseinlagen sind Buchforderungen gegenüber der Bank; sie sind in der untenstehenden Tabelle aufgliedert.

31. März <i>Mio. SZR</i>	2006	2005
<b>Mit 1–2 Tagen Kündigungsfrist rückzahlbare Einlageninstrumente</b>		
Medium-Term Instruments (MTI)	57 688,3	42 694,7
FIXBIS	50 327,0	53 712,0
	<b>108 015,3</b>	<b>96 406,7</b>
<b>Sonstige Währungseinlagen</b>		
FRIBIS	3 247,1	3 192,4
Termineinlagen	52 181,5	36 987,3
Sicht- und Kündigungseinlagen	22 547,6	14 032,4
	<b>77 976,2</b>	<b>54 212,1</b>
<b>Währungseinlagen insgesamt</b>	<b>185 991,5</b>	<b>150 618,8</b>
Davon:		
Als „ergebniswirksam“ klassifiziert	163 443,9	136 586,4
Als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert	22 547,6	14 032,4

*Medium-Term Instruments (MTI)* sind festverzinsliche Anlagen bei der BIZ mit vierteljährlichen Verfallterminen und Laufzeiten bis zu 10 Jahren. Die BIZ bietet außerdem MTI mit einer Kündigungsoption der Bank an, wobei der Ausübungspreis gleich dem Nennwert ist (kündbare MTI); die Kündigungstermine liegen zwischen April 2006 und März 2007 (2005: April 2005 und März 2007). Am 31. März 2006 waren in der Bilanz kündbare MTI im Betrag von SZR 6 262,9 Mio. enthalten (2005: SZR 3 720,1 Mio.).

*FIXBIS* sind festverzinsliche Anlagen bei der BIZ mit beliebiger Laufzeit von 1 Woche bis 1 Jahr.

*FRIBIS* sind variabel verzinsliche Anlagen bei der BIZ mit Laufzeit von 1 Jahr oder mehr, bei denen der Zins jeweils entsprechend den Marktbedingungen neu bestimmt wird.

*Termineinlagen* sind festverzinsliche Anlagen bei der BIZ, meist mit einer Laufzeit von weniger als 1 Jahr. Die Bank nimmt ferner Termineinlagen entgegen, die am Verfalltag nach Wahl der Bank entweder in der ursprünglichen Währung oder in einem festgelegten Betrag einer anderen Währung zurückzahlen sind (Doppelwährungseinlagen). Am 31. März 2006 waren in der Bilanz Doppelwährungseinlagen im Betrag von SZR 231,1 Mio. enthalten (2005: SZR 1 096,4 Mio.). Die Verfalltermine dieser Einlagen liegen zwischen April und Juni 2006 (2005: zwischen April und September).

*Sicht- und Kündigungseinlagen* sind sehr kurzfristige Finanzverbindlichkeiten, die meist eine Kündigungsfrist von höchstens drei Tagen haben. Sie sind als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert und werden zum fortgeführten Einstandswert bilanziert.

Bei bestimmten Einlageninstrumenten hat sich die Bank verpflichtet, sie mit einer Kündigungsfrist von einem oder zwei Geschäftstagen ganz oder teilweise – zum Fair Value – zurückzahlen. Bei diesen Geschäften entstehen der Bank realisierte Gewinne bzw. Verluste, die in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Bewertungsänderungen netto“ ausgewiesen werden.

Entsprechend den Risikomanagementgrundsätzen der Bank wird das mit diesen Geschäften verbundene Marktrisiko insgesamt auf Basis des Fair Value gesteuert, d.h. alle einschlägigen Aktiva, Passiva und Derivate werden im Währungs-Bankgeschäftsportfolio zusammengefasst. Die realisierten und unrealisierten Gewinne bzw. Verluste aus Währungseinlagen der Passivseite werden somit weitgehend durch realisierte und unrealisierte Verluste bzw. Gewinne aus den Bankgeschäftsaktiva, Derivaten oder anderen Währungseinlagen auf der Passivseite ausgeglichen.

Um die Bilanzierungsunstimmigkeiten zu vermindern, die entstehen würden, wenn realisierte und unrealisierte Gewinne bzw. Verluste auf unterschiedlicher Basis ausgewiesen würden, klassifiziert die Bank alle einschlägigen Aktiva und Passiva im Währungs-Bankgeschäftsportfolio als ergebniswirksame Instrumente.

Die Währungseinlagen (mit Ausnahme der Sicht- und Kündigungseinlagen) werden zum Fair Value bilanziert. Dieser Wert weicht von dem Betrag ab, den die Bank dem Inhaber der Einlage gemäß vertraglicher Verpflichtung bei Fälligkeit zahlen muss. Für die Währungseinlagen insgesamt, zuzüglich aufgelaufener Zinsen bis zum 31. März 2006, muss die Bank den Inhabern gemäß vertraglicher Verpflichtung bei Fälligkeit SZR 187 896,6 Mio. zahlen (2005: SZR 151 115,9 Mio.).

Die Bank schätzt den Fair Value ihrer Währungseinlagen aufgrund von Finanzmodellen. Diese Modelle bewerten die erwarteten Zahlungsströme von Finanzinstrumenten mithilfe von Diskontierungsfaktoren, die teils aus notierten Zinssätzen (z.B. LIBOR, Swapsätzen), teils aus Spreadannahmen abgeleitet werden. Die Bank ermittelt diese Spreads auf der Basis jüngst getätigter Marktgeschäfte. In dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr verringerte sich der Gewinn der Bank infolge veränderter Spreadannahmen für die Bewertung der Währungseinlagen um SZR 6,0 Mio. (2005: Verringerung um SZR 7,9 Mio.).

### 13. Goldeinlagen (Passiva)

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Sie werden alle als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert.

### 14. 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 gegen Rückgabe gleichwertiger Wertpapiere zurückzahlen. Diese Einlagen stammen ausschließlich von Geschäftsbanken.

Am 31. März 2006 und 2005 hingen sämtliche Repo-Geschäfte mit der Verwaltung der Anlageaktiva in Währungen zusammen. Sie werden daher alle als „Kredite und Forderungen“ klassifiziert und zum fortgeführten Einstandswert bilanziert.

### 15. 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.

### 16. Sonstige Verbindlichkeiten

31. März

Mio. SZR	2006	2005
Vorsorgeverpflichtungen – Anmerkung 22		
Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder	4,1	4,2
Kranken- und Unfallversicherung	135,1	127,3
Verbindlichkeiten gegenüber ehemaligen Aktionären	2,4	3,9
Sonstige	27,8	15,9
<b>Sonstige Verbindlichkeiten insgesamt</b>	<b>169,4</b>	<b>151,3</b>

### 17. Aktienkapital

Das Aktienkapital der Bank setzte sich wie folgt zusammen:

31. März

Mio. SZR	2006	2005
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
<b>Eingezahltes Kapital (25%)</b>	<b>683,9</b>	<b>683,9</b>

Dividendenberechtigte Aktien:

31. März

	2006	2005
Begebene Aktien	547 125	547 125
Abzüglich: Eigene Aktien	(1 000)	(36 933)
<b>Umlaufende dividendenberechtigte Aktien</b>	<b>546 125</b>	<b>510 192</b>
Davon:		
Volle Dividende	510 192	470 073
Anteilige Dividende ab Valutadatum der Aktienzeichnung	35 933	40 119
<b>Dividende je Aktie (SZR)</b>	<b>245</b>	<b>235</b>

Bei den Aktien mit anteiliger Dividende ab Valutadatum der Aktienzeichnung handelt es sich um wiederveräußerte eigene Aktien (Anmerkung 19).

## 18. 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: an 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 zuzuweisen. 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 Geschäftsjahres 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.

## 19. Rücknahme und Wiederveräußerung 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. Gleichzeitig nahm die Bank 2 304 Aktien dieser drei Ausgaben von anderen Zentralbanken zurück. Dafür wurde eine Entschädigung von insgesamt CHF 23 977,56 je Aktie zuzüglich Zinsen gezahlt.

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. Die ihr verbliebenen 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe veräußerte die Bank am 31. Mai 2005 an Aktionärszentralbanken (Anmerkung 20).

## 20. Eigene Aktien

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	2006	2005
Stand am Jahresanfang		
In dem am 31. März 2001 abgeschlossenen Geschäftsjahr zurückgenommene Aktien	34 833	74 952
Sonstige	2 100	2 100
Insgesamt am Jahresanfang	36 933	77 052
Wiederveräußerung an Aktionärszentralbanken	(35 933)	(40 119)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>1 000</b>	<b>36 933</b>

Gemäß den Statuten der Bank kann der Verwaltungsrat die Anfang 2001 zurückgenommenen und in der Folge von der Bank selbst gehaltenen Aktien (Anmerkung 19) gegen einen Betrag in Höhe der den Privataktionären gezahlten Entschädigung (CHF 23 977,56 je Aktie) an Aktionärszentralbanken abgeben. Dementsprechend hat die Bank in dem am 31. März 2005 abgeschlossenen Geschäftsjahr alle von ihr 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. oder SZR 536,7 Mio. zum Kurs an den jeweiligen Transaktionsdaten.

Am 31. Mai 2005 veräußerte die Bank die ihr verbliebenen 35 933 Aktien der amerikanischen Ausgabe zum Preis von CHF 23 977,56 je Aktie an Aktionärszentralbanken. Diese Veräußerung erbrachte einen Erlös von CHF 861,6 Mio. oder SZR 468,2 Mio. zum Kurs am Transaktionsdatum.

Diese Beträge wurden dem Eigenkapital der Bank wie folgt gutgeschrieben:

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	2006	2005
<i>Mio. SZR</i>		
Eigene Aktien	396,2	456,4
Allgemeiner Reservefonds – Wechselkursgewinn	72,0	80,3
<b>Insgesamt</b>	<b>468,2</b>	<b>536,7</b>

Der Betrag von SZR 396,2 Mio. (2005: 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 gezahlt wurde. Weitere Angaben zum Verfahren vor dem Schiedsgericht von Den Haag finden sich in Anmerkung 17 zum letztjährigen Jahresabschluss. Als der Verkaufserlös für diese Aktien einging, wurde ein Wechselkursgewinn von SZR 72,0 Mio. (2005: SZR 80,3 Mio.) erzielt. Er war darauf zurückzuführen, dass sich der Schweizer Franken in der Zeit von 2001 bis zum Veräußerungsdatum gegenüber dem SZR aufwertete.

Als eigene Aktien verbleiben nun noch 1 000 suspendierte Aktien der albanischen Ausgabe.

In dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr wurde ein Kredit der Bank an ein Konsortium von Zentralbanken, der mit den suspendierten Aktien der albanischen Ausgabe zusammenhing, von den kurzfristigen Forderungen zu den eigenen Aktien umgebucht. Der umgebuchte Betrag war SZR 1,7 Mio.

## 21. Sonstige Eigenkapitalposten

Die sonstigen Eigenkapitalposten entsprechen den Bewertungskonten für die Anlageaktiva in Gold und in Währungen (Anmerkungen 6 und 7).

Sie umfassen:

31. März	2006	2005
Mio. SZR		
Wertpapierbewertungskonto	(104,3)	92,2
Goldbewertungskonto	1 342,2	759,3
<b>Sonstige Eigenkapitalposten insgesamt</b>	<b>1 237,9</b>	<b>851,5</b>

### A. Wertpapierbewertungskonto

Auf diesem Konto wird die Differenz zwischen dem Fair Value und dem fortgeführten Einstandswert der Anlagepapiere der Bank verbucht.

Folgende Veränderungen ergaben sich während des Geschäftsjahres:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

Mio. SZR	2006	2005
Stand am Jahresanfang	92,2	178,5
Bewertungsänderungen netto		
Nettogewinn aus Veräußerungen	(58,2)	(7,0)
Fair-Value- und sonstige Veränderungen	(138,3)	(79,3)
	(196,5)	(86,3)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>(104,3)</b>	<b>92,2</b>

In den nachstehenden Tabellen wird der Stand des Wertpapierbewertungskontos aufgegliedert.

31. März 2006	Fair Value der Aktiva	Historischer Einstandswert	Wertpapier- bewertungs- konto	Bruttogewinne	Bruttoverluste
Mio. SZR					
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	1 222,4	1 222,5	(0,1)	–	(0,1)
Staats- und andere Wertpapiere	8 771,6	8 875,8	(104,2)	48,6	(152,8)
<b>Insgesamt</b>	<b>9 994,0</b>	<b>10 098,3</b>	<b>(104,3)</b>	<b>48,6</b>	<b>(152,9)</b>

31. März 2005	Fair Value der Aktiva	Historischer Einstandswert	Wertpapier- bewertungs- konto	Bruttogewinne	Bruttoverluste
Mio. SZR					
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	962,8	962,8	–	–	–
Staats- und andere Wertpapiere	7 449,4	7 357,2	92,2	137,9	(45,7)
<b>Insgesamt</b>	<b>8 412,2</b>	<b>8 320,0</b>	<b>92,2</b>	<b>137,9</b>	<b>(45,7)</b>

## 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 Funktional- und Darstellungswährung 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 auf dem Goldbewertungskonto während des Geschäftsjahres:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

Mio. SZR	2006	2005
Stand am Jahresanfang	759,3	833,3
Bewertungsänderungen netto		
Nettogewinn aus Veräußerungen	(114,5)	(50,5)
Goldpreisveränderung	697,4	(23,5)
	582,9	(74,0)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>1 342,2</b>	<b>759,3</b>

## 22. Vorsorgeverpflichtungen

Die Bank führt drei Vorsorgeeinrichtungen:

1. Ein leistungsorientiertes Pensionssystem für ihr Personal, dessen Leistungen auf dem zuletzt bezogenen Gehalt basieren. Es beruht auf einem Fonds ohne eigene Rechtspersönlichkeit, aus dem die Leistungen gezahlt werden. Die Aktiva des Fonds werden von der Bank zum alleinigen Nutzen der derzeitigen und ehemaligen Personalmitglieder verwaltet, die dem System angeschlossen sind. Die Bank trägt die letztliche Haftung für alle gemäß dem System geschuldeten Leistungen.

2. Einen leistungsorientierten Pensionsplan ohne Fondsvermögen für ihre Verwaltungsratsmitglieder, die nach einer Amtszeit von mindestens vier Jahren anspruchsberechtigt sind.

3. Ein Kranken- und Unfallversicherungssystem ohne Fondsvermögen für ihre Personalmitglieder im Ruhestand. Die Anspruchsberechtigung beruht grundsätzlich darauf, dass das Personalmitglied bis zum 50. Lebensjahr im Dienst bleibt und mindestens 10 Dienstjahre hat.

Alle Vorsorgeeinrichtungen werden jedes Jahr von unabhängigen Aktuaren neu bewertet.

Darüber hinaus führt die Bank gesperrte Einlagenkonten für bestimmte Personalmitglieder, die früher dem Sparfonds der Bank angehörten; dieser wurde am 1. April 2003 geschlossen. Gemäß den Bestimmungen dieser Sperrkonten können die Personalmitglieder keine weiteren Einzahlungen leisten; wenn sie aus der Bank ausscheiden, wird ihnen das Guthaben ausgezahlt. Den Zinssatz für diese Konten bestimmt die Bank gestützt auf den Satz, den die Schweizerische Nationalbank für ähnliche Personalkonten anbietet. Am 31. März 2006 betragen die Guthaben auf den Sperrkonten insgesamt SZR 19,4 Mio. (2005: SZR 21,2 Mio.). Sie sind im Bilanzposten „Währungseinlagen“ enthalten.

## A. In der Bilanz ausgewiesene Beträge

31. März	Pensionssystem des Personals		Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder		Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand	
Mio. SZR	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Barwert der Verpflichtung	(606,4)	(596,4)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Fair Value des Fondsvermögens	602,2	566,6	–	–	–	–
Deckungsstand	(4,2)	(29,8)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Nicht erfasster versicherungsmathematischer Verlust	46,8	77,9	0,3	0,1	57,2	62,4
Nicht erfasster nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand	(42,6)	(48,1)	–	–	(8,6)	(9,9)
<b>Verbindlichkeit am Jahresende</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(135,2)</b>	<b>(127,3)</b>

### B. Barwert der Vorsorgeverpflichtung

Der Barwert der Vorsorgeverpflichtung hat sich wie folgt entwickelt:

31. März <i>Mio. SZR</i>	Pensionssystem des Personals		Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder		Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Barwert der Verpflichtung am Jahresanfang	596,4	527,8	4,3	4,6	179,8	129,3
Laufender Dienstzeitaufwand	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Arbeitnehmerbeiträge	3,2	3,2	–	–	–	–
Zinskosten	18,5	18,9	0,1	0,2	5,7	4,7
Versicherungsmathematischer Verlust	9,8	24,6	–	0,1	–	43,4
Folgen von Systemänderungen	–	–	–	–	–	(9,9)
Gezahlte Leistungen	(23,3)	(25,3)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,7)
Umrechnungsdifferenzen	(24,5)	23,9	0,2	(0,5)	(7,4)	6,3
<b>Barwert der Verpflichtung am Jahresende</b>	<b>606,4</b>	596,4	<b>4,5</b>	4,3	<b>183,8</b>	179,8

### C. Fair Value des Fondsvermögens des Pensionssystems des Personals

Der Fair Value des Fondsvermögens des Pensionssystems für das Personal hat sich wie folgt entwickelt:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Fair Value des Fondsvermögens am Jahresanfang	566,6	525,4
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	27,4	27,3
Vermögensgewinn / (-verlust)	36,8	(2,7)
Arbeitgeberbeiträge	15,0	15,1
Arbeitnehmerbeiträge	3,2	3,2
Gezahlte Leistungen	(23,3)	(25,3)
Umrechnungsdifferenzen	(23,5)	23,6
<b>Fair Value des Fondsvermögens am Jahresende</b>	<b>602,2</b>	566,6

### D. In der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Beträge

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	Pensionssystem des Personals		Ruhegehälter der Verwaltungsratsmitglieder		Leistungen bei Krankheit und Unfall im Ruhestand	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Laufender Dienstzeitaufwand	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Zinskosten	18,5	18,9	0,1	0,1	5,7	4,7
Abzüglich: Erwartete Rendite des Fondsvermögens	(27,4)	(27,3)	–	–	–	–
Abzüglich: Nachzuerrechnender Dienstzeitaufwand	(3,4)	0,2	–	–	(1,0)	–
Im Geschäftsjahr erfasster versicherungsmathematischer Verlust netto	1,2	–	–	–	2,8	0,3
<b>Im Geschäftsaufwand enthaltener Gesamtbetrag</b>	<b>15,2</b>	15,1	<b>0,3</b>	0,3	<b>15,0</b>	12,7

**E. Wichtigste Anlagekategorien des Fondsvermögens, in Prozent des Fondsvermögens insgesamt**

31. März

Prozent	2006	2005
Europäische Aktien	16,1	15,7
Sonstige Aktien	28,5	25,6
Festverzinsliche europäische Anlagen	26,9	28,2
Sonstige festverzinsliche Anlagen	24,0	23,5
Sonstige Anlagen	4,5	7,0
Tatsächliche Rendite des Fondsvermögens	10,65%	4,30%

Der Pensionsfonds des Personals investiert nicht in Finanzinstrumente, die von der Bank aufgelegt werden.

**F. Wichtigste versicherungsmathematische Annahmen in diesem Jahresabschluss**

31. März	2006	2005
<b>Alle drei Vorsorgeeinrichtungen</b>		
Diskontierungssatz – Marktzinssatz schweizerischer Unternehmensanleihen mit hohem Rating	3,25%	3,25%
<b>Nur Pensionssystem des Personals und Pensionsplan des Verwaltungsrats</b>		
Angenommene Steigerungsrate der Rentenleistungen	1,50%	1,50%
<b>Nur Pensionssystem des Personals</b>		
Erwartete Rendite des Fondsvermögens	5,00%	5,00%
Angenommene Steigerungsrate der Gehälter	4,10%	4,10%
<b>Nur Pensionsplan des Verwaltungsrats</b>		
Angenommene Steigerungsrate der pensionsberechtigten Verwaltungsrats Honorare	1,50%	1,50%
<b>Nur Kranken- und Unfallversicherungssystem für Personalmitglieder im Ruhestand</b>		
Angenommene langfristige Kostensteigerung im Gesundheitswesen	5,00%	5,00%

Die Annahmen für die Steigerung der Gehälter der Personalmitglieder, der pensionsberechtigten Verwaltungsrats-honorare und der Rentenleistungen enthalten eine Inflationsrate von 1,5%.

Die erwartete Rendite des Fondsvermögens basiert auf langfristigen Erwartungen für Inflationsrate, Zinssätze, Risikoprämien und Aufteilung des Anlagevermögens. Diese Schätzung, die die historischen Renditen berücksichtigt, wird gemeinsam mit den unabhängigen Aktuarien des Fonds erstellt.

Die Annahme bezüglich der Kostensteigerung im Gesundheitswesen hat erhebliche Auswirkungen auf die Beträge, die in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht werden. Eine Veränderung dieser Annahme um 1 Prozentpunkt gegenüber der Berechnung für 2005/06 würde sich wie folgt auswirken:

Mio. SZR	Kostensteigerung im Gesundheitswesen 6%	Kostensteigerung im Gesundheitswesen 4%
Anstieg / (Verringerung) der Summe von Dienstzeitaufwand und Zinskosten für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr	4,3	(3,2)
Anstieg / (Verringerung) der Leistungsverpflichtung per 31. März 2006	46,4	(37,8)

**23. Zinsertrag**

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März

Mio. SZR	2006	2005
<b>Als „zur Veräußerung verfügbar“ klassifizierte Anlageaktiva in Währungen</b>		
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	39,9	14,5
Staats- und andere Wertpapiere	287,1	255,4
	<b>327,0</b>	<b>269,9</b>
<b>Als „ergebniswirksam“ klassifizierte Bankgeschäftsaktiva in Währungen</b>		
Schatzwechsel	465,3	335,5
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	104,8	81,6
Terminguthaben und Kredite an Banken	3 221,3	1 636,7
Staats- und andere Wertpapiere	1 058,4	767,5
	<b>4 849,8</b>	<b>2 821,3</b>
<b>Als „Kredite und Forderungen“ klassifizierte Aktiva</b>		
Kündigungskonten	96,6	56,7
Goldanlageaktiva	20,4	23,4
Gold-Bankgeschäftsaktiva	7,0	7,2
	<b>124,0</b>	<b>87,3</b>
<b>Als „ergebniswirksam“ klassifizierte derivative Finanzinstrumente</b>	<b>936,7</b>	<b>879,5</b>
<b>Sonstige Zinsen</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Zinsertrag insgesamt</b>	<b>6 239,1</b>	<b>4 058,8</b>
Darunter:		
Zinseinkünfte während des Geschäftsjahres	6 392,4	3 981,1

## 24. Zinsaufwand

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
<b>Als „Kredite und Forderungen“ klassifizierte Passiva</b>		
Zinsen auf Goldeinlagen	5,4	5,8
Zinsen auf Sicht- und Kündigungseinlagen	462,1	272,7
Zinsen auf mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	37,0	13,5
	<b>504,5</b>	<b>292,0</b>
<b>Als „ergebniswirksam“ klassifizierte Passiva</b>		
Zinsen auf sonstige Währungseinlagen	5 064,3	3 091,5
Zinsen auf mit Rücknahmevereinbarung veräußerte Wertpapiere	0,3	0,6
	<b>5 064,6</b>	<b>3 092,1</b>
<b>Zinsaufwand insgesamt</b>	<b>5 569,1</b>	<b>3 384,1</b>
Darunter:		
Zinszahlungen während des Geschäftsjahres	5 434,9	3 320,7

## 25. Bewertungsänderungen netto

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Unrealisierte Wertänderungen von Bankgeschäftsaktiva in Währungen	(332,9)	(247,9)
Realisierte Gewinne aus Bankgeschäftsaktiva in Währungen	4,3	20,9
Unrealisierte Wertänderungen finanzieller Verbindlichkeiten	498,2	1 478,0
Realisierte Gewinne / (Verluste) aus finanziellen Verbindlichkeiten	63,0	(16,7)
Wertänderungen von derivativen Finanzinstrumenten	(306,7)	(1 417,4)
<b>Bewertungsänderungen netto</b>	<b>(74,1)</b>	<b>(183,1)</b>

## 26. Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Ertrag aus Gebühren und Provisionen	5,8	4,3
Aufwand für Gebühren und Provisionen	(3,1)	(3,0)
<b>Nettoertrag aus Gebühren und Provisionen</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>

## 27. Nettodevisenverlust

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Transaktions(verlust) / -gewinn netto	(23,4)	11,9
Umrechnungsverlust netto	(1,8)	(46,4)
<b>Nettodevisenverlust</b>	<b>(25,2)</b>	<b>(34,5)</b>

Der Nettoverlust in dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr ist hauptsächlich dem Anstieg des Goldpreises im Verlauf des Geschäftsjahres gegenüber dem Marktwert von Terminkontrakten bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva der Bank zuzuschreiben. Dem Verlust stand ein entsprechender Anstieg der realisierten Gewinne aus den Verkäufen von Goldanlageaktiva der Bank (Anmerkung 30) bei der Abwicklung dieser Transaktionen gegenüber.

Verantwortlich für den Nettoverlust 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, die bestand, bevor die Zentralbanken Belgiens und Frankreichs die bis dahin von der BIZ selbst gehaltenen Aktien ihrer jeweiligen Ausgabe zeichneten. Am Zeichnungsdatum wurde dieser Verlust (und die entsprechenden Umrechnungsverluste der Vorjahre, seit diese Aktien 2001 von Privataktionären zurückgenommen worden waren) im Eigenkapital der Bank durch einen realisierten Wechselkursgewinn von SZR 80,3 Mio. (Anmerkung 20) ausgeglichen.

## 28. Geschäftsaufwand

In der nachfolgenden Tabelle wird der Geschäftsaufwand der Bank in Schweizer Franken (CHF) – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – aufgliedert.

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. CHF</i>	2006	2005
<b>Verwaltungsrat</b>		
Honorare	1,7	1,6
Ruhegehälter für ehemalige Verwaltungsratsmitglieder	0,6	0,6
Reisen, auswärtige Sitzungen und sonstige Ausgaben	1,1	1,0
	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
<b>Geschäftsleitung und Personal</b>		
Vergütung	102,3	97,1
Renten	31,4	30,9
Sonstiger Personalaufwand	42,6	38,3
	<b>176,3</b>	<b>166,3</b>
<b>Sachaufwand</b>	<b>68,9</b>	<b>64,5</b>
<b>Verwaltungskosten in Mio. CHF</b>	<b>248,6</b>	<b>234,0</b>
Verwaltungskosten in Mio. SZR	133,6	129,3
Abschreibungen in Mio. SZR	13,3	15,7
<b>Geschäftsaufwand in Mio. SZR</b>	<b>146,9</b>	<b>145,0</b>

In dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr hatte die Bank – in Vollzeitstellen umgerechnet – durchschnittlich 520 Beschäftigte (2005: 526).

## 29. Nettogewinn aus Veräußerung von Anlagepapieren

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Veräußerungserlöse	3 214,1	3 384,2
Fortgeführte Einstandswerte	(3 155,9)	(3 377,2)
<b>Nettogewinn</b>	<b>58,2</b>	<b>7,0</b>
Davon:		
Realisierte Bruttogewinne	64,1	32,9
Realisierte Bruttoverluste	(5,9)	(25,9)

## 30. Nettogewinn aus Veräußerung von Goldanlageaktiva

Bei der Veräußerung von Goldanlageaktiva wurde in dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr folgender Gewinn erzielt:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Veräußerungserlöse	187,2	108,6
Neu als Einstandswert erachtete Basis – Anmerkung 21B	(72,7)	(58,1)
<b>Realisierte Bruttogewinne</b>	<b>114,5</b>	<b>50,5</b>

## 31. Ergebnis je Aktie

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

	2006	2005
Reingewinn für das Geschäftsjahr (Mio. SZR)	599,2	370,9
Gewichteter Durchschnitt der Anzahl dividendenberechtigter Aktien	540 535	486 673
<b>Unverwässertes und verwässertes Ergebnis je Aktie (SZR je Aktie)</b>	<b>1 108,5</b>	<b>762,1</b>

Für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr wird eine Dividende von SZR 245 je Aktie vorgeschlagen (2005: SZR 235).

## 32. Zahlungsmittel und Zahlungsmittel-äquivalente

Für die Mittelflussrechnung gelten als Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente:

31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	33,0	25,8
Kündigungskonten	2 831,6	2 979,7
<b>Zahlungsmittel und Zahlungsmittel- äquivalente insgesamt</b>	<b>2 864,6</b>	<b>3 005,5</b>

## 33. Steuern

Die besondere rechtliche Stellung der Bank in der Schweiz ist im Wesentlichen im Sitzabkommen mit dem schweizerischen Bundesrat geregelt. Danach 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.

## 34. Wechselkurse

Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kurse und Preise, die für die Umrechnung von Fremdwährungs- und Goldpositionen in SZR verwendet wurden.

	Kassakurs am 31. März		Durchschnitt im abgeschlossenen Geschäftsjahr	
	2006	2005	2006	2005
USD	0,694	0,661	0,687	0,671
EUR	0,840	0,859	0,835	0,845
JPY	0,00589	0,00619	0,00607	0,00625
GBP	1,205	1,248	1,225	1,238
CHF	0,532	0,554	0,539	0,549
Gold	404,4	282,7	327,7	277,9

### 35. Außerbilanzielle Geschäfte

Treuhandgeschäfte 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:

31. März

Mio. SZR	2006	2005
Nominalwert der Wertpapierbestände		
In Depotverwahrung für Kunden	10 413,8	10 009,2
Gemäß Pfandbestellungsvereinbarung	2 220,5	2 275,2
Im Rahmen von Portfolio-managementmandaten	5 012,1	3 769,4
<b>Insgesamt</b>	<b>17 646,4</b>	<b>16 053,8</b>

Die im Rahmen solcher Vereinbarungen gehaltenen Finanzinstrumente sind bei externen Verwahrstellen – Zentralbanken oder kommerziellen Instituten – hinterlegt.

### 36. Zusagen

Die Bank stellt eine Reihe fest zugesagter Stand-by-Fazilitäten für die zu ihrem Kundenkreis zählenden Zentralbanken und internationalen Organisationen bereit. Am 31. März 2006 beliefen sich die offenen Zusagen, im Rahmen dieser Stand-by-Fazilitäten Kredit zu gewähren, auf SZR 7 470,4 Mio. (2005: SZR 5 480,4 Mio.); davon waren SZR 344,0 Mio. nicht besichert (2005: SZR 315,0 Mio.).

### 37. Effektive Zinssätze

Der effektive Zinssatz ist der Satz, um den die erwarteten künftigen Zahlungsströme eines Finanzinstruments auf den jeweiligen Buchwert abgezinst werden.

Die nachstehenden Tabellen geben einen Überblick über die effektiven Zinssätze der betreffenden Finanzinstrumente in den wichtigsten Währungen.

#### 31. März 2006

Prozent	USD	EUR	GBP	JPY	Sonstige Währungen
<b>Aktiva</b>					
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,61
Schatzwechsel	4,77	2,39	–	0,02	1,06
Mit Rückgabvereinbarung angekaufte Wertpapiere	4,78	2,63	4,57	–	–
Terminguthaben und Kredite an Banken	4,75	2,51	4,59	–	4,25
Staats- und andere Wertpapiere	4,76	3,41	4,80	0,60	4,99
<b>Passiva</b>					
Währungseinlagen	4,23	2,55	4,32	–	4,85
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,28
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	4,63	–	4,27	–	–

#### 31. März 2005

Prozent	USD	EUR	GBP	JPY	Sonstige Währungen
<b>Aktiva</b>					
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,82
Schatzwechsel	2,70	2,13	–	–	–
Mit Rückgabvereinbarung 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
<b>Passiva</b>					
Währungseinlagen	3,00	2,29	4,73	–	3,29
Goldeinlagen	–	–	–	–	0,46
Mit Rücknahmvereinbarung veräußerte Wertpapiere	2,43	–	–	–	–

## 38. Konzentrationsanalyse

### A. Verbindlichkeiten insgesamt

31. März

Mio. SZR	2006	2005
Afrika	18 260,7	14 024,8
Asien-Pazifik-Raum	84 594,8	80 642,4
Europa	60 380,7	41 772,5
Nord- und Südamerika	41 394,6	28 910,3
Internationale Organisationen	3 914,3	4 883,1
<b>Insgesamt</b>	<b>208 545,1</b>	<b>170 233,1</b>

Die Währungs- und Goldeinlagen bei der Bank, hauptsächlich von Zentralbanken und internationalen Organisationen, bilden 93,6% (2005: 92,7%) ihrer gesamten Verbindlichkeiten. Am 31. März 2006 bestanden Währungs- und Goldeinlagen von 154 Kunden (2005: 159). Diese Einlagen weisen erhebliche Einzelkundenkonzentrationen auf: Auf der Basis des Abwicklungsdatums entfallen auf fünf Kunden je über 5% des Gesamtbetrags (2005: drei Kunden). In Anmerkung 4 wird erläutert, wie die Bank das Klumpenrisiko in ihren Verbindlichkeiten handhabt.

### B. Kreditzusagen

31. März

Mio. SZR	2006	2005
Asien-Pazifik-Raum	7 166,4	5 259,1
Europa	304,0	221,3
<b>Insgesamt</b>	<b>7 470,4</b>	<b>5 480,4</b>

Anmerkung 36 enthält nähere Angaben zu den Kreditzusagen der Bank.

### C. Außerbilanzielle Positionen

31. März

Mio. SZR	2006	2005
Afrika	975,2	594,6
Asien-Pazifik-Raum	13 410,4	12 144,1
Europa	560,2	556,8
Nord- und Südamerika	2 700,6	2 758,3
<b>Insgesamt</b>	<b>17 646,4</b>	<b>16 053,8</b>

Anmerkung 35 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.

## 39. Nahestehende Personen

Die Bank betrachtet als nahestehend:

- Die Mitglieder des Verwaltungsrats
- Die Mitglieder der obersten Führungsebene der Bank
- Nahe Angehörige dieser Personen
- Unternehmen, die 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 Vorsorgeeinrichtungen 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 im *Jahresbericht* unter „Verwaltungsrat und oberste Führungsebene“. Angaben zu den Vorsorgeeinrichtungen der Bank finden sich in Anmerkung 22.

### A. Nahestehende natürliche Personen

Die in der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchten Vergütungen für Mitglieder der obersten Führungsebene betragen insgesamt:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

Mio. CHF	2006	2005
Gehälter, Zulagen sowie Versicherungsdeckung Krankheit / Unfall	6,4	6,7
Vorsorgeleistungen	1,8	1,8
<b>Vergütungen insgesamt in Mio. CHF</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>
Gegenwert SZR	4,4	4,6

Anmerkung 28 enthält Einzelheiten zu den Vergütungen für die Mitglieder des Verwaltungsrats.

Die Bank bietet allen Personalmitgliedern und Verwaltungsratsmitgliedern persönliche Einlagenkonten an. Darüber hinaus führt sie gesperrte Einlagenkonten für bestimmte Personalmitglieder, die früher dem Sparfonds der Bank angehörten. Gemäß den Bestimmungen dieser Sperrkonten können die Personalmitglieder keine weiteren Einzahlungen leisten; wenn sie aus der Bank ausscheiden, wird ihnen das Guthaben ausgezahlt. Den Zinssatz für die persönlichen Einlagenkonten und die Sperrkonten bestimmt die Bank gestützt auf den Satz, den die Schweizerische Nationalbank für ähnliche Personalkonten anbietet. Am 31. März 2006 waren auf den persönlichen Einlagenkonten und den Sperrkonten der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Führungsebene der Bank folgende Bewegungen und Guthaben zu verzeichnen:

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. CHF</i>	2006	2005
Stand am Jahresanfang	18,7	19,8
Hereingenommene Einlagen einschl. Zinsgutschriften (nach Abzug der Quellensteuer)	6,6	6,2
Abhebungen	(12,0)	(7,3)
<b>Stand am Jahresende in Mio. CHF</b>	<b>13,3</b>	<b>18,7</b>
Gegenwert SZR	7,1	10,4
Zinsaufwand auf Einlagen in Mio. CHF	0,5	0,8
Gegenwert SZR	0,3	0,4

Die Guthaben von Personen, die während des Geschäftsjahres zu Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der obersten Führungsebene der Bank ernannt wurden, sind in der obenstehenden Tabelle in den hereingenommenen Einlagen eingeschlossen. Die Guthaben von Personen, die während des Geschäftsjahres aus dem Verwaltungsrat oder der obersten Führungsebene der Bank ausgeschieden sind, sind in der obenstehenden Tabelle in den Abhebungen eingeschlossen.

### **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.

Die Konditionen sind bei diesen Geschäften grundsätzlich die gleichen wie bei Geschäften mit nicht verbundenen Kunden.

#### *Währungseinlagen von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen*

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Stand am Jahresanfang	39 806,9	34 030,3
Hereingenommene Einlagen	175 323,0	104 844,2
Fälligkeiten, Tilgungen und Fair-Value-Änderungen	(156 074,1)	(101 906,6)
Nettoveränderung bei Kündigungskonten	(5 775,8)	2 839,0
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>53 280,0</b>	<b>39 806,9</b>
Anteil an Währungseinlagen insgesamt am Jahresende	28,6%	26,4%

#### *Goldeinlagen von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen*

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Stand am Jahresanfang	4 808,6	5 049,1
Hereingenommene Einlagen	–	154,3
Nettoabzüge und Goldpreisveränderung	1 458,7	(394,8)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>6 267,3</b>	<b>4 808,6</b>
Anteil an Goldeinlagen insgesamt am Jahresende	67,9%	67,6%

#### *Von nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen mit Rückgabevereinbarung angekaufte Wertpapiere*

Geschäftsjahr abgeschlossen  
am 31. März

<i>Mio. SZR</i>	2006	2005
Stand am Jahresanfang	4 917,3	4 448,0
Hereingenommene Einlagen	1 095 001,1	1 200 762,4
Fälligkeiten und Fair-Value-Änderungen	(1 096 719,9)	(1 200 293,1)
<b>Stand am Jahresende</b>	<b>3 198,5</b>	<b>4 917,3</b>
Anteil an mit Rückgabeverein- barung angekauften Wertpapieren insgesamt am Jahresende	16,4%	35,0%

#### *Sonstige Positionen gegenüber nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen*

Die Bank hält Sichtkonten in Währungen bei nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen. Am 31. März 2006 betrug der Saldo dieser Konten insgesamt SZR 10,8 Mio. (2005: SZR 7,4 Mio.). Die Gold-Sichtkonten bei nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen beliefen sich am 31. März 2006 auf insgesamt SZR 7 132,0 Mio. (2005: SZR 5 170,3 Mio.).

#### *Derivatgeschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen*

Die BIZ schließt mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen Derivatgeschäfte ab, darunter Devisenkontrakte und Zinsswaps. Der gesamte Nominalwert dieser Geschäfte mit nahestehenden Zentralbanken und verbundenen Institutionen in dem am 31. März 2006 abgeschlossenen Geschäftsjahr betrug SZR 10 948,1 Mio. (2005: SZR 4 184,5 Mio.).

#### 40. 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 19).

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 Schadloshaltungsklausel im Vertrag mit JPMorgan & Cie SA in Bezug auf etwaige Gerichtsverfahren und Kosten im Zusammenhang mit den erbrachten Beratungsdienstleistungen. Für diese Ansprüche ist keine Rückstellung gebildet worden.

Außer den genannten Verfahren ist derzeit kein nennenswertes Gerichts- oder Schiedsverfahren anhängig, an dem die BIZ beteiligt ist.



# 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. 214 bis 243) 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 durchgeführten Prüfung eine unabhängige Beurteilung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung abzugeben und Ihnen darüber Bericht zu erstatten. Der Jahresabschluss des vorangegangenen Geschäftsjahres wurde von einem anderen Buchprüfer geprüft, der in seinem Bericht vom 9. Mai 2005 keine Einschränkungen dazu anzubringen hatte.

Wir haben unsere Prüfung nach den International Standards on Auditing durchgeführt. Danach müssen wir die Revision so planen und durchführen, dass wir mit angemessener Gewissheit feststellen können, ob die Jahresrechnung frei von wesentlichen Fehlern ist. Eine Abschlussprüfung umfasst die stichprobenweise Prüfung von Nachweisen für die Posten und Angaben in der Jahresrechnung. Ferner umfasst sie die Beurteilung der angewandten Rechnungslegungsgrundsätze und wesentlicher Bewertungsentscheide der Geschäftsleitung sowie eine Bewertung der Darstellung der Jahresrechnung als Ganzes. 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, und wir sind überzeugt, dass die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Gemäß unserer Beurteilung ist der Jahresabschluss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermittelt für das am 31. März 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage entsprechend den in den Anmerkungen zum Jahresabschluss dargelegten Rechnungslegungsgrundsätzen und den Statuten der Bank.

Deloitte AG

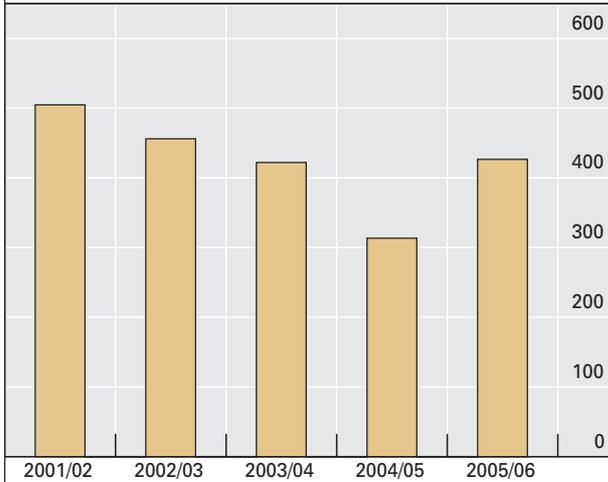
Dr. Philip Göth

Pavel Nemecek

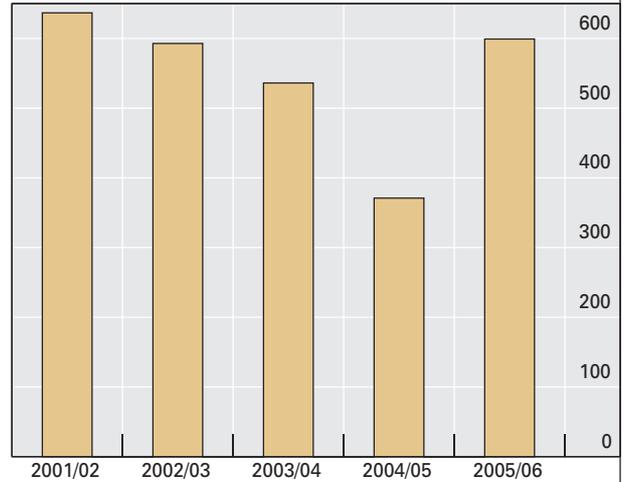
Zürich, 8. Mai 2006

## 5-Jahres-Überblick

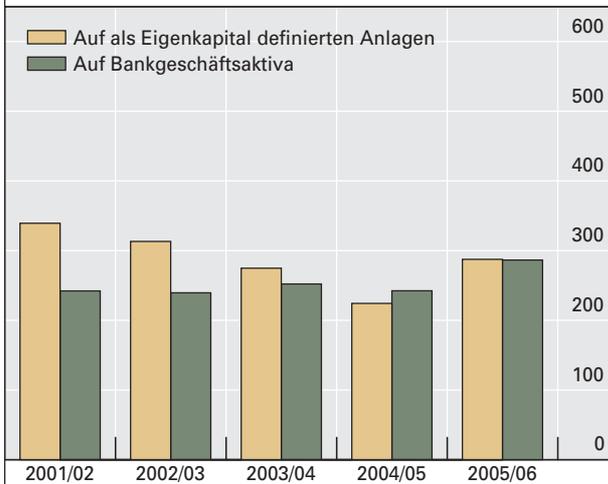
**Operativer Gewinn**  
Mio. SZR



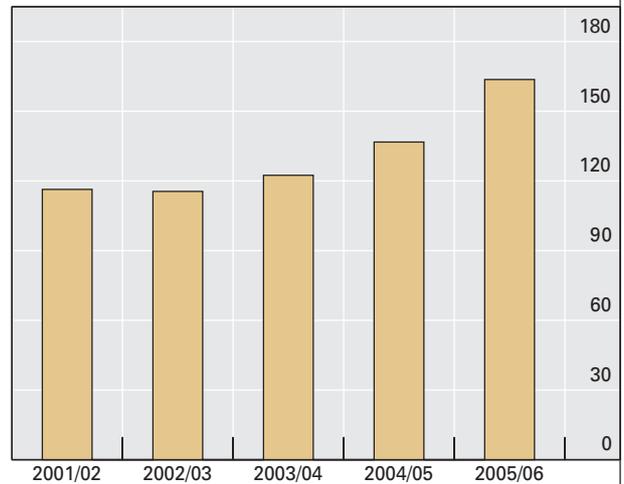
**Reingewinn**  
Mio. SZR



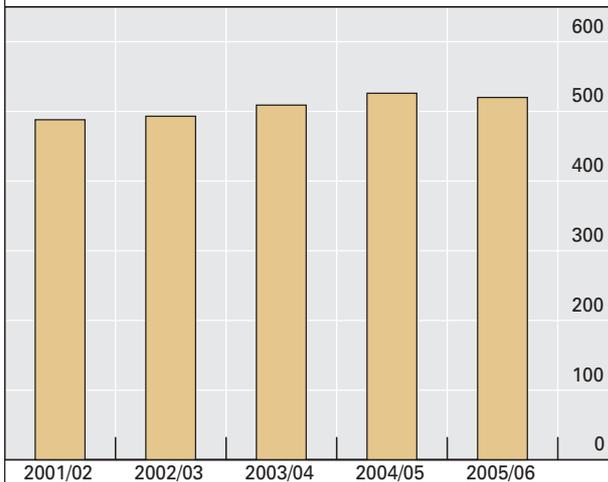
**Nettozinsertrag auf Währungsanlagen**  
Mio. SZR



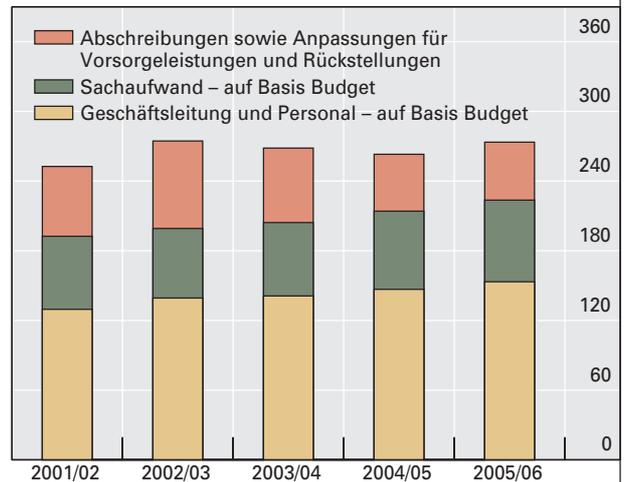
**Durchschnittliche Währungseinlagen**  
(Basis Valutadatum, periodengerecht abgegrenzt)  
Mrd. SZR



**Durchschnittliche Anzahl Beschäftigte**  
In Vollzeitstellen umgerechnet



**Geschäftsaufwand**  
Mio. CHF



Anmerkung: Die Finanzdaten für das Geschäftsjahr 2001/02 beruhen auf bestmöglichen Schätzungen.



