

---

BANK FÜR INTERNATIONALEN  
ZAHLUNGS AUSGLEICH

---

67. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1996–31. MÄRZ 1997

BASEL, 9. JUNI 1997

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 67. Jahresbericht

1. April 1996–31. März 1997

Basel, 9. Juni 1997

© Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 1997  
CH-4002 Basel, Schweiz

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

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-397-1

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
I. Einleitung: Klare Ziele, aber keine klaren Indikatoren .....	3
Wirtschaftsentwicklung und widersprüchliche Signale .....	5
Entwicklungen im Finanzsektor und Maßnahmen zur Stärkung des Finanzsystems .....	8
II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern .....	10
Schwerpunkte .....	10
Entwicklung in den drei größten Volkswirtschaften .....	11
Entwicklung in den anderen großen europäischen Volkswirtschaften .....	13
Entwicklung in kleineren europäischen Volkswirtschaften .....	14
Entwicklung in anderen Industrieländern .....	17
Makroökonomische Politik und sonstige Einflüsse auf die Nachfrage .....	17
<i>Makroökonomische Politik</i> .....	18
<i>Sonstige Einflüsse auf die Nachfrage</i> .....	19
Jüngste Lohn- und Preisentwicklung .....	22
Arbeitsmarktentwicklung .....	24
<i>Beschäftigung und Nichtbeschäftigung</i> .....	24
<i>Beschäftigung, Außenhandel und Direktinvestitionen</i> .....	27
<i>Beschäftigung und Flexibilität der Lohnstruktur</i> .....	30
<i>Zusammenfassung und Ausblick</i> .....	30
Welthandel, Leistungsbilanzen und Direktinvestitionen .....	31
<i>Welthandel und Welthandelspreise</i> .....	31
<i>Leistungsbilanzen</i> .....	32
<i>Direktinvestitionen</i> .....	35
III. Wirtschaftspolitik und -entwicklung in der übrigen Welt .....	39
Schwerpunkte .....	39
Jüngste Entwicklungen in Lateinamerika .....	40
Jüngste Entwicklungen in Asien .....	44
<i>Nachlassende Exportdynamik</i> .....	45
<i>China und Indien</i> .....	47
<i>Übrige asiatische Volkswirtschaften</i> .....	49
Naher Osten und Afrika .....	51
Preisstabilität und Wettbewerbsfähigkeit in den aufstrebenden Volkswirtschaften ..	52
Jüngste Entwicklungen in den Volkswirtschaften im Übergang .....	58
<i>Currency-Board-Regelungen</i> .....	60
IV. Geldpolitik und Preise für Vermögenswerte in den Industrieländern .....	63
Schwerpunkte .....	63
Geldpolitik in den drei größten Volkswirtschaften .....	63
USA .....	64

	Seite
<i>Japan</i> .....	66
<i>Deutschland</i> .....	67
Andere Länder der Europäischen Union .....	69
<i>Frankreich und kleinere Länder im EWS-Wechselkursmechanismus</i> .....	69
<i>Italien, Spanien, Schweden und Portugal</i> .....	69
Länder mit expliziten Inflationszielen .....	71
<i>Wechselkurse und Reaktion der Geldpolitik</i> .....	73
Haushaltskonsolidierung und geldpolitische Reaktion .....	75
Entwicklung der Preise für Vermögenswerte .....	76
<i>Entkopplung der Anleiherenditen</i> .....	77
<i>Starke Konvergenz der Anleiherenditen in Europa</i> .....	78
<i>Aktienmärkte</i> .....	79
Preise für Vermögenswerte und Geldpolitik .....	83
V. Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern .....	85
Schwerpunkte .....	85
US-Dollar, D-Mark und Yen .....	86
<i>US-Dollar und Konjunktorentwicklung</i> .....	86
<i>Volatilität und Dollarzyklus</i> .....	90
<i>Entwicklung der Währungsreserven und Finanzierung der Leistungsbilanz</i> .....	92
Europäische Währungen und kanadischer Dollar .....	93
<i>Wechselkurszusammenhänge</i> .....	94
<i>Europäische Währungen</i> .....	97
Einführung des Euro .....	98
<i>Einschätzung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion durch die Märkte</i> .....	98
<i>Auswirkungen des Euro auf den Devisenmarkt</i> .....	100
<i>Der Euro und Portfolioumschichtungen</i> .....	102
<i>Euro, Dollar und Yen als Ankerwährungen</i> .....	106
Gold .....	106
VI. Kapitalverkehrsentwicklungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....	109
Schwerpunkte .....	109
Erholung der Kapitalströme nach der Mexiko-Krise .....	109
Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften in den neunziger Jahren .....	113
Aktien- und Immobilienmärkte .....	118
Schwächen im asiatischen Finanzsystem .....	120
<i>Preiszyklen bei Vermögenswerten</i> .....	122
<i>Kapitalmobilität</i> .....	125
<i>Gelenkte Kreditvergabe</i> .....	127
<i>Wettbewerb und strukturelle Anpassung</i> .....	128
Verbesserte Offenlegung der Banken .....	128
Die Rolle der Rating-Agenturen .....	129
VII. Internationale Finanzmärkte .....	133
Schwerpunkte .....	133
Internationales Bankgeschäft .....	135
<i>Entwicklung nach Sektor, Währung und Nationalität der berichtenden Banken</i> .....	136
<i>Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i> .....	138
Internationale Wertpapiermärkte .....	140
<i>Sektor und Sitzland des Emittenten</i> .....	143
<i>Instrumentkategorien</i> .....	143
Märkte für derivative Instrumente .....	146
<i>Börsengehandelte Instrumente</i> .....	147

	Seite
<i>Außerbörsliche Instrumente</i> .....	151
Entwicklung der Marktinfrastruktur .....	154
VIII. Entwicklung des Zentralbankwesens .....	157
Schwerpunkte .....	157
Hintergrund, Ziele und Beschränkungen .....	157
Konzeption und Durchführung der Aufgaben .....	160
<i>Anker und Arbitrage</i> .....	161
<i>Information, Anreize und Glaubwürdigkeit</i> .....	170
Wechselbeziehungen zwischen den Aufgaben .....	175
Herausforderungen für die Zentralbanken .....	178
<i>Geldwertstabilität</i> .....	178
<i>Stabilität im Finanzsektor</i> .....	180
IX. Schlußbemerkungen: Stabile Preise, aber sich wandelnde Strukturen im Finanzsektor .....	182
Erreichen und Wahren von Preisstabilität .....	184
Erreichen und Wahren von Stabilität im Finanzsektor .....	188
—————	
Die Tätigkeit der Bank .....	193
Internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich .....	193
<i>Basler Ausschuß für Bankenaufsicht</i> .....	194
<i>Ständiger Ausschuß für Euromarktangelegenheiten</i> .....	197
<i>Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i> .....	199
<i>Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen</i> .....	200
<i>Ausschuß der EDV-Fachleute</i> .....	201
<i>Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken</i> .....	202
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	202
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	202
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	202
<i>Pfandhalter für brasilianische Anleihen</i> .....	203
<i>Pfandhalter und Treuhänder für peruanische Anleihen</i> .....	203
Finanzhilfe für Zentralbanken .....	203
Zusammenarbeit mit offiziellen Kommissionen bei der Forschung über die Tätigkeit der Bank während des Zweiten Weltkriegs .....	203
Die Tätigkeit der Bankabteilung .....	204
<i>Passiva</i> .....	204
<i>Aktiva</i> .....	205
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	205
Erweiterung des Kreises der Aktionärszentralbanken .....	206
Veränderungen im Verwaltungsrat .....	207
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1997 .....	209
Verwaltungsrat .....	224
Direktion .....	225

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 15. und 23. Mai 1997 abgeschlossen.

## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern</b>	
BIP-Wachstum und Produktionslücke*	12
Beiträge zum Wachstum des realen BIP 1996	15
Finanzierungssaldo und Verschuldung der öffentlichen Haushalte	18
Aktien- und Anleihekurse, Sparquote und privater Verbrauch	20
Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise	21
Verbraucherpreise und Lohnstückkosten	23
Arbeitslosenquoten*	25
Beschäftigung und Direktinvestitionen	28
Flexibilität der Lohnstruktur, Importe und Arbeitslosigkeit*	29
Indikatoren des Welthandels*	32
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer	33
Wettbewerbsfähigkeit, Konjunkturphase und Leistungsbilanzsaldo*	34
Diversifizierung internationaler Transaktionen	35
Direktinvestitionen und Produktionslücke in OECD-Ländern*	36
Direktinvestitionen im Ausland	37
Absatz der Auslandsniederlassungen von US- und japanischen Unternehmen nach Standort	38
<b>Wirtschaftspolitik und -entwicklung in der übrigen Welt</b>	
Wachstum und Inflation	40
Handelsbilanzen und Industrieproduktion in Lateinamerika*	41
Inflation, Zinsen und Wechselkurse in Lateinamerika*	42
Leistungsbilanz und Außenhandel	45
Stabilität der US-Dollar-Wechselkurse Januar 1990–Februar 1997	47
Inflation, Zinsen und Wechselkurse in Asien*	48
Inflation und Wettbewerbsfähigkeit in Mexiko*	53
Inflation und realer Außenwert der Währung*	54
Reagibilität der Inflation in wichtigen Regionen (geschätzt)*	55
Inflationsreagibilität und Inflationsgeschichte*	57
Real- und finanzwirtschaftliche Entwicklung in der Russischen Föderation*	58
Wirtschaftsentwicklung in Ländern mit Currency Board*	61
<b>Geldpolitik und Preise für Vermögenswerte in den Industrieländern</b>	
USA*	64
Tagesgeld- und Zinsterminsätze*	65
Japan*	66
Deutschland*	68
Konvergenz in ausgewählten EU-Ländern*	70
Inflation in ausgewählten Ländern: Ist-Werte, Prognosen und Ziele*	72
Monetäre Rahmenbedingungen in ausgewählten Ländern*	73
Korrelation bei lang- und kurzfristigen Zinssätzen	77
Anleiherenditen, Inflationsraten und Haushaltsdefizite in EU-Ländern*	79
Aktienkurse*	80

	Seite
Kurs-Gewinn-Verhältnisse .....	81
Inflationsbereinigter Gewinn je Aktie in den USA .....	81
Produktionslücke und Kurs-Gewinn-Verhältnis* .....	82
<b>Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern</b>	
US-Dollar: Wechselkurs gegenüber ausgewählten Währungen und nominaler Außenwert* .....	86
6-Monats-Zinsterminsätze* .....	87
Portfolioströme von Japan in die USA* .....	88
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen .....	88
Kaufkraftparität und fundamentaler Gleichgewichtswert des US-Dollars (geschätzt)	89
Dollarwechselkurse, implizite Volatilitäten und Risk Reversals* .....	90
Wahrscheinlichkeitsverteilungen des US-Dollars* .....	91
Offizielle Währungsreserven .....	93
Wechselkurse europäischer Währungen gegenüber der D-Mark* .....	94
Reagibilität gegenüber dem DM/US-Dollar-Wechselkurs* .....	95
Erklärungsfaktoren für Wechselkursreagibilitäten .....	96
Renditedifferenzen bei 10jährigen Anleihen und europäische Wechselkurse* .....	98
Veränderungen der Terminkurse gegenüber der D-Mark* .....	99
Wirtschafts- und Währungsunion und Devisenumsätze .....	101
Devisenumsatz über den Electronic Broking Service* .....	102
Devisenumsätze mit Währungen aufstrebender Volkswirtschaften .....	103
Die internationale Rolle von Euro, Dollar und Yen* .....	104
Geographie der Wechselkursreagibilitäten* .....	105
Goldumsatz 1996 .....	106
Reagibilität des Goldpreises und Satz für die Goldleihe* .....	107
<b>Kapitalverkehrsentwicklungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften</b>	
Zinssätze in den Industrieländern und Preise von Finanzaktiva in den aufstrebenden Volkswirtschaften* .....	110
Kapitalzuflüsse und Währungsreserven in Asien und Lateinamerika .....	111
Kurzfristige Zinssätze: real und auf US-Dollar-Basis .....	112
Spreads bei Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften und US-Junk-Bonds* .....	114
Aufstrebende Volkswirtschaften: Laufzeiten und Ratings* .....	116
Spreads und Ratings: Anleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften und US-Unternehmen* .....	117
Aktienmärkte: Kapitalisierung, Volatilität und jüngste Ergebnisse .....	118
Immobilienpreiszyklen in Asien .....	119
Notleidende Kredite in Prozent der gesamten Kredite .....	121
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP-Wachstum .....	122
Wechselkursrigidität und Realzinssätze 1995/96* .....	126
Banken und Ratings .....	131
<b>Internationale Finanzmärkte</b>	
Geschäft an den internationalen Finanzmärkten* .....	133
Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt) .....	134
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts .....	135
Internationale Bankkredite* .....	137
Aufgliederung des internationalen Bankkreditgeschäfts nach Währung und Nationalität* .....	138
Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets .....	139
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Asien und Lateinamerika* .....	140

	Seite
Hauptmerkmale der internationalen Wertpapieremissionen .....	141
Internationale Zinssätze* .....	142
Hauptmerkmale des internationalen Anleihemarktes* .....	145
Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente .....	147
Börsengehandelte Derivate .....	148
Umsatz börsengehandelter Financial Futures und Optionen* .....	149
Neue Zins- und Währungsswaps* .....	152
<b>Entwicklung des Zentralbankwesens</b>	
Zentrale makroökonomische Indikatoren für die G10-Länder* .....	158
Inflation und Arbeitslosigkeit im Länderquerschnitt* .....	158
Indikatoren für Trends im Zahlungsverkehr* .....	159
Außenwert der Währung und Leistungsbilanzsaldo* .....	161
Nominale Anker* .....	163
Ausgewählte gemeinsame Initiativen von Zentralbanken auf Einzelinstitutsebene ..	166
Ausgewählte gemeinsame Initiativen von Zentralbanken auf der Ebene des Finanzsystems .....	169
Anleiherenditen und Inflationsgeschichte* .....	171
Autonomie der Zentralbanken: Ausgewählte Entwicklungen .....	172
Kredite und inflationsbereinigte Preise für Vermögenswerte* .....	177

## 67. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 9. Juni 1997 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 67. Geschäftsjahr (1. April 1996–31. März 1997) vorlegen.

Nach Zuweisung von 3 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 6 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 194 289 449 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 181 333 300 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 48 780 923 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 280 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden. Anzumerken ist, daß die Dividende für die 44 000 im zweiten Halbjahr des Geschäftsjahres begebenen neuen Aktien entsprechend dem jeweiligen Zeichnungsdatum anteilig gezahlt wird.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 41 018 778 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 101 489 748 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1996/97 den Aktionären am 1. Juli 1997 gezahlt.

Basel, 23. Mai 1997

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor



## I. Einleitung: Klare Ziele, aber keine klaren Indikatoren

Für viele der Entwicklungen in der Realwirtschaft und im Finanzsektor im Jahr 1996 lassen sich zwar plausible Erklärungen finden, in mehrfacher Hinsicht überraschend waren sie aber dennoch. Die Aktienkurse zogen in vielen Ländern kräftig an, oftmals trotz stagnierender Wirtschaftstätigkeit und bei nach wie vor niedrigen Inflationsraten. Die Anleiherenditen in Europa konvergierten – ganz anders als 1994 und 1995 – bei steigenden Anleiherenditen in den USA. Der US-Dollar wertete mit der anhaltend lebhaften Konjunkturentwicklung in den USA auf, obwohl sich das Handelsbilanzdefizit hartnäckig hielt und weiter wuchs. In Japan und den wichtigsten Ländern Kontinentaleuropas blieb die Investitionsdynamik aus, die normalerweise bei einem Anstieg der Exporte in Gang gesetzt wird. In einigen Ländern Lateinamerikas und Afrikas hellten sich die Aussichten für ein nachhaltiges Wachstum auf, während in Teilen Asiens Ungleichgewichte deutlicher zutage traten. Die privaten Kapitalströme in aufstrebende Länder überstiegen die bisherigen Höchstwerte bei weitem, wobei internationale Anleiheemissionen eine große Rolle spielten. Wurden diese überraschenden Entwicklungen durch fundamentale wirtschaftliche Kräfte ausgelöst, oder werden sie im Gegenteil irgendwann durch solche Kräfte korrigiert werden?

Will man ehrlich sein, so muß man zugeben: Zum Teil wissen wir es nicht. Rascher technologischer Wandel und Deregulierung, die heutzutage alle Aspekte der Weltwirtschaft in tiefgreifendem Maße beeinflussen, trüben zunehmend unseren Sinn für das, was möglich und plausibel ist. Einerseits bieten sie die erfreuliche Aussicht auf raschere Produktivitätserhöhungen, einen steigenden Lebensstandard und wachsende Gewinne. Andererseits können sie Übergangsprobleme und unerwartete Nebeneffekte mit sich bringen, die sich aus den Wechselwirkungen vieler sich wandelnder Kräfte in der Realwirtschaft, im Finanzsektor und sogar in der Gesellschaft ergeben. Auch das zyklische Wechselspiel von übersteigertem Optimismus und Pessimismus, das die menschliche Natur kennzeichnet, dürfte 1996 eine Rolle gespielt haben. Außerdem wird unsere Fähigkeit, Dinge zu erklären und vorherzusagen, durch die Grenzen unseres Wissens zwangsläufig eingeschränkt. Viele Abläufe im Wirtschaftsleben, vor allem im Finanzbereich, verstehen wir nicht bis ins letzte.

Eines wissen wir jedoch mit Sicherheit: Inflation, exzessives Geldmengenwachstum und mangelnde finanzpolitische Disziplin tragen zu vielerlei Fehleinschätzungen und Fehlentscheidungen bei. Dazu gehört natürlich die Fehlllokation von Ressourcen, die zu erwarten ist, wenn sowohl der Wertmaßstab als auch die relativen Preise übermäßig schwanken. Andere, tiefgreifendere Schäden für die Volkswirtschaft werden jedoch erst dann richtig erkennbar, wenn die Inflation nachläßt. Die eingangs erwähnten Entwicklungen haben ihren Ursprung zum Teil

zweifellos in den Übersteigerungen weit zurückliegender Perioden, der damit verbundenen Anhäufung von Schulden und dem fortdauernden Prozeß der Wiederherstellung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität. Staat, Banken und Finanzmärkte – sie alle sind davon weiterhin auf entscheidende Weise betroffen.

Angesichts eines soliden Geldstandards und der erkennbar gewordenen Grenzen der Staatsverschuldung muß in den Industrieländern jetzt die Rolle des Staates selbst neu beurteilt werden. In vielen Ländern kämpft die Regierung nun mit einer Schuldenlast, die aus einer Zeit stammt, als alles machbar schien, und mußte ihr Haushaltsdefizit trotz der allgemeinen Wirtschaftsschwäche und niedriger Inflationsraten 1996 weiter zurückführen. Bei dieser außergewöhnlichen Konstellation haben die Anforderungen der Maastricht-Kriterien sicherlich nur eine sekundäre – wenngleich durch den Zeitfaktor wichtige – Rolle gespielt. Darüber hinaus begann sich in vielen Industrieländern die Regierung ernsthaft zu fragen, ob sie in der Lage sein würde, alle zur Absicherung der Arbeitnehmer, Rentner und anderen Begünstigten des sozialen Netzes verabschiedeten Regelungen unangetastet zu lassen und alle abgegebenen Versprechen weiterhin einzuhalten. Dies wiederum verunsichert Verbraucher und Investoren, was zur Folge hat, daß sich der Prozeß der Haushaltskonsolidierung in die Länge zieht, weil Ausgaben zurückgehalten werden, dadurch das Steueraufkommen sinkt und somit der Zwang zu budgetären Straffungen noch größer wird, um die Zielvorgaben für Haushaltsdefizite erfüllen zu können.

Im Jahr 1996 zeigte sich auch in größerer Deutlichkeit, daß sich einige Bankensysteme immer noch nicht ganz von vorangegangenen Phasen übermäßiger Kreditausweitung erholt haben. Insbesondere in Japan wurden volle sieben Jahre nach dem Platzen der spekulativen Preisblase bei den Vermögenswerten zahlreiche Finanzinstitute unter Zwangsverwaltung gestellt; die Zahl und die Größenordnung der Unternehmenszusammenbrüche erreichten einen Rekordumfang, und die Bankaktien drückten die Aktienkursindizes weiter nach unten. Zwar waren in der japanischen Volkswirtschaft 1996 einige ermutigende Zeichen der Erholung sichtbar, doch ist zu befürchten, daß der „Gegenwind“ aus dem Finanzsektor zusammen mit dem notwendigen Sparkurs im öffentlichen Sektor das Wirtschaftswachstum noch für einige Zeit dämpfen wird. Ähnliche Überlegungen ließen auch in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften zunehmende Besorgnis über die jüngste Entwicklung aufkommen. Hier haben sich die Kredite für den Kauf von Wertpapieren und Immobilien in den letzten Jahren sehr rasch ausgeweitet, oftmals vor dem Hintergrund inflationären Drucks und eines wachsenden Handelsbilanzdefizits.

Auch auf den Finanzmärkten dürften noch die Zeiten hoher Inflation nachwirken. Eine Möglichkeit ist, daß eine „Geldillusion“ entsteht, bei der hohe nominale Anlagerenditen mit realen Renditen verwechselt werden. Wenn die Nominalzinssätze infolge einer niedrigeren Inflationsrate zurückgehen, wie dies 1995 und 1996 der Fall war, kommt die falsche Vorstellung auf, daß die „realen“ Sätze ebenfalls gesunken seien. Eine zweite, ergänzend hinzutretende Möglichkeit ist, daß sich die Marktteilnehmer an die hohen realen Anlagerenditen gewöhnen, die sich in der Anfangsphase eines Inflationsrückgangs einstellen. Im Gegensatz dazu erscheinen die Renditen, die sich ergeben können, wenn die Zentralbank eine stagnierende Volkswirtschaft wieder in Gang zu bringen versucht, unter Umständen als unannehmbar niedrig.

Was auch immer der Grund gewesen sein mag, die Marktteilnehmer haben sich 1996 jedenfalls entschlossen bemüht, ihre Renditen durch das Eingehen höherer Kredit- und Marktrisiken wieder zu steigern. Wie schon erwähnt, erreichten die Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften Rekordhöhen, wobei die Risikoaufschläge meist zurückgingen. Die Renditenabstände zwischen Staatsanleihen höherer und niedrigerer Bonität verringerten sich sowohl in Europa als auch in Nordamerika drastisch, obwohl erst seit sehr kurzer Zeit ein solider finanzpolitischer Kurs verfolgt wird. An den internationalen Wertpapiermärkten schließlich akzeptierten die Anleger niedrigere Zinsspannen, stellten noch unbekanntes Schuldnern Mittel zur Verfügung, verlängerten die Laufzeiten und experimentierten mit neuen Währungen sowie mit immer komplexeren Instrumenten.

Aus all dem lassen sich zwei wesentliche Lehren ableiten. Die erste hat sich praktisch schon überall durchgesetzt: Preisstabilität und tragfähige öffentliche Finanzen herzustellen muß hohe Priorität haben. Mangelnde Disziplin in der Wirtschaftspolitik richtet nicht nur unmittelbaren Schaden an, sondern hat auch negative Langzeiteffekte. Die zweite Lehre ist, daß die Solidität der Volkswirtschaft und die des Finanzsystems eng miteinander verknüpft sind. Makroökonomische Instabilität, etwa in Form einer übermäßigen Kreditschöpfung und Inflation, kann zu Schwächen im Finanzsystem führen. Umgekehrt können Schwächen im Finanzsystem – unabhängig von ihrer Herkunft – auch makroökonomische Konsequenzen haben.

Dieser letzte Punkt ist den Währungs- und Bankenaufsichtsbehörden seit jeher wohlbekannt. In Kapitel VIII des vorliegenden Jahresberichts wird auf die Bemühungen eingegangen, die in den letzten 25 Jahren von offizieller Seite unternommen wurden, um geldpolitische Anker zu definieren und institutionelle Regelungen zu finden, die sowohl Preisstabilität als auch die Stabilität des Finanzsektors gewährleisten. Die Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe haben den Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, den Ständigen Ausschuß für Euromarktangelegenheiten und den Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme ins Leben gerufen, die alle nach wie vor an sie berichten. Auch darin kommt die Überzeugung zum Ausdruck, daß es bedeutende Konsequenzen für die Durchführung der Geldpolitik hat, wenn der Finanzsektor anfällig für Störungen ist. Die differenziertere Beurteilung der Mexiko-Krise hat jedoch den Zusammenhang zwischen Preisstabilität und Stabilität des Finanzsektors 1996 auf noch breiterer Basis ins Bewußtsein gerufen, und das gleiche gilt für die wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften. Damit hat die Wirtschaftspolitik einen großen Schritt vorwärts getan. Doch wird, wie in den Schlußbemerkungen des vorliegenden Berichts festgehalten, noch viel geschehen müssen, bevor alle Probleme, die sich aus diesen Wechselbeziehungen ergeben, angemessen angegangen worden sind.

## Wirtschaftsentwicklung und widersprüchliche Signale

Die durchschnittliche Inflationsrate in den Industrieländern ist 1996 weiter zurückgegangen. Wo weiterhin beträchtliche gesamtwirtschaftliche Produktionslücken bestehen, war dies zu erwarten gewesen, aber auch in den USA und anderen Ländern, wo die Wirtschaft an ihre Kapazitätsgrenzen stieß, war der sichtbare

Preisauftrieb geringer, als man hätte vermuten können. Angesichts dieses Umfelds und belastet durch Unsicherheiten über die angemessene Reaktion auf die straffe Finanzpolitik, den starken Preisanstieg bei Finanzvermögenswerten und die bisweilen erheblichen Wechselkursbewegungen wurde die Geldpolitik in den großen Industrieländern im letzten Jahr nicht wesentlich geändert.

In den USA galt es ganz besonders, widersprüchliche Indikatoren gegeneinander abzuwägen. Das Interpretationsproblem wurde noch verschärft durch einen ausgeprägten Lagerhaltungszyklus und die Tatsache, daß die vierteljährlichen Wachstumszahlen kaum Rückschlüsse auf zugrundeliegende Trends zuließen. Daß die Arbeitslosenquote sehr niedrig war und eher nach unten als nach oben tendierte, sprach dafür, die Notenbankzinsen zu erhöhen, um einen aufkeimenden Inflationsdruck von vornherein zu ersticken. Da ähnliche Argumente jedoch seit mindestens zwei Jahren vorgebracht worden waren, ohne daß es deutliche Anzeichen für einen zunehmenden Preisauftrieb gegeben hätte, stellte sich die Frage, ob sich die Inflationszusammenhänge nicht möglicherweise grundlegend geändert haben.

Auch verschiedene Entwicklungen an den Finanzmärkten legten einander widersprechende Schlußfolgerungen für die Geldpolitik in den USA nahe. Die anhaltende Aufwertung des Dollars mit ihrer inflationshemmenden Wirkung sprach gegen eine Anhebung der Zinssätze, auch wenn die damit verbundene Verschlechterung der Handelsbilanz bedeutete, daß mit dieser Unterstützung nicht ewig zu rechnen war. Der weitere Anstieg der US-Aktienkurse, von dem im Prinzip eine Förderung des privaten Verbrauchs und der Investitionen erwartet werden konnte, ließ demgegenüber Forderungen nach einer strafferen Geldpolitik laut werden, während die Erhöhung der Anleiherenditen Anfang 1996 zum Teil so interpretiert wurde, daß der Federal Reserve die Arbeit bereits abgenommen worden war. Erst nachdem die Wachstumsdaten günstiger geworden waren und um die Jahreswende ein verstärkter Lohnkostendruck aufgekommen war, entschied sich die Federal Reserve schließlich im März 1997 für eine Anhebung des Tagesgeldsatzes.

Ähnliche Probleme der Interpretation und des Abwägens waren im Vereinigten Königreich zu beobachten, wo sich das Wirtschaftswachstum beschleunigte, die Arbeitslosigkeit zurückging, die Kreditvergabe expandierte und die Preise für Vermögenswerte stiegen und trotzdem die Inflationsrate relativ stabil blieb. Erschwert wurde die Gestaltung der Geldpolitik in diesem Zusammenhang auch durch die starke Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber der D-Mark und sogar gegenüber dem US-Dollar. Die unmittelbare inflationshemmende Wirkung dieser Aufwertung wurde zwar begrüßt, aber die britischen Währungsbehörden sahen sie nicht als wichtigen Indikator für die Geldpolitik, sondern merkten an, daß sie möglicherweise nur vorübergehend sei und den zunehmenden Inflationsdruck im nichtexponierten Sektor der Wirtschaft nicht lindere. Dagegen wurde die Aufwertung des kanadischen Dollars, die fast das ganze Jahr 1996 hindurch zu beobachten war, von der Bank of Canada – allerdings vor dem Hintergrund einer weitaus geringeren gesamtwirtschaftlichen Auslastung als im Vereinigten Königreich – als potentielle Anspannung der geldpolitischen Rahmenbedingungen interpretiert, die eine entsprechende Reaktion der Geldpolitik rechtfertigte.

Auf dem europäischen Kontinent hatten die ungelösten wirtschaftspolitischen Fragen 1996 sowohl strukturelle als auch makroökonomische Elemente. Ein deutlicher Preisauftrieb war lediglich in einigen kleineren europäischen Ländern zu verzeichnen. Insgesamt gesehen wurde die Nachfrageschwäche in Kontinentaleuropa im letzten Jahr durch die Notwendigkeit einer straffen Finanzpolitik sowie die Unsicherheiten hinsichtlich bevorstehender geldpolitischer Änderungen und der Aussichten für die Wirtschafts- und Währungsunion verschärft. Die Exportaufträge entwickelten sich recht lebhaft, aber die Investitionen reagierten darauf nicht wie üblich. Gleichzeitig waren die europäischen Volkswirtschaften erheblichen angebotsseitigen Schocks ausgesetzt. So gewann der Umstrukturierungsprozeß im Industriesektor infolge der Globalisierung und des technologischen Wandels an Fahrt, und vor dem Hintergrund einer mangelnden Flexibilität der Arbeitsmärkte trug dies dazu bei, daß die Arbeitslosigkeit in Frankreich und Deutschland auf den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg stieg.

In diesem Umfeld und bei bereits niedrigen Notenbankzinsen wurde die Geldpolitik in Deutschland Mitte 1996 nur leicht gelockert. Es wurde davon ausgegangen, daß die Probleme im Grunde nicht nachfragebedingt, sondern vor allem struktureller Natur waren und durch eine geringfügige Senkung der kurzfristigen Zinsen nur schwerlich gemildert werden konnten. Dennoch erhielt die Nachfrage in Kontinentaleuropa leichten Auftrieb durch den stärkeren Dollar, steigende Aktienkurse, niedrigere langfristige Zinssätze in den Kernländern und noch stärkere Rückgänge sowohl der kurz- als auch der langfristigen Zinssätze in anderen Ländern.

Für die wirtschaftspolitischen Zielkonflikte in Asien spielte die beträchtliche Festigung des Dollars eine wesentliche Rolle. In Japan stützte der schwächere Yen durch seine Auswirkungen auf die Exporte das Wirtschaftswachstum, obwohl das Vertrauen in die wirtschaftlichen Aussichten nach wie vor gering ist, in den nächsten ein bis zwei Jahren beträchtliche Einsparungen im öffentlichen Sektor zu erwarten sind und die kurzfristigen Notenbankzinssätze kaum mehr weiter gesenkt werden können. Gleichzeitig stoppte dies aber auch den Rückgang des japanischen Leistungsbilanzüberschusses, und es kam erneut Besorgnis hinsichtlich möglicher Spannungen im Handel zwischen Japan und den USA auf. In vielen anderen asiatischen Ländern erhöhte sich der Außenwert der Währung mit dem steigenden Dollar sowie infolge anhaltender Kapitalzuflüsse. Dies beeinträchtigte die Wettbewerbsfähigkeit in einer Phase, in der sowohl das Volumen als auch die Preise der Elektronikexporte drastisch sanken. Diese Entwicklungen haben dazu beigetragen, die Überhitzung in vielen Ländern der Region zu verringern, aber in manchen Fällen auch die Frage aufkommen lassen, wie lange die außenwirtschaftlichen Defizite aufrechterhalten werden können.

Die Gefahr von Zielkonflikten zwischen binnen- und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht ist für viele asiatische Länder relativ neu, vor allem für jene, die auf Exporte als wichtigsten Wachstumsmotor setzen. In Lateinamerika sind diese Konflikte dagegen schon seit langem ein Problem. In den neunziger Jahren richtete sich die Inflationsbekämpfung oft am Wechselkurs als nominalem Anker aus, was gewöhnlich eine deutliche reale Aufwertung der Währung bedeutete, da die Preisentwicklung im Inland erst mit Verzögerung reagierte. Dies beeinträchtigte das

außenwirtschaftliche Gleichgewicht und barg die Gefahr eines Vertrauensverlustes im Inland wie im Ausland. Vor einem ähnlichen Dilemma stehen auch zahlreiche Länder in Osteuropa. Mögliche Wege, derartige Konflikte zu mildern, werden in den Schlußbemerkungen erörtert.

## Entwicklungen im Finanzsektor und Maßnahmen zur Stärkung des Finanzsystems

Die Auswirkungen des wettbewerbsintensiveren Umfelds, in dem sich die Finanzinstitute in der ganzen Welt bewegen, rückten 1996 stärker in den Mittelpunkt. Die beträchtlichen Preissteigerungen bei Vermögenswerten und das allgemeine Streben nach höheren Renditen an den internationalen Wertpapiermärkten erregten dabei die größte Aufmerksamkeit und weckten Befürchtungen hinsichtlich der Gefahren eines plötzlichen Stimmungsumschwungs bei den Marktteilnehmern. Neben die seit langem bestehenden Bedenken bezüglich der Stabilität der Banken in einigen Industrieländern trat außerdem das zunehmende Bewußtsein, daß diese Probleme in den aufstrebenden Volkswirtschaften und den Volkswirtschaften im Übergang noch größer sind.

Diese jüngsten Entwicklungen vollzogen sich vor dem Hintergrund eines raschen technologischen Wandels und einer anhaltenden Deregulierung, die es neuen Wettbewerbern (und insbesondere Nichtbanken) ermöglichten, die etablierten Finanzinstitute ernsthaft herauszufordern. Aus ähnlichen Gründen verschwamm die Trennlinie zwischen Krediten und Wertpapieren noch stärker als zuvor, und auch die Unterscheidung zwischen Banken und anderen Arten von Finanzinstituten wurde noch unschärfer. Die im November 1996 erfolgte Ankündigung eines bevorstehenden „Big Bang“ in Japan, die weitere Aufweichung der Beschränkungen des Glass-Steagall-Gesetzes in den USA und die Bemühungen der europäischen Finanzinstitute um eine gute Ausgangsposition für die Einführung des Euro werden sämtlich zur Folge haben, daß sich der Wettbewerbsdruck noch intensiviert und die Umstrukturierung im Finanzsektor noch lange nicht zu Ende ist.

Vor diesem Hintergrund wurde der Stärkung der Widerstandsfähigkeit der wichtigsten Strukturelemente des internationalen Finanzsystems – institutionelle Teilnehmer, Märkte und Marktinfrastrukturen – im letzten Jahr große Aufmerksamkeit gewidmet, um nachteilige Auswirkungen potentieller Schocks zu begrenzen. Wie in den Vorjahren widmeten sich die bei der BIZ zusammen tretenden Ausschüsse von Experten aus den einzelnen Ländern diesen Anliegen besonders aktiv, wobei sich jeder Ausschuß traditionell auf einen bestimmten Aspekt des internationalen Finanzsystems konzentriert. Die Empfehlungen dieser Ausschüsse sind mit einer moralischen (wenn auch keiner rechtlichen) Autorität verbunden; diese ergibt sich aus der Beteiligung nationaler Experten aus den Bereichen, die von den Empfehlungen jeweils am meisten betroffen sein dürften. In diesem Zusammenhang war 1996 besonders zu begrüßen, daß erstmals Vertreter aus aufstrebenden Volkswirtschaften stärker an diesen Beratungen und den daraus hervorgegangenen Beschlüssen beteiligt waren.

Den Kern eines stabilen Finanzsystems bilden solide Finanzinstitute. Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht lancierte darum im letzten Jahr eine Reihe

neuer Initiativen mit dem Ziel, die traditionellen Aufsichtsinstrumente noch mehr auszuweilen. Darüber hinaus wurden die Finanzinstitute ermutigt, ihre Aktivitäten im Wertpapierhandel und im Derivatgeschäft vermehrt offenzulegen. Dabei wird von der grundlegenden Prämisse ausgegangen, daß ein besser informierter Markt seinen Teilnehmern eine angemessene Disziplin abverlangen wird. Mit dieser Förderung eines vorausschauend umsichtigen Verhaltens verbindet sich die Hoffnung, daß die traditionellen Aufsichtspraktiken zunehmend durch die Mechanismen des Marktes ergänzt werden.

Ein weiterer wichtiger Meilenstein im Berichtszeitraum war die Veröffentlichung eines Konsultativpapiers mit 25 Grundsätzen für eine wirksame Bankenaufsicht im April 1997, ergänzt durch ein dreibändiges Kompendium, das die wichtigeren Veröffentlichungen des Basler Ausschusses enthält. Den Grundsätzen kommt aus mindestens vier Gründen ein besonderer Stellenwert zu: Sie sind umfassend und decken alle Bereiche der Aufsicht ab, sie richten sich nicht nur an die international tätigen, sondern an alle Banken, sie wurden in enger Konsultation mit Bankenaufsichtsbehörden aus Ländern außerhalb der Zehnergruppe erarbeitet, und sie sind als Katalog von Wohlverhaltensregeln konzipiert, der den nationalen Aufsichtsbehörden und anderen Beteiligten als Bezugsbasis dienen kann.

Seit einiger Zeit herrscht außerdem Einigkeit darüber, daß Ausfälle in Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen für Großbetragszahlungen eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems darstellen können. 1996 machte der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme darauf aufmerksam, daß die Finanzinstitute wesentlich größeren Devisenrisiken ausgesetzt sind, als bisher angenommen worden war, und legte eine Strategie vor, wie diesem Problem begegnet werden könnte. Außerdem veröffentlichte der Ausschuß Papiere über die Sicherheit von Clearingsystemen für derivative Instrumente, über Echtzeit-Bruttoabwicklungssysteme und über die derzeitigen Offenlegungspraktiken in Wertpapierabwicklungssystemen. Gemeinsam mit anderen Basler Gremien schloß der Ausschuß eine Untersuchung ab, die sich mit den Konsequenzen der Einführung elektronischen Geldes u.a. für das Finanzsystem als Ganzes beschäftigte, und er wird die weltweite Entwicklung in diesem Bereich sorgfältig beobachten.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten konzentriert sich traditionell auf die Entwicklung neuer Märkte und ihre Bedeutung hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems. Neben mehreren Verbesserungen in seiner Erhebung von Daten über das internationale Bankgeschäft erarbeitete der Ausschuß 1996 einen Rahmen für die regelmäßige Erhebung von Statistiken über die außerbörslichen Derivatmärkte. Dieser Rahmen wurde von den G10-Zentralbankpräsidenten im Januar 1997 verabschiedet und soll bis Ende Juni 1998 umgesetzt sein. Schließlich begannen zwei Arbeitsgruppen des Ausschusses mit der Untersuchung der Konsequenzen, die die jüngsten strukturellen Änderungen auf den G10-Finanzmärkten und die Veränderungen der Praktiken im Portfoliomanagement für das Systemrisiko haben. Solche Themen stehen natürlich ganz in der Tradition der früheren Arbeiten des Ausschusses, und wie in der Vergangenheit sollen dabei nicht nur Probleme dargestellt, sondern auch mögliche Lösungswege aufgezeigt werden.

## II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Gegen Ende 1995 war prognostiziert worden, daß sich in den traditionellen Industrieländern sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflationsrate 1996 einem Mittel von 2½% annähern würden. In Wirklichkeit fiel das Wachstum dann jedoch geringer aus, vor allem in den G7-Ländern, wo es durchschnittlich unter 2% lag. Auch die Inflationsrate war niedriger als prognostiziert, was darauf schließen läßt, daß die antiinflationären Kräfte im ganzen gesehen stärker waren als erwartet. Besonders deutlich wurde dies auf den weltweiten Gütermärkten, während sich bei den Lohnstückkosten vorangegangene Rückgänge in mehreren Ländern teilweise wieder umkehrten.

Zwar mag der Unterschied zwischen den prognostizierten und den tatsächlichen Wachstumsraten 1996 im Durchschnitt nicht sehr groß erscheinen, doch ist zu berücksichtigen, daß die Wirtschaftspolitik und die Finanzierungsbedingungen im allgemeinen weniger straff waren als vorhergesehen. Viele Länder profitierten von niedrigeren kurz- und langfristigen Zinssätzen, und die Aufwertung des US-Dollars gegenüber den meisten anderen Währungen trug in der Regel dazu bei, die weltweite Nachfrage in Regionen und Länder mit Überkapazitäten zu lenken. Dies kam sowohl den USA als auch dem Vereinigten Königreich entgegen, die mit einem stärkeren Preisauftrieb zu kämpfen hatten.

Auch die makroökonomische Politik beeinflusste im letzten Jahr den Wachstumsverlauf. Da Finanz- und Geldpolitik mit unterschiedlicher Verzögerung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durchschlugen, wurde das Wachstum im ersten Halbjahr 1996 durch Bemühungen um Haushaltskonsolidierung insgesamt gebremst, während die Nachfragewirkungen der sich ergebenden günstigeren Finanzierungsbedingungen erst gegen Ende des Jahres sichtbar wurden. Daher war am Jahresanfang der Abbau von Lägern weit verbreitet, aber der Anstieg der Anlageinvestitionen der Unternehmen war in den meisten Ländern auch noch am Jahresende enttäuschend niedrig. Die schleppende Konjunkturlage und die nach wie vor bestehenden strukturellen Verkrustungen hatten außerdem zur Folge, daß die Arbeitslosenquote in den kontinentaleuropäischen Ländern der Europäischen Union auf insgesamt gesehen über 12% stieg.

Wegen der allgemein schlechteren Konjunkturlage schwächte sich der Außenhandel zwischen den Industrieländern 1996 beträchtlich ab. Hinzu kam eine restriktivere Ausrichtung der Wirtschaftspolitik in einer Reihe asiatischer Länder, so daß sich der weltweite Handel mit Gütern und Dienstleistungen nur noch halb so rasch ausweitete wie 1995. Der Trend zur Globalisierung von Produktion und Beschäftigung über Direktinvestitionen scheint sich jedoch unvermindert fortgesetzt zu haben. So ist der Absatz der internationalen Unternehmen über ihre ausländischen Niederlassungen inzwischen höher als der direkte Handel mit Gütern

und Dienstleistungen, und meist werden im Ausland weit mehr Arbeitsplätze geschaffen als im Herkunftsland.

## Entwicklung in den drei größten Volkswirtschaften

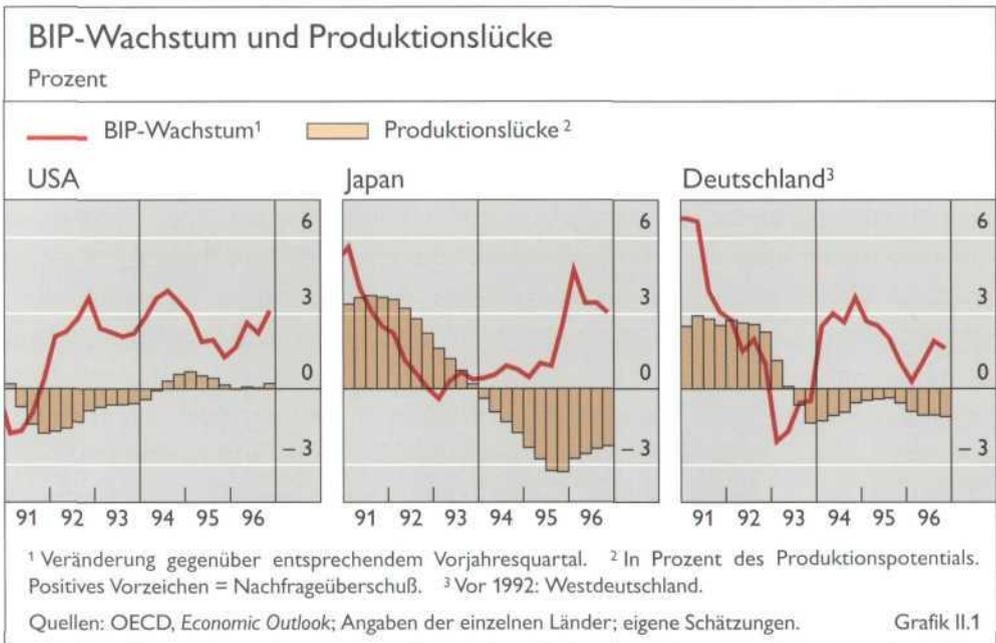
In den USA  
anhaltendes  
inflationstheoretisches  
Wachstum ...

Der Aufschwung in den USA trat Anfang 1997 in sein siebtes Jahr ein. Er zeigte sich bemerkenswert widerstandsfähig, wenn man bedenkt, daß die Erholung bei einem vergleichsweise hohen gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad begonnen hatte. Das BIP-Wachstum war 1996 sogar höher als 1995, stimmte aber weitgehend mit dem Potentialwachstum überein (s. Grafik II.1). Erst Anfang 1997 drohte ein deutlicher Anstieg der Inflationsrate. Mehrere Faktoren, die einander offensichtlich ergänzten und verstärkten, scheinen durch ihr Zusammenwirken verhindert zu haben, daß sich – wie in früheren Aufschwungphasen dieser Länge – inflationäre Ungleichgewichte aufbauten. Erstens wurde das Haushaltsdefizit verringert, wobei vor allem der strukturelle Teil reduziert wurde; das Defizit des Bundes befindet sich damit auf dem niedrigsten Stand seit 1981. Zweitens fungierte der Anleihemarkt als wichtiger automatischer Stabilisator, denn die Marktakteure waren immer mehr zu der Überzeugung gebracht worden, daß die Federal Reserve inflationärem Druck begegnen würde. Wenn sich ein überhöhter Nachfragedruck abzuzeichnen schien, tendierten die Zinssätze nach oben, gingen dann aber wieder zurück, sobald sich diese Bedenken abschwächten. Dadurch reduzierte sich zum Teil die Notwendigkeit diskretionärer Änderungen bei den geldpolitischen Instrumenten. Drittens spannte sich zwar die Lage am Arbeitsmarkt etwas an, so daß die Arbeitslosenquote auf ein Niveau zurückging, das sonst mit einem Inflationsanstieg in Verbindung gebracht wurde (5¼% zum Jahresende), doch gab es nur gelegentliche Anzeichen für einen Preisauftrieb. Die Entwicklung der Arbeitskosten wurde über das ganze Jahr 1996 hinweg durch langsamer steigende oder sogar sinkende Lohnnebenkosten sowie durch die Sorge der Arbeitnehmer hinsichtlich der künftigen Beschäftigungsaussichten gedämpft. Viertens wurden die Unternehmen durch den scharfen Wettbewerb auf den heimischen und den internationalen Märkten sowie den wachsenden Widerstand der Verbraucher gegen Preiserhöhungen gezwungen, ihre Kosten zu reduzieren. Da die USA im Konjunkturzyklus zeitlich vorn liegen, trugen fünftens Importe aus Ländern mit Überkapazitäten dazu bei, die Gefahr von Engpässen in der US-Wirtschaft zu begrenzen, und schließlich verstärkte in den letzten zwölf Monaten auch die Aufwertung des Dollars die bereits vorhandenen inflationshemmenden Kräfte.

... dank  
mehrerer  
stabilisierender  
Faktoren

Einfluß des  
„High-Tech“-  
Sektors

Begünstigt durch höhere Realeinkommen beschleunigte sich im letzten Jahr das Wachstum des privaten Verbrauchs, und auch von den Anlageinvestitionen der Unternehmen gingen weiterhin Impulse aus. Das Ungewöhnlichste an der gegenwärtigen Aufschwungphase ist ihre Abhängigkeit von der Produktionssteigerung im „High-Tech“-Sektor. Dieser Wirtschaftsbereich hat in den letzten drei Jahren schätzungsweise über 25% zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beigetragen, die Automobilindustrie dagegen beispielsweise nur 4%. Überdies halfen die sinkenden Preise von High-Tech-Produkten und das dank des Einsatzes neuer computergestützter Technologien raschere Produktivitätswachstum, die Inflation niedrig zu halten. Allerdings ist der High-Tech-Sektor stark von der stetigen Entwicklung neuer Technologien abhängig und somit nicht immun gegen Konjunkturausschläge



oder sich aufbauende Ungleichgewichte. Wie die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, sind die Produktionsschwankungen in diesem Wirtschaftsbereich ebenso stark wie bei den meisten anderen Gebrauchsgütern, und der Multiplikatoreffekt für die übrige Volkswirtschaft kann sogar noch größer sein.

In *Japan* schien sich das gesamtwirtschaftliche Bild 1996 aufzuhellen, denn die Konjunktur gewann kräftig an Fahrt. Die aggregierten Zahlen liefern jedoch ein verzerrtes Bild von der tatsächlichen Stärke des Aufschwungs. Im Jahresverlauf war das Wachstum sehr ungleichmäßig, und es gab beträchtliche Verschiebungen in den Wachstumsbeiträgen der wichtigsten Nachfragekomponenten, was auf das Fehlen eindeutiger Trends schließen läßt. Zwar war gegen Ende des Jahres eine export-induzierte Belebung zu verzeichnen, doch stammten die Wachstumsimpulse im wesentlichen aus dem ersten Halbjahr; in diesem Zeitraum hatte das gesamtwirtschaftliche Wachstum seinen Ursprung fast zu einem Drittel in budgetären Maßnahmen, deren Multiplikatoreffekt offensichtlich gering war. Die Inlandsnachfrage verringerte sich im zweiten Halbjahr, als die finanzpolitischen Fördermaßnahmen allmählich wieder zurückgenommen wurden. Dagegen stieg der Außenbeitrag bei Abwertung der Währung immer stärker.

Der Einfluß der Geldpolitik und des Geschehens an den inländischen Finanzmärkten ist schwer einzuschätzen. Einerseits expandierten die Bankkredite nur wenig, was zum Teil darauf zurückzuführen war, daß Großunternehmen ihren Finanzierungsbedarf über Anleiheemissionen deckten, zum Teil aber auch darauf, daß die Banken zögerten, Kredite an kleine und mittlere Unternehmen zu vergeben, deren Sicherheiten meist an Sachvermögen gebunden sind. Andererseits verbesserte sich durch die Verbindung von im historischen Vergleich sehr niedrigen Zinsen und Währungsabwertung die Gewinnsituation der Großunternehmen, die einen Teil der zusätzlichen Mittel einsetzten, um Bankkredite zu tilgen oder die leicht gestiegenen Anlageinvestitionen zu finanzieren. Für eine expansive Wirkung der monetären Kräfte dürfte außerdem sprechen, daß sich die Wohnbauinvestitionen dynamisch entwickelten und die privaten Haushalte gleichzeitig den Verbrauch stützten, indem sie ihre Sparquote verringerten.

In Japan  
zögerlicher und  
ungleichmäßiger  
Aufschwung ...

... bei ungewissem  
Einfluß der  
Finanzierungs-  
bedingungen

Auch in  
Deutschland nur  
zögerliche Erholung

Auch in *Deutschland* verlief das Wachstum 1996 sehr uneinheitlich, insbesondere im ersten Halbjahr, als die Baukonjunktur erheblich vom Wetter beeinträchtigt wurde. Begünstigt wurde die Expansion – die allerdings weniger ausgeprägt war als in Japan – durch eine lockerere Geld- und Finanzpolitik sowie eine sich abwertende Währung. Anders als in Japan verringerte sich jedoch in Deutschland das BIP-Wachstum im vergangenen Jahr, da die Lagerbestände erheblich abgebaut wurden und die Investitionsausgaben sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor rückläufig waren. Infolge der allgemeinen Wachstumsverlangsamung sowie der anhaltenden Bemühungen der Unternehmen um Kosteneinsparungen ging außerdem die Beschäftigung zurück, und die Arbeitslosenquote stieg zu Beginn dieses Jahres auf den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. Dies drückte auf die Einkommen der privaten Haushalte und die Stimmung der Verbraucher, so daß der private Verbrauch weit hinter den ursprünglichen Prognosen zurückblieb. Gleichzeitig verstärkten die sinkenden Lohnstückkosten den Effekt der Währungsabwertung, so daß rund die Hälfte des gesamten Wachstums dem höheren Außenbeitrag zuzuschreiben war.

### Entwicklung in den anderen großen europäischen Volkswirtschaften

In Frankreich  
ebenfalls  
Wachstums-  
verlangsamung ...

In *Frankreich* verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in ähnlicher Weise wie in Deutschland, und auch die unmittelbaren Auslöser dieser Abschwächung waren zum Teil ähnlich. So galt es auch in Frankreich, einen großen Lagerüberhang abzubauen, und die öffentlichen Investitionen waren ebenfalls rückläufig. Die Zunahme des Außenbeitrags beschleunigte sich, was aber vor allem auf eine schleppende Importnachfrage zurückzuführen war, denn die Entwicklung der Ausfuhren war sogar schwächer als das Wachstum der Exportmärkte. Trotz einer günstigen Cash-flow-Situation war auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen gedämpft. Dies dürfte zum Teil an der allgemeinen Nachfrageschwäche liegen, zum Teil aber auch daran, daß sowohl Kreditinstitute als auch Produktionsunternehmen frühere Verluste bei Immobilieninvestitionen auffangen mußten.

... aber  
Stabilisierung der  
Beschäftigung

In anderer Hinsicht verlief die Entwicklung in Frankreich und Deutschland im letzten Jahr allerdings unterschiedlich. In Frankreich erwiesen sich die Ausgaben der privaten Haushalte Anfang 1996 als wichtiger Wachstumsmotor, begünstigt durch finanzpolitische Maßnahmen, aber auch in Reaktion auf das streikbedingt schwächere vierte Quartal 1995. Unterschiede gab es auch bei der Arbeitsmarktentwicklung, obwohl sich die Arbeitslosigkeit in Frankreich fast so stark erhöhte wie in Deutschland. Infolge von Anreizen zur Einstellung niedrigbezahlter Arbeitskräfte und Langzeitarbeitsloser stabilisierte sich die Beschäftigung in Frankreich. Da die Unternehmen jedoch angesichts der Beschäftigungsmaßnahmen und der gemäßigten Lohnentwicklung offensichtlich auch weniger Anreiz zu Kosteneinsparungen sahen, ging das Produktivitätswachstum zurück, und die Lohnstückkosten stiegen stärker als in Deutschland.

In Italien  
Konjunktur-  
abschwung ...

Beginnend mit einer zunehmend schwächer werdenden Exportnachfrage kam es in *Italien* im vergangenen Jahr zu einem konjunkturellen Abschwung, als eine beträchtliche Korrektur der Lagerbestände im industriellen Sektor eine absolute Verringerung der Produktion bewirkte. Die straffere Geldpolitik und die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die einen niedrigeren Staatsverbrauch und

sinkende Realeinkommen der privaten Haushalte zur Folge hatten, verstärkten den Abschwung noch, obwohl die Auswirkungen auf den privaten Verbrauch durch einen Rückgang der Sparquote um einen Prozentpunkt etwas gedämpft wurden. Auch die Ausrüstungsinvestitionen schwächten sich ab, was zum Teil durch schmalere Gewinnspannen bedingt war, denn die Aufwertung der Lira erschwerte es den Unternehmen, höhere Kosten auf die Preise zu überwälzen. Die Investitionsneigung im Wohnbau und im gewerblichen Bau scheint dagegen im Verlauf des Jahres zugenommen zu haben, wofür möglicherweise die deutlich fallenden Anleihezinssätze verantwortlich waren. Trotz der Aufwertung der Währung stieg auch der Außenbeitrag weiter, da die Importe angesichts der schwächer werdenden Inlandsnachfrage drastisch abnahmen.

Im *Vereinigten Königreich* setzte sich das langsame Wachstum, das die Wirtschaft 1995 fast das ganze Jahr über geprägt hatte, im ersten Halbjahr 1996 fort. Wichtige Faktoren waren dabei der rückläufige Außenbeitrag, der kräftige Lagerabbau, weitere Kürzungen bei den öffentlichen Investitionen und die nachlassende Wohnbaukonjunktur. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen nahmen dagegen beträchtlich zu und konnten – gemeinsam mit anderen expansiven Einflüssen – das Wachstum im zweiten Halbjahr 1996 wieder anfachen. Der Außenbeitrag kehrte sich ins Positive, und die Wohnbaukonjunktur gewann wieder an Fahrt, nachdem der Abbau von Überkapazitäten im Wohnungsbestand beendet war. Allein der private Verbrauch trug trotz des weiterhin schwachen Beschäftigungswachstums fast 2½ Prozentpunkte zum Anstieg des BIP bei. Zwar weitete sich die Teilzeitarbeit im Zuge einer Verschiebung der Gesamtnachfrage zugunsten des Dienstleistungssektors erheblich aus, aber die Beschäftigung erhöhte sich 1996 nur um ¾%, und die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden dürfte gleich geblieben sein. Allerdings kam es infolge dieser geringen Beschäftigungszunahme und einer lebhafteren Konjunktorentwicklung als in anderen wichtigen Ländern zu vergleichsweise hohen Produktivitätszuwächsen.

... dagegen stärkeres Wachstum im Vereinigten Königreich

## Entwicklung in kleineren europäischen Volkswirtschaften

Mit durchschnittlich 3% war das Wachstum in den kleineren europäischen Volkswirtschaften im letzten Jahr höher als in den G7-Ländern. Es gab jedoch beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, die wohl im wesentlichen auf binnenwirtschaftliche Einflüsse und Maßnahmen zurückzuführen waren. In Ländern mit einem BIP-Wachstum von über 2½% war der Beitrag der Inlandsnachfrage erheblich höher als in den meisten anderen (s. Tabelle II.1). Außerdem sahen sich Länder, in denen die Zunahme des BIP erheblich über dem Potentialwachstum lag, auch ersten oder bereits deutlichen Anzeichen inflationärer Ungleichgewichte gegenüber.

Am auffallendsten war dies in der *Türkei*, wo die Inlandsnachfrage zu rasch gewachsen ist und sich die Inflationsrate aufgrund der monetären Alimentierung des Haushaltsdefizits (das im vergangenen Jahr 10% des BIP erreicht haben dürfte) sowie tiefverwurzelter Inflationserwartungen bei rund 80% hielt. Infolge wachsender Unsicherheit an den Finanzmärkten stiegen die inländischen Realzinssätze im letzten Jahr auf rund 30%, was die Regierung veranlaßte, Anleihen in US-Dollar zu begeben. In den anderen Ländern mit raschem Wirtschaftswachs-

In der Türkei inflationäre Ungleichgewichte ...

Beiträge zum Wachstum des realen BIP 1996								
Prozent bzw. Prozentpunkte								
	Wachstum > 2½%							
	Türkei	Irland	Island	Norwegen	Finnland	Portugal	Niederlande	Durchschnitt
Inlandsnachfrage	12,1	5,2	7,6	2,0	3,2	3,5	3,4	6,3
Außenbeitrag	-4,6	1,5	-2,1	2,8	0,1	-0,5	-0,7	-1,5
BIP	7,5	6,7	5,5	4,8	3,3	3,0	2,7	4,8
	Wachstum ≤ 2½%							
	Griechenland	Dänemark	Spanien	Belgien	Schweden	Österreich	Schweiz	Durchschnitt
Inlandsnachfrage	4,5	2,1	1,6	1,4	0,0	1,2	-1,0	1,2
Außenbeitrag	-2,0	0,3	0,6	0,0	1,1	-0,1	0,3	0,3
BIP	2,5	2,4	2,2	1,4	1,1	1,1	-0,7	1,5

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.1

... aber in anderen Ländern präventive Maßnahmen

tum trafen die Währungsbehörden präventive Maßnahmen, wenn potentielle Ungleichgewichte erkennbar wurden. In *Irland* wurden die kurzfristigen Zinssätze erhöht, und eine Aufwertung der Währung wurde zugelassen, weil Besorgnis über ein rasches Kreditwachstum und steigende Immobilienpreise aufkam. Auch in *Norwegen* und *Island* verschärften die Währungsbehörden die geldpolitischen Bedingungen, als sich abzuzeichnen begann, daß die Zurückhaltung bei den Löhnen nachließ und – im Falle Norwegens – die Haushaltspolitik weniger restriktiv war als ursprünglich geplant.

In den Niederlanden und Portugal Erholung; in Finnland Abschwächung

In den *Niederlanden* erholte sich die Konjunktur Anfang 1996 wieder von dem relativ milden Abschwung 1995, und bis zum Jahresende war die Produktionslücke praktisch geschlossen. Obwohl die anhaltende Konsolidierung der öffentlichen Haushalte das Wachstum des realen verfügbaren Einkommens bremste, war der private Verbrauch der wichtigste Antriebsfaktor für den Aufschwung. Bei größerem Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung – das dem Erfolg der nachhaltigen Bemühungen um eine Umstrukturierung der Volkswirtschaft sowie den steigenden Preisen für Wohneigentum zu verdanken sein könnte – nahmen die privaten Haushalte zur Finanzierung ihres Verbrauchs offensichtlich zusätzliche Hypothekarkredite auf. Auch die Beschäftigung erhöhte sich, da der Anteil der Teilzeitkräfte (der bereits zuvor der höchste in Europa gewesen war) weiter stieg. In *Portugal* setzte die Erholung erst im zweiten Halbjahr 1996 ein; dies war auf einen Lagerüberhang und relativ restriktive wirtschaftspolitische Maßnahmen zurückzuführen, mit deren Hilfe jedoch die Inflation auf 3% gesenkt werden konnte. In *Finnland* dämpften die rückläufigen Exporte forstwirtschaftlicher Erzeugnisse das Wirtschaftswachstum beträchtlich. Die Unternehmensinvestitionen wurden trotzdem kräftig ausgeweitet, und die Ausgaben der privaten Haushalte entwickelten sich ebenso dynamisch wie 1995, obwohl die Arbeitslosenquote mit 16–17% anhaltend hoch war.

In Spanien weiterhin Lohnzurückhaltung ...

In den anderen kleineren europäischen Volkswirtschaften war die Produktions- und Beschäftigungsentwicklung noch unbefriedigender, wobei allerdings der Preisauftrieb im allgemeinen geringer wurde. Gestützt durch wieder steigende

Exporte und einen lebhafteren Verbrauch der privaten Haushalte trat in *Spanien* im ersten Halbjahr 1996 eine leichte Erholung ein. Die privaten Anlageinvestitionen schwächten sich jedoch trotz des mäßigen Reallohnwachstums ab, und öffentliche Investitionen wurden gestrichen oder verschoben. Vor dem Hintergrund einer straffen Geldpolitik hatte dies zur Folge, daß die Arbeitslosenquote nahe bei 22% verharrte, obwohl das Beschäftigungswachstum deutlich über dem EU-Durchschnitt lag. In *Griechenland* blieb die Arbeitslosigkeit ebenfalls auf einem hohen Stand, aber die Reallöhne stiegen hier deutlicher an als in Spanien. Dies stimulierte zwar vorübergehend den privaten Verbrauch und den Wohnbau, verstärkte aber auch die nachteiligen Effekte für die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Unternehmen, die der Aufwertungsdruck auf die Währung mit sich brachte. *Dänemark* führte den europäischen Konjunkturzyklus 1996 nach wie vor mit leichtem Vorsprung an, u.a. weil die Exporte in die anderen nordischen Länder stärker wuchsen und das Haushaltsgleichgewicht frühzeitig wiederhergestellt wurde. Auch die Ausgaben der privaten Haushalte gewannen an Dynamik, begünstigt durch vergleichsweise hohe Reallohn- und Beschäftigungssteigerungen, niedrige Zinssätze und wachsende Realvermögen im Zusammenhang mit der Erholung am Immobilienmarkt. Die Unternehmensinvestitionen schwächten sich indessen ab, was möglicherweise die Reaktion auf eine rückläufige Gewinnquote war. In *Schweden* war es dagegen vor allem der lebhaften Investitionstätigkeit und dem wieder anspringenden Exportwachstum zu verdanken, daß der gegen Ende 1995 zu verzeichnende Rückgang des BIP-Wachstums aufgehalten werden konnte, obwohl die Währung nominal stark an Wert gewann und sich die Wettbewerbsfähigkeit der schwedischen Unternehmen um 15% verschlechterte. Der Verbrauch blieb allerdings gedämpft, obwohl die privaten Haushalte ihre Sparquote im Zuge einer anhaltend schwachen Ausweitung des realen verfügbaren Einkommens verringerten.

Auch in *Belgien*, *Österreich* und der *Schweiz* sparten die privaten Haushalte 1996 weniger, um die stagnierenden Reallöhne zum Teil auszugleichen. Außerdem verlangsamte sich das Exportwachstum infolge der Wechselkursentwicklung und der allgemeinen Wachstumsschwäche in Kontinentaleuropa. In *Belgien*, wo die Exporte 75% des BIP ausmachen, schlug sich letzteres besonders stark nieder, und die Produktionslücke weitete sich auf 3% aus. In *Österreich* erholte sich die Konjunktur nur langsam von dem Abschwung Ende 1995, denn die budgetäre Straffung verstärkte noch die dämpfende Wirkung einer vorangegangenen Währungsaufwertung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. In der *Schweiz* setzte sich die seit 1990 andauernde Wachstumsflaute auch im letzten Jahr fort, und die Produktionslücke vergrößerte sich auf fast 4%, den höchsten Wert im OECD-Raum. Zu dieser noch nie dagewesenen Schwäche dürften zahlreiche Faktoren beigetragen haben: eine budgetäre Straffung, ein Anstieg des gewogenen Außenwerts der Währung um 20% im Zeitraum 1992–95, Umstrukturierung und Verschlinkung zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Unternehmen sowie (in der Realwirtschaft und auch im Finanzsektor) Späteeffekte eines vorangegangenen Baubooms. Wie in der Vergangenheit brachten die Umstrukturierungsbemühungen der Unternehmen einen deutlichen Anstieg der Rationalisierungsinvestitionen mit sich, der aber weitgehend durch Importe gedeckt wurde.

... jedoch in Griechenland, Dänemark und Schweden leichter Lohnschub

In Belgien und Österreich Wachstumschwäche; in der Schweiz Stagnation

## Entwicklung in anderen Industrieländern

In Kanada  
verzögerter  
Aufschwung ...

In *Kanada* setzte sich die Wachstumsschwäche von 1995 im ersten Halbjahr 1996 fort, denn der Staatsverbrauch verringerte sich, und die Unternehmen bauten einen umfangreichen Lagerüberhang ab. Nach einer beträchtlichen Lockerung der Finanzierungsbedingungen beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum dann jedoch im zweiten Halbjahr. Die steigende Arbeitslosigkeit, die vor allem auf einen weiteren Beschäftigungsabbau im öffentlichen Sektor (auf fast 10% unterhalb des Niveaus von 1993) zurückzuführen war, trug zur Begrenzung der Inflation und zu einer Verbesserung der Wettbewerbsposition bei. Da das Importwachstum moderat war und die Schuldendienstbelastung gegenüber dem Ausland dank niedrigerer internationaler Zinssätze geringer ausfiel, verzeichnete Kanada das kleinste Leistungsbilanzdefizit seit über einem Jahrzehnt.

... und in  
Australien  
Expansion

*Australien* ist eines der wenigen Länder, wo das Wachstum im letzten Jahr die Prognosen übertraf. Dies war zum Teil auf eine Erholung der Agrarproduktion und der Agrarexporte nach der Dürre von 1994/95 zurückzuführen, zum Teil aber auch auf eine unerwartet starke Expansion der Ausrüstungsinvestitionen sowie höhere Exporte industrieller Erzeugnisse. Auch der private Verbrauch leistete einen positiven Wachstumsbeitrag, während die Wohnbauinvestitionen trotz niedrigerer Hypothekenzinssätze zurückgingen. Anders als in Kanada schwächte sich die Konjunktur im zweiten Halbjahr 1996 deutlich ab, wobei es allerdings große Unterschiede zwischen den einzelnen Wirtschaftsbereichen und Nachfragekomponenten gab. Während verschiedene Investitionsprojekte das Wachstum des Primärsektors und der gewerblichen Anlageinvestitionen förderten, scheint sich in den Ausgaben der privaten Haushalte bereits sichtbar die Straffung der Finanzpolitik ab Mitte 1996 niederzuschlagen. In *Neuseeland* verstärkte sich der Abschwung von 1995 im letzten Jahr noch, was vor allem an den Auswirkungen höherer Zinssätze auf die Investitionen und die Immobilienpreise sowie an der anhaltenden Aufwertung der Währung (der reale gewogene Außenwert stieg innerhalb von nur vier Jahren um rund 30%) und der daraus resultierenden schwachen Zunahme des Außenbeitrags lag.

## Makroökonomische Politik und sonstige Einflüsse auf die Nachfrage

Änderung des  
Policy Mix und  
Einfluß auf Nach-  
frageentwicklung

Die allgemeine Nachfrageabschwächung 1996 hängt mit verschiedenen Faktoren zusammen. Viele Länder veränderten ihren Policy Mix in Richtung einer weiteren finanzpolitischen Straffung und geldpolitischen Lockerung. Wegen der unterschiedlichen Wirkungsverzögerung, mit der die Geld- und die Finanzpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage beeinflussen, dürfte diese Änderung zu Anfang des Jahres das Wachstum beeinträchtigt, gegen Ende 1996 und Anfang 1997 aber für neue Impulse gesorgt haben. Im ersten Halbjahr 1996 wurde das Wachstum außerdem durch den Abbau von Lagerbeständen gebremst, und in Kontinentaleuropa blieben die gewerblichen Anlageinvestitionen besonders schwach, obwohl die Zinsen niedriger und die Gewinne allgemein höher waren. Zusätzlich dürften Unsicherheiten über die Nachfrageaussichten und künftige staatliche Maßnahmen eine Rolle gespielt haben. Die Wohnbauinvestitionen waren in Kontinentaleuropa ebenfalls gedämpft, stützten aber in Nordamerika und im Vereinigten Königreich

das Wachstum. Besonders schwer zu beurteilen ist, inwieweit reale Vermögenszuwächse infolge des jüngsten Preisanstiegs bei Finanzaktiva die Ausgaben beeinflusst haben. In mehreren Ländern läßt die geringere Sparneigung der privaten Haushalte vermuten, daß die Vermögenszuwächse dazu beitragen, die Auswirkungen rückläufiger Realeinkommen abzufedern. Die privaten Haushalte und die Unternehmen reagierten jedoch offensichtlich zurückhaltender auf die Vermögenszuwächse als in den achtziger Jahren.

#### Makroökonomische Politik

Wie in Kapitel IV erläutert wird, wurde die Geldpolitik 1996 in einigen Ländern leicht gelockert. Zusätzliche expansive Impulse gingen in mehreren europäischen Ländern sowie in Japan davon aus, daß sich die vorangegangene Währungsaufwertung zum Teil wieder zurückbildete. Demgegenüber wirkte die Haushaltspolitik – mit Japan und Deutschland als wichtigen Ausnahmen – kontraktiv, denn die strukturellen Defizite wurden in den letzten beiden Jahren erheblich reduziert (s. Tabelle II.2). Zwar wurde in der Regel zugelassen, daß ein Teil der Wachstumsabschwächung über automatische Stabilisatoren absorbiert wurde, aber der Umstand, daß die tatsächlichen Haushaltsdefizite nur in drei Ländern (Japan, Deutschland, Schweiz) stiegen, zeigt ebenfalls die entschlossenen Bemühungen

Finanzpolitischer  
Sparkurs 1996 ...

Finanzierungssaldo und Verschuldung der öffentlichen Haushalte												
Prozent des BIP bzw. des Produktionspotentials												
Land	Nettofinanzierungssaldo				Struktureller Saldo				Bruttofinanzschuld			
	1990	1994	1995	1996 <sup>1</sup>	1990	1994	1995	1996 <sup>1</sup>	1990	1994	1995	1996 <sup>1</sup>
USA	- 2,7	- 2,3	-2,0	-1,6	- 3,3	- 2,5	-2,0	-1,7	55,6	63,7	64,3	65,0
Japan	2,9	- 2,3	-3,7	-4,4	1,7	- 1,3	-1,8	-2,9	65,1	73,2	80,7	88,0
Deutschland	- 2,0	- 2,4	-3,5	-3,9	- 3,1	- 2,2	-3,3	-3,5	43,8	50,4	58,1	60,5
Frankreich	- 1,6	- 5,6	-4,8	-4,1	- 2,3	- 4,1	-3,5	-2,4	35,4	48,4	52,8	56,5
Italien	-11,0	- 9,0	-7,0	-6,8	-11,7	- 8,3	-6,8	-6,1	98,0	125,5	124,9	124,5
Vereinigtes Königreich	- 1,2	- 6,8	-5,5	-4,8	- 3,1	- 5,7	-4,7	-3,9	35,3	50,3	53,9	56,0
Kanada	- 4,1	- 5,3	-4,1	-1,8	- 4,8	- 4,1	-2,9	-1,1	72,5	97,2	99,6	100,0
Australien <sup>2</sup>	0,6	- 4,0	-2,0	-0,7	0,5	- 3,7	-2,1	-0,7	21,3	42,7	43,5	43,5
Belgien	- 5,6	- 5,1	-4,1	-3,4	- 6,7	- 3,7	-2,8	-1,5	129,7	134,8	133,5	130,0
Dänemark	- 1,5	- 3,5	-1,9	-1,7	- 1,2	- 2,4	-0,9	-0,3	59,6	76,0	71,9	70,5
Finnland	5,4	- 6,2	-5,1	-2,5	2,7	- 2,6	-3,5	-1,5	14,5	59,5	59,2	59,0
Griechenland	-16,1	-12,1	-9,1	-7,5	-16,2	-11,0	-8,0	-7,1	90,2	110,4	111,8	112,0
Irland	- 2,3	- 2,0	-2,3	-1,0	- 2,4	0,3	-2,1	-1,8	95,2	87,9	81,6	73,0
Neuseeland <sup>2</sup>	- 2,3	2,2	3,7	3,2	- 6,7	2,2	3,2	3,2	62,4	56,7	50,8	46,5
Niederlande	- 5,1	- 3,4	-4,0	-2,4	- 6,5	- 3,4	-3,9	-2,4	78,8	77,6	80,0	78,5
Norwegen <sup>3</sup>	2,6	0,3	3,3	6,3	- 0,7	- 4,8	-2,0	0,8	31,6	43,7	42,8	40,0
Österreich	- 2,2	- 4,4	-5,3	-3,9	- 3,2	- 4,2	-5,8	-3,7	58,3	65,1	69,3	70,0
Portugal	- 5,5	- 5,7	-4,9	-3,8	- 7,3	- 4,6	-3,7	-2,6	65,5	71,5	74,0	72,5
Schweden	4,2	-10,3	-7,7	-3,6	1,5	- 8,3	-7,2	-3,1	43,5	79,0	78,5	76,5
Schweiz	0,0	- 2,9	-1,8	-2,2	- 1,0	- 2,3	-0,7	-1,4	31,2	45,7	47,0	48,5
Spanien	- 4,1	- 6,3	-6,6	-4,5	- 6,8	- 4,7	-5,2	-3,2	45,1	63,0	65,8	70,0

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Die Angaben zur Verschuldung beziehen sich jeweils auf das am 30. Juni endende Haushaltsjahr. <sup>3</sup> Struktureller Saldo ohne Produktion und Einnahmen des Ölsektors.

Quellen: Europäische Kommission, *European Economy*; OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.2

um die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Auch die ersten Anzeichen für eine Umkehr des hartnäckigen Anstiegs der Schuldenquote der öffentlichen Haushalte wurden 1996 sichtbar; allerdings konnten bisher nur die am höchsten verschuldeten Länder ihre Schuldenlast nennenswert verringern. Berücksichtigt man die nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen, sind die meisten Länder von dem mittelfristigen Ziel tragfähiger öffentlicher Finanzen noch weit entfernt.

... doch weitere  
Konsolidierung  
erforderlich

Für die Zukunft besteht angesichts der sich verschlechternden Altersstruktur der Bevölkerung und der zunehmenden Belastung aus ungedeckten Renten- und sonstigen Sozialleistungssystemen eine eindeutige Notwendigkeit, die strukturellen Defizite mittelfristig zu reduzieren. Eine weitere Straffung, die noch dazu in vielen Ländern gleichzeitig vollzogen wird, birgt natürlich die Gefahr, daß sich die Nachfrage abschwächt und sich dann statt der strukturellen die tatsächlichen Defizite noch mehr ausweiten, selbst wenn positive Faktoren gegengerechnet werden (s. Kapitel IV). Wie im letzten Jahresbericht betont, könnten Maßnahmen zur Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit die Haushaltskonsolidierung wesentlich unterstützen, indem sie verschiedene Hindernisse beseitigen, die die Unternehmen davon abhalten, ihre Arbeitskräftenachfrage zu erhöhen. Wenn Arbeitslose, die staatliche Unterstützung erhalten, eine Stelle finden und ihre Ausgaben steigern, liegen die Vorteile für die Finanzpolitik auf der Hand. Außerdem würde der damit verbundene Anstieg des Produktionspotentials es zulassen, die Nachfrage weniger stark zu bremsen, ohne daß die Wahrung der Preisstabilität gefährdet würde. Eine solche Kombination von Struktur- und Haushaltsreformen sollte besonders in Europa hohe Priorität erhalten, denn in acht EU-Ländern macht die strukturelle Arbeitslosigkeit inzwischen über 9% der Erwerbsbevölkerung aus, und mit der Einführung einer einheitlichen Währung wird ein potentieller Mechanismus für die Anpassung an wirtschaftliche Schocks nicht mehr vorhanden sein.

#### *Sonstige Einflüsse auf die Nachfrage*

Nachfragedämpfung  
durch Lager-  
anpassungen

Veränderungen der Lagerbestände waren im vergangenen Jahr für Verlauf und Ausmaß des Wirtschaftswachstums von großer Bedeutung, obwohl Unternehmen zunehmend computergestützte Systeme einsetzen, um ihre Läger an die Nachfrage und die Nachfrageerwartungen anzupassen. Im ersten Halbjahr fiel die Produktion in den G7-Ländern infolge der Verringerung der Lagerbestände um ½% niedriger aus, wobei der Rückgang in Frankreich und Kanada besonders ausgeprägt war. Dagegen wirkten sich die Vorratsinvestitionen im zweiten Halbjahr positiv aus, obwohl der erneute Lageraufbau in einigen Fällen ungewollt gewesen sein könnte. In Kontinentaleuropa trug außerdem eine unerwartet niedrige Ausweitung der gewerblichen Anlageinvestitionen zu der enttäuschenden Produktionsentwicklung bei, während in den USA, Japan, dem Vereinigten Königreich und Kanada die Ausrüstungsinvestitionen ein Wachstumsmotor waren oder in zunehmendem Maße wurden. Im Wohnbau waren die Gegensätze ähnlich groß: Die genannten vier Länder verzeichneten relativ hohe, die Länder Kontinentaleuropas dagegen im allgemeinen niedrige oder negative Wachstumsraten.

Besonders kennzeichnend für die Entwicklung in den letzten Jahren war der Höhenflug der Anleihe- und Aktienkurse in vielen Ländern (s. Kapitel IV). Ob sich der damit verbundene Vermögensanstieg im privaten Sektor, gemessen an der

Kursveränderung bei Anleihen und Aktien (s. Tabelle II.3), auf die privaten Ausgaben ausgewirkt hat, muß offen bleiben. In Frankreich, Dänemark, Irland und den Niederlanden ist jedenfalls die Sparquote im vergangenen Jahr deutlich zurückgegangen. In Italien, Kanada, Österreich, Schweden und der Schweiz sank sie ebenfalls erheblich, und hier – wie auch in einer Reihe anderer Länder – bietet sich als naheliegende Erklärung an, daß die privaten Haushalte mit dem Vermögenszuwachs das schwache bzw. negative Wachstum des realen verfügbaren Einkommens abfedern konnten. In Frankreich dürften eher vorübergehende budgetäre Maßnahmen zur Stimulierung des privaten Verbrauchs die Hauptursache für den Rückgang der Sparquote gewesen sein. In den Niederlanden und wohl auch in Dänemark und Irland scheint der Umschwung bei der Spartätigkeit der privaten Haushalte im vergangenen Jahr dagegen offensichtlich den parallelen Anstieg der Aktienkurse und der Preise für Wohneigentum sowie die Aufnahme zusätzlicher Hypothekarkredite zur Finanzierung des laufenden Konsums widerzuspiegeln.

In den USA und im Vereinigten Königreich sind die Auswirkungen von Vermögensänderungen auf den privaten Verbrauch schwerer zu beurteilen. Hier halten die privaten Haushalte einen großen Teil ihres Finanzvermögens in Aktien, aber die Sparneigung hat sich in beiden Ländern tatsächlich leicht erhöht. Im Vereinigten Königreich könnte die Beschleunigung des Ausgabenwachstums noch als Reaktion auf die beträchtliche Erhöhung des Nettofinanzvermögens sowie eine Reihe unerwarteter Zahlungen von Building Societies gesehen werden. Die gleichzeitige Erhöhung der Sparquote läßt jedoch auf ein vorsichtigeres Verhalten als in der Phase stark steigender Immobilienpreise während der achtziger Jahre schließen.

Hohe Realvermögenszuwächse mit ungewissen Ausgabenwirkungen

Vorsichtiger Reaktion im Vereinigten Königreich ...

Aktien- und Anleihekurse, Sparquote und privater Verbrauch				
Prozent bzw. Prozentpunkte				
Land	Aktien <sup>1</sup>	Anleihen <sup>1</sup>	Sparquote <sup>2</sup>	Privater Verbrauch <sup>2</sup>
	1995/96			
Schweden	65,2	49,3	-1,5	0,8
USA	60,1	23,8	0,2	0,1
Niederlande	57,5	29,9	-1,0	0,8
Schweiz	47,7	20,7	-0,8	-0,5
Irland	47,3	22,0	-1,7	2,3
Kanada	46,0	36,4	-2,3	1,0
Vereinigtes Königreich	40,4	25,4	0,7	1,1
Dänemark	38,0	35,4	-2,3	0,4
Deutschland	34,9	26,0	0,1	-0,8
Frankreich	34,6	32,3	-1,8	0,5
Australien	34,1	38,4	0,8	-0,9
Österreich	8,6	28,1	-1,4	-0,5
Italien	8,4	53,0	-1,2	-1,1
Japan	-2,6	23,0	-1,2	0,9

<sup>1</sup> Kumulative Kursveränderung. <sup>2</sup> Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte bzw. des Wachstums des realen privaten Verbrauchs.

Quellen: Goldman Sachs, *The International Economics Analyst*; OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.3

Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise								
Land/Stadt	Nominale Preise				Inflationsbereinigte Preise			
	1993	1994	1995	1996	1993	1994	1995	1996
Index, 1992 = 100								
Preise für Wohnbauten								
USA	102	104	106	110	99	99	98	99
Japan <sup>1</sup>	95	94	91	90	94	92	90	88
Deutschland <sup>2</sup>	99	101	100	100	95	94	92	90
Frankreich	98	97	97	98	96	93	91	91
Vereinigtes Königreich	97	99	99	102	96	95	92	93
Kanada	102	105	100	100	100	103	96	94
Niederlande	103	106	110	111	101	100	102	101
Australien	102	110	113	118	100	106	104	106
Schweiz	98	97	94	83	95	93	88	78
Belgien	107	115	120	125	104	109	113	114
Schweden	89	93	93	94	85	87	85	85
Dänemark	99	109	118	130	97	106	112	121
Norwegen	101	111	120	130	99	107	113	120
Finnland	93	99	95	101	91	96	91	96
Irland	101	105	113	126	99	101	106	116
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten								
New York	110	120	120	130	107	114	110	116
Tokio <sup>1</sup>	82	69	57	50	81	68	56	49
Frankfurt	88	77	75	75	85	72	69	68
Paris	88	83	74	69	86	79	70	64
Mailand	85	72	72	66	81	67	63	56
London	106	133	141	150	104	127	131	136
Toronto <sup>3</sup>	81	72	65	63	80	70	63	60
Madrid	63	64	67	73	61	59	58	62
Amsterdam	93	101	111	118	90	96	103	107
Sydney	90	109	117	119	89	105	108	106
Zürich	85	82	78	72	82	78	73	67
Brüssel	86	81	81	86	84	77	76	79
Stockholm	81	106	137	145	77	99	125	131
Kopenhagen	91	91	97	106	90	88	92	98
Oslo	102	110	119	127	99	106	112	118
Helsinki	97	109	114	116	95	105	109	111

<sup>1</sup> Grundstückspreise. <sup>2</sup> In vier großen Städten. <sup>3</sup> Preisindex für Büroraum in Ontario.  
Quellen: Frank Russell Canada Limited; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement, des Transports et du Tourisme; National Association of Realtors; OPAK (Oslo); Sadolin & Albæk (Kopenhagen); Wüest & Partner (Zürich); verschiedene private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder.  
Tabelle II.4

Auch die Entwicklung in den USA deutet auf eine Änderung im Verhalten hin. Langzeituntersuchungen zufolge schlägt sich ein Anstieg des Finanzvermögens der privaten Haushalte üblicherweise zu rund 5% noch im selben Jahr direkt in den Ausgaben nieder. Gegenwärtig scheint der Effekt jedoch geringer zu sein, denn bei den jüngsten Zugewinnen wäre der Anstieg des Verbrauchs in den letzten beiden Jahren sonst zu drei Vierteln auf höhere Aktienkurse zurückzuführen. Daß sich ... und in den USA

der Verbrauch nicht noch stärker ausgeweitet hat, könnte darauf hindeuten, daß einige private Haushalte lieber ihre Schulden reduziert haben, statt ihren Verbrauch zu erhöhen, oder die Vermögenszuwächse immer mehr auf Pensionsfonds entfielen. Gleichzeitig verbergen sich hinter den aggregierten Verbrauchsangaben möglicherweise gegenläufige Entwicklungen in verschiedenen Einkommensgruppen. Bei Haushalten mit hohem Einkommen, die vom Anstieg der Aktienkurse am meisten profitiert haben, ist die Schuldenquote relativ niedrig und damit der Anreiz zum Schuldenabbau gering. Bei Haushalten mit niedrigem oder mittlerem Einkommen ist dagegen die Schuldenquote bezogen auf das Einkommen höher. Diese Gruppe könnte die Vermögenssteigerungen zur Tilgung von Verbindlichkeiten verwendet haben und könnte außerdem von der jüngsten Verschärfung der Kreditkonditionen für private Haushalte stärker betroffen gewesen sein.

Außer in Australien und einigen kleineren europäischen Ländern ging der jüngste Höhenflug der Aktien- und Anleihekurse im übrigen meist nicht mit steigenden Immobilienpreisen einher (s. Tabelle II.4). Die Preise für gewerbliche Immobilien liegen in realer Betrachtung weitgehend sogar niedriger als 1985/86, auch wenn es in einigen Ländern Anzeichen dafür gibt, daß der vorangegangene Angebotsüberhang bei gewerblichen Immobilien abgebaut worden und der Preisrückgang zum Stillstand gekommen ist.

Mäßige  
Veränderung der  
Immobilienpreise

## Jüngste Lohn- und Preisentwicklung

Die durchschnittliche Inflationsrate in den Industrieländern bewegte sich im letzten Jahr weiter leicht abwärts, auch wenn die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe nach zwei Jahren erstmals wieder stiegen und sich die Energie- und Nahrungsmittelpreise stärker erhöhten. Besonders ausgeprägt war die Verbesserung an der Inflationsfront in Italien, Australien, Schweden, Neuseeland und Spanien. Allerdings spielten dabei manchmal auch Sonderfaktoren eine Rolle, oder es handelte sich um eine Rückkehr zu niedrigeren Steigerungsraten, wie sie sich nach gegenläufigen Preisniveaushiftungen ergibt (s. Tabelle II.5). In Italien kann die Rückführung der Inflation im wesentlichen der Geldpolitik und einer damit verbundenen Aufwertung der Währung zugeschrieben werden, denn die Nominallöhne stiegen nach vorangegangenen Preiserhöhungen sogar schneller. Auch in Schweden bildete die Aufwertung ein bedeutendes Gegengewicht zum beschleunigten Anstieg bei Löhnen und Lohnstückkosten. Während das Nachgeben der Fertigwarenpreise am internationalen Markt wesentlich dazu beitrug, die Inflation niedrig zu halten, gibt es – insbesondere in den USA – auch Hinweise darauf, daß der stärkere Wettbewerb es für die Unternehmen immer schwieriger macht, höhere Kosten auf die Preise zu überwälzen. In Ländern mit weniger wettbewerbsintensiven Gütermärkten und einem stärker regulierten Dienstleistungssektor erfolgte die Preisbildung dagegen weiterhin meist durch Aufschläge auf die Kosten; dabei scheinen aber die größten Spannen etwas reduziert worden zu sein.

Weiterer  
Rückgang des  
Preisauftriebs ...

... infolge starken  
Wettbewerbs  
auf den Güter-  
märkten ...

Die Gewinnspannen und Gewinnquoten sind im letzten Jahr im allgemeinen weiter gewachsen. Trotz des weit vorangeschrittenen Konjunkturzyklus war dies auch noch in den USA der Fall. In Japan trugen die niedrigen Zinssätze und die starke Abwertung des Yen dazu bei, daß nach drei Jahren die Gewinne wieder

... und weiterhin maßvoller Lohnentwicklung in den meisten Ländern

stiegen. In einigen Ländern jedoch, darunter Italien, Kanada, Dänemark und Schweden, scheinen die Gewinnquoten geringer geworden zu sein. Dies könnte für die Zukunft einen gewissen Preisauftrieb erwarten lassen, sollten die Unternehmen versuchen, ihre Gewinnspannen wiederherzustellen.

Auch wenn die Lohnstückkosten im letzten Jahr nicht weiter sanken, blieb die Lohnzurückhaltung einer der wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die günstige Preisentwicklung. Die Gründe hierfür sind in den einzelnen Ländern unterschiedlich, aber der Einfluß des hartnäckigen Überangebots an den Arbeitsmärkten spielt praktisch überall mit hinein. In den USA ist dies zwar nicht der Fall, aber einige einmalige Senkungen der Lohnnebenkosten, gepaart mit Unsicherheit bei den Arbeitnehmern hinsichtlich der künftigen Beschäftigungsaussichten, haben zu demselben Ergebnis geführt. In den Niederlanden haben die Bemühungen um einen Sozialkonsens entscheidend dazu beigetragen, daß eine Mäßigung bei den Reallohnen allgemein als wesentliche Voraussetzung für ein Beschäftigungswachstum akzeptiert wird. In mehreren anderen Ländern sind weiterhin dreiseitige Abkommen zwischen Staat, Arbeitgebern und Arbeitnehmern für die Lohnfestsetzung maßgeblich. In einigen nordischen Ländern beispielsweise mußten als

Verbraucherpreise und Lohnstückkosten										
Land	Verbraucherpreise					Lohnstückkosten <sup>1</sup>				
	1980–89	1993	1994	1995	1996	1980–89	1993	1994	1995	1996
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent									
USA	5,5	3,0	2,6	2,8	2,9	2,9	0,3	-1,2	0,3	-0,4
Japan	2,5	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,0	5,4	-0,2	-2,3	-2,0
Deutschland <sup>2</sup>	2,9	4,5	2,7	1,8	1,5	2,4	3,4	-6,1	-1,1	-0,9
Frankreich	7,3	2,1	1,7	1,8	2,0	4,6	3,6	-4,8	-0,2	1,3
Italien	11,2	4,2	3,9	5,4	3,8	8,4	3,3	-3,5	-0,5	5,0
Vereinigtes Königreich	7,4	1,6	2,5	3,4	2,4	6,0	-0,4	0,0	3,1	4,1
Kanada	6,5	1,8	0,2	2,2	1,6	4,9	-2,5	-2,4	0,2	3,4
Belgien	4,9	2,8	2,4	1,5	2,1	1,7	0,7	-1,5	-0,2	-0,2
Niederlande	2,8	2,6	2,8	1,9	2,1	0,5	1,6	-4,4	-1,2	-0,2
Schweden	7,9	4,6	2,2	2,5	0,5	6,6	-6,3	-2,2	-0,4	5,2
Schweiz	3,3	3,3	0,9	1,8	0,8	1,8	1,2	-2,3	-1,6	-0,7
Zehnergruppe <sup>3</sup>	5,4	2,7	2,2	2,3	2,2	3,3	1,7	-2,0	-0,3	0,4
Australien	8,4	1,8	1,9	4,6	2,6	6,7	0,0	-0,3	5,1	0,6
Dänemark	6,8	1,3	2,0	2,1	2,1	5,5	-4,1	2,1	4,5	2,5
Finnland	7,2	2,2	1,1	1,0	0,6	4,8	-6,3	-4,9	4,3	0,5
Neuseeland	11,8	1,3	1,8	3,8	2,3	8,1	0,1	0,7	3,0	3,2
Norwegen	8,3	2,3	1,4	2,5	1,3	6,7	1,3	1,6	3,6	3,8
Österreich	3,8	3,6	3,0	2,2	1,9	1,6	0,4	-3,6	-1,7	0,3
Portugal	17,5	6,5	5,2	4,1	3,1	16,8	7,3	3,6	3,3	3,1
Spanien	10,2	4,6	4,7	4,7	3,6	7,9	1,2	-4,9	1,0	6,7
<i>Länder insgesamt<sup>3</sup></i>	<i>5,7</i>	<i>2,8</i>	<i>2,3</i>	<i>2,4</i>	<i>2,2</i>	<i>3,6</i>	<i>1,6</i>	<i>-2,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,6</i>

<sup>1</sup> Im verarbeitenden Gewerbe; Zeitreihen von Land zu Land unterschiedlich definiert. <sup>2</sup> Vor 1993: Westdeutschland. <sup>3</sup> Berechnet anhand von Gewichten auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.

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

Gegenleistung für die Zusage eines niedrigen Lohnwachstums verschiedentlich Steuervergünstigungen gewährt werden oder Zusagen der Währungsbehörden gemacht werden, den Wechselkurs stabil zu halten. In Belgien forr die Regierung die Reallöhne ein, als der Lohnanstieg höher zu werden drohte als bei den wichtigsten Handelspartnern. In Australien beschleunigte sich das Wachstum der Nominallöhne hingegen im letzten Jahr, nachdem ein zuvor abgeschlossenes Abkommen zur Einkommenspolitik abgelaufen war.

## Arbeitsmarktentwicklung

Bei einer Wirtschaftstätigkeit, die hinter dem Wachstum des Produktionspotentials zurückblieb, stieg die Zahl der Arbeitslosen in den Industrieländern im vergangenen Jahr auf 35 Millionen (darunter rund die Hälfte in den EU-Ländern), was 7 $\frac{3}{4}$ % der Erwerbsbevölkerung entspricht. Auch wenn die Situation in den einzelnen Regionen und Ländern sehr unterschiedlich war, blieb die hohe Arbeitslosigkeit somit ein bedeutendes wirtschaftspolitisches Problem. Während die Arbeitslosenquote in den USA 1996 auf rund 5 $\frac{1}{2}$ % zurückging, erhöhte sie sich in der Europäischen Union auf 11 $\frac{1}{2}$ %. Auch in Kanada und der Schweiz nahm die Arbeitslosigkeit zu, in Neuseeland und Norwegen dagegen ab. Einzelnen EU-Ländern gelang es ebenfalls, die Arbeitslosigkeit zu reduzieren, z.B. dem Vereinigten Königreich, Dänemark, den Niederlanden und Irland. In den größeren kontinentaleuropäischen Ländern stieg die Arbeitslosenquote jedoch auf durchschnittlich über 12% und damit den höchsten Stand seit den dreißiger Jahren (s. Grafik II.2).

Wie lassen sich diese Unterschiede erklären? Zum Teil sind sie sicherlich durch das Stadium im Konjunkturzyklus und das jeweilige Wirtschaftswachstum bedingt. Die meisten Länder, in denen die Arbeitslosigkeit steigt, liegen im derzeitigen Konjunkturzyklus zurück, und mit einem durchschnittlichen Wachstum von nur 1 $\frac{3}{4}$ % in den letzten beiden Jahren war ihr Aufschwung ohnehin nur zaghaft. Dagegen sind die Länder, in denen die Arbeitslosigkeit zurückgeht, im Konjunkturzyklus im allgemeinen recht weit fortgeschritten. Ihr Wachstum betrug 1995/96 im Durchschnitt fast 3%, wobei in Norwegen, Irland, den USA und dem Vereinigten Königreich in erster Linie Nachfrageimpulse eine Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt bewirkt haben.

### *Beschäftigung und Nichtbeschäftigung*

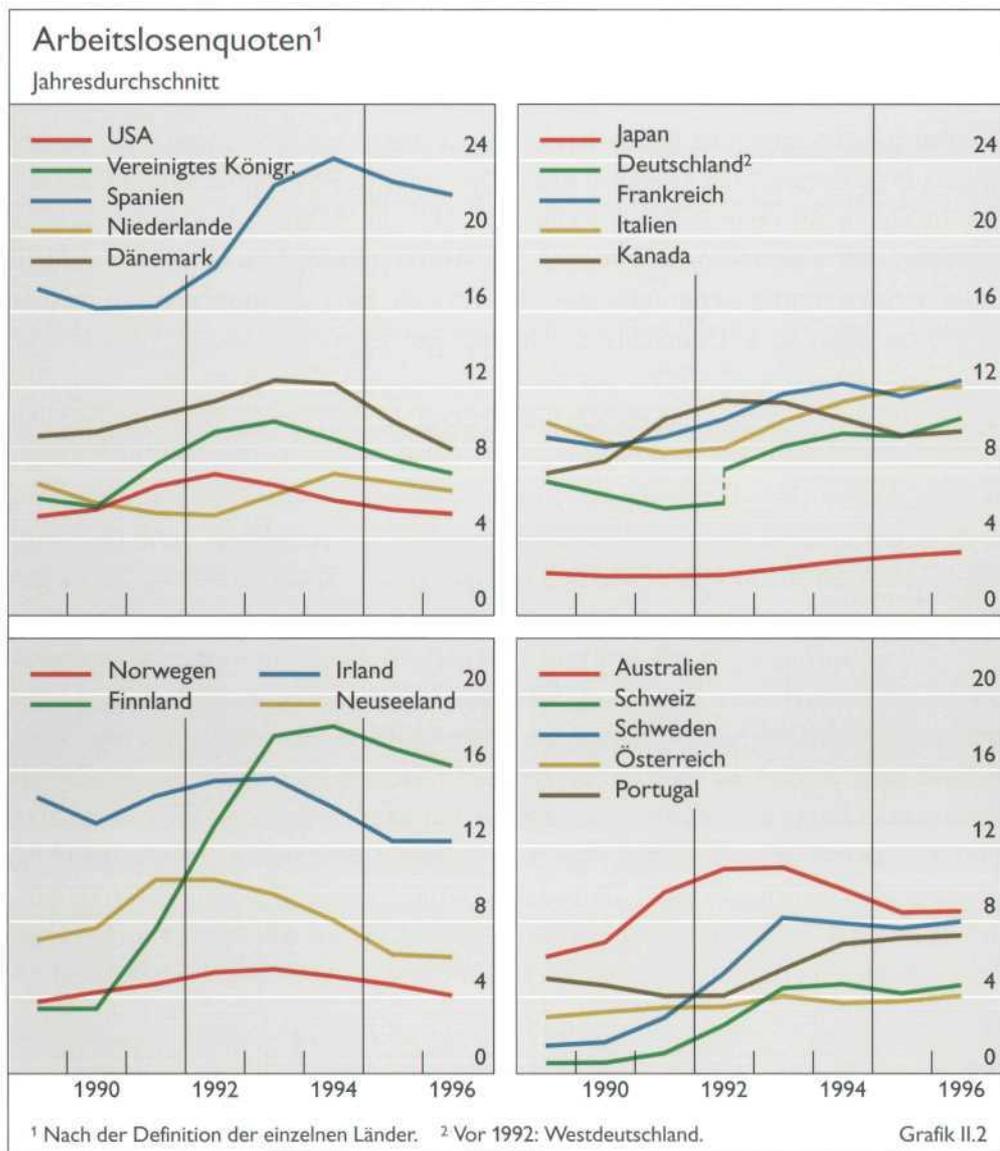
Allgemein herrscht jedoch Einigkeit darüber, daß der langfristige Anstieg der Arbeitslosigkeit in Kontinentaleuropa ebenso wie in Kanada und Australien im wesentlichen strukturelle Ursachen hat. Zwar ist weniger klar, welche spezifischen Strukturmaßnahmen jeweils erforderlich sind, um das Problem zu bekämpfen, aber die Erfahrung einzelner Länder könnte trotzdem lehrreich sein. Im Vereinigten Königreich, in den Niederlanden, Dänemark und Portugal scheinen sich die Strukturreformen in der Tat ausgezahlt zu haben, auch wenn sie jeweils unterschiedlicher Art waren und der Erfolg erst nach mehreren Jahren sichtbar wurde.

Maßnahmen, die den Einfluß der Marktkräfte stärken und negative Arbeitsanreize beseitigen, gelten zu Recht als Mittel zum Abbau der Arbeitslosigkeit. Das Vereinigte Königreich hat vor gut zehn Jahren einen Kurs eingeschlagen, der

Unterschiedliche  
Arbeitsmarkt-  
entwicklung infolge  
von ...

... konjunkturellen  
Faktoren ...

... aber vor  
allem Struktur-  
reformen ...



... im Vereinigten  
Königreich ...

das Land in dieser Hinsicht weiter gebracht hat als die meisten anderen europäischen Länder. Es hat die Macht der Gewerkschaften eingeschränkt, die Lohnverhandlungen dezentralisiert, die Anspruchsvoraussetzungen für Sozialleistungen bei gleichzeitiger Kürzung der Sätze verschärft und den Mindestlohn praktisch abgeschafft. Teilweise als Folge hiervon hat sich die Arbeitslosigkeit im Vereinigten Königreich weitaus rascher verringert als während der vorangegangenen Konjunkturerholung, als die Arbeitslosigkeit weiter zugenommen hatte. Außerdem sind die realen Stundenverdienste weniger stark gestiegen als in den achtziger Jahren, obwohl die Arbeitslosenquote derzeit relativ niedrig ist. Will man die britische Erfahrung umfassend beurteilen, muß man jedoch auch bedenken, daß die Arbeitslosigkeit offenbar nur deshalb zurückgegangen ist, weil der Anteil der Personen, die sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben oder erst gar nicht eintreten, gestiegen ist. Der Anteil der Beschäftigten an der Gesamtbevölkerung stagniert in den neunziger Jahren. Zudem ist die Arbeitslosigkeit regional gleichmäßiger verteilt, was dazu beigetragen haben dürfte, den Lohnauftrieb zu begrenzen.

Auch der weitere Anstieg der Teilzeitquote im Zusammenhang mit der Deregulierung sowie einer Verlagerung der Nachfrage von der Industrie auf den Dienstleistungssektor hat im Vereinigten Königreich zur Senkung der Arbeitslosigkeit beigetragen. Die Niederlande sind in dieser Hinsicht sogar noch weiter gegangen (s. unten). Hier stieg der Anteil der Teilzeitbeschäftigten an der Gesamtbeschäftigung auf über 37%, verglichen mit 24% im Vereinigten Königreich. Der britische und niederländische Ansatz zur Arbeitszeitverkürzung auf freiwilliger Basis scheint erfolgreicher gewesen zu sein als eine Zwangsreduzierung der Wochenarbeitszeit. In Deutschland beispielsweise ist die durchschnittliche Jahresarbeitszeit jetzt um 10% niedriger als im Vereinigten Königreich, was sich aber offensichtlich nur geringfügig auf die Gesamtzahl der Beschäftigten ausgewirkt hat. Dies liegt zum Teil daran, daß die Löhne nicht entsprechend gesunken sind und die Arbeitgeber im Gegenzug Maßnahmen ergriffen haben, um die Produktionsleistung je Arbeitsstunde zu erhöhen. Außerdem entfallen in Deutschland noch über 40% aller Stellen auf die Industrie, die sich weniger gut für Teilzeitarbeit eignet als der Dienstleistungssektor.

Die Erfahrungen Dänemarks und der Niederlande lassen weitere wirtschaftspolitische Rückschlüsse zu. Eine entscheidende Kursänderung, die bereits Anfang der achtziger Jahre vollzogen wurde, bestand darin, die moderate Reallohnentwicklung stärker in den Vordergrund zu stellen. In Dänemark wurde die Lohnindexierung abgeschafft, und die Niederlande ergriffen Maßnahmen, um die Reallohnsteigerungen bei den Branchentarifabschlüssen zu dämpfen. In jüngerer Zeit wurden in den Niederlanden – neben einer Förderung der Teilzeitarbeit und der befristeten Beschäftigung – insbesondere die Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitgeber deutlich herabgesetzt, der Wettbewerb an den Gütermärkten wurde erhöht, und für ältere oder erwerbsunfähige Arbeitnehmer wurden Möglichkeiten geschaffen, aus dem Erwerbsleben auszuschneiden, wenngleich seit kurzem bei geringeren Sozialversicherungsleistungen. In Dänemark wurde der Abbau der Arbeitslosigkeit auch durch einen relativ wettbewerbsfähigen, von kleinen und mittleren Unternehmen dominierten Gütermarkt und eine traditionell niedrige Belastung durch Lohnnebenkosten erleichtert. Maßnahmen im Rahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik und die Dezentralisierung der Lohnverhandlungen lieferten jedoch zusätzliche Impulse. Die Entlassungskosten sind ebenfalls sehr niedrig, aber dafür haben Arbeitslose bei recht hohen Sätzen bis zu fünf Jahre lang Anspruch auf Arbeitslosenunterstützung. Wie in den Niederlanden und im Vereinigten Königreich hing der Erfolg beim Abbau der Arbeitslosigkeit jedoch auch in Dänemark wesentlich mit einem Anstieg der Arbeitsmarktreserve zusammen.

Mit einer Arbeitslosenquote von knapp über 7% schneidet Portugal gegenüber den meisten anderen EU-Ländern und insbesondere gegenüber dem benachbarten Spanien gut ab. Auch in Portugal wurden die wirtschaftspolitischen Weichen hierfür vor allem in den achtziger Jahren gestellt, als sich die Regierung dem Problem eines starken Anstiegs der Erwerbsbevölkerung gegenüber sah und daraufhin eine breite Palette marktorientierter Maßnahmen ergriff. Diese trugen entscheidend dazu bei, die Arbeitslosenquote bis zum Beginn der neunziger Jahre auf nur 4¼% zu senken, während gleichzeitig die Inflation von 20% auf 7% zurückgeführt wurde. Daß die Inflationsbekämpfung schrittweise erfolgte, dürfte die

... in den  
Niederlanden und  
Dänemark ...

... sowie in  
Portugal

Anpassung erleichtert haben, aber eine Rolle spielten auch die hohe Flexibilität der Reallöhne und der Lohnstruktur sowie die vergleichsweise niedrige Arbeitslosenunterstützung. Die durchschnittliche Jahresarbeitszeit ist in Portugal nach wie vor höher als in allen anderen EU-Ländern, und mit Hilfe einer Reihe dreiseitiger Abkommen, die durch einen starken Konsens gestützt wurden, scheint außerdem der Druck auf die Nominallohne in den letzten Jahren eingedämmt worden zu sein.

#### *Beschäftigung, Außenhandel und Direktinvestitionen*

Befürchteter  
Stellenabbau durch  
Außenhandel ...

Oft wird die Befürchtung geäußert, daß durch den internationalen Handel Arbeitsplätze in den Industrieländern vernichtet werden und daß die Löhne weniger qualifizierter Arbeitnehmer durch den steigenden Anteil aufstrebender Volkswirtschaften an den weltweiten Fertigwarenexporten gedrückt werden. Da Kapital als Produktionsfaktor mobiler ist als Arbeit, könnten solche Tendenzen dadurch verschärft worden sein, daß Unternehmen ihre Produktion über Direktinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften verlagern. Wenn diese Vermutungen zuträfen, wären die Auswirkungen wahrscheinlich von Land zu Land unterschiedlich, abhängig von institutionellen und anderen Gegebenheiten, nicht zuletzt der Flexibilität der Lohnstruktur. Wenn die Lohnstruktur starr ist, wird vor allem die Arbeitslosigkeit steigen, insbesondere bei den weniger qualifizierten Erwerbspersonen. Bei einer flexiblen Lohnstruktur dürfte dagegen die Beschäftigung konstant bleiben, während sich die Lohnunterschiede ausweiten. Auf dieses Thema wird unten noch näher eingegangen.

... faktisch nicht  
bestätigt ...

Zwar gibt es gewisse Anzeichen, daß sich der zunehmende Handel mit aufstrebenden Volkswirtschaften für die ungelerten Arbeitskräfte in einigen Wirtschaftsbereichen (insbesondere Textilien, Bekleidung und Schuhe) nachteilig auswirkt, doch herrscht unter Ökonomen allgemein Einigkeit darüber, daß die Gesamtwirkung auf Beschäftigung und Lohnstruktur dabei gering ist (s. Grafik II.3, rechtes Bild). Selbst für die USA, wo der Abschluß des NAFTA-Abkommens mit Kanada und Mexiko die Angst vor Arbeitsplatzverlusten aufkommen ließ, hat eine Untersuchung jüngeren Datums festgestellt, daß sich nach drei Jahren insgesamt ein leichter Zuwachs ergibt. Wäre in Mexiko nicht die Rezession von 1995 mit ihren Konsequenzen für die US-Exporte gewesen, so wären in den USA durch die NAFTA tatsächlich doppelt so viele neue Stellen geschaffen worden, wie verlorengegangen sind.

... aus offen-  
sichtlichen  
Gründen

Aus mehreren Gründen überrascht diese Einigkeit nicht sehr. Erstens haben zwar die Importe aus den aufstrebenden Ländern rapide zugenommen, sie machen aber weiterhin nur einen kleinen Teil der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Industrieländern aus (in den meisten Fällen weniger als 4%), und die Lohnstruktur wird nach wie vor weitgehend durch binnenwirtschaftliche Faktoren bestimmt und nicht durch den Weltmarkt. Zweitens haben die aufstrebenden Länder ihre Exporte in die Industrieländer zwar erheblich gesteigert, ihre Importe haben jedoch noch stärker zugenommen, und die Industrieländer als Gruppe weisen ihnen gegenüber einen beträchtlichen Handelsbilanzüberschuß auf. Drittens sind die meisten ungelerten und niedrigbezahlten Arbeitskräfte im Groß- und Einzelhandel beschäftigt, der dem internationalen Wettbewerb bisher kaum ausgesetzt ist. Viertens schließlich, und das ist besonders wichtig, geht es beim Außenhandel

nicht um mehr oder weniger Arbeitsplätze, sondern um Ressourcenallokation und eine langfristige Steigerung der Realeinkommen.

Der Hauptgrund für Verschiebungen in der Beschäftigungs- und Lohnstruktur scheinen daher technologische Veränderungen zu sein, von denen die qualifizierten Arbeitskräfte profitieren. Beispielsweise ist eine Untersuchung in den USA zu dem Ergebnis gekommen, daß der Anstieg der Nachfrage nach qualifizierten Arbeitskräften zu 30–50% auf die Ausbreitung der Computertechnologie zurückzuführen ist. Erhebungsergebnisse für Kanada lassen überdies darauf schließen, daß durch die breitere Verwendung der Computertechnologie die Nachfrage der Unternehmen nach ungelerten Arbeitskräften gesunken ist, selbst wenn die Gesamtbeschäftigung zugenommen hat. Trotzdem sind mögliche internationale Einflüsse nicht ausgeschlossen. Technologische Veränderungen, die nach einem höheren durchschnittlichen Qualifikationsniveau verlangen, könnten zum Teil durch internationalen Wettbewerbsdruck oder die Gefahr eines solchen verursacht werden. Außerdem ist der direkte Handel nicht der einzige Kanal, über den sich der internationale Wettbewerb bemerkbar macht; ebenso wichtig sind Direktinvestitionen und die Verlagerung von Produktion sowie Tätigkeiten, die vor allem von Ungelernten ausgeführt werden, ins Ausland.

Oft wird argumentiert, insbesondere in Europa, daß Direktinvestitionen von Industrieländern im Ausland meist mit einem Verlust von Arbeitsplätzen im Inland einhergehen. Ökonometrische Untersuchungen für Deutschland, das Vereinigte Königreich und Schweden lassen den Schluß zu, daß hohe Arbeitskosten im Inland Direktinvestitionen und das Beschäftigungswachstum im Ausland fördern und gleichzeitig die Arbeitskräftenachfrage im Inland sinken lassen. Beispielsweise haben schwedische Unternehmen ihr Personal im Ausland in den neunziger Jahren um 19% erhöht, während die Beschäftigung in Schweden stark zurückging. Multinationale schweizerische Unternehmen haben ihr Personal im Ausland in den letzten zehn Jahren verdoppelt, während die Gesamtbeschäftigung in der Schweiz leicht sank (s. Tabelle II.6). Auch die deutschen Unternehmen im Ausland haben ihre Mitarbeiterzahlen seit 1985 um über 50% erhöht, während die Beschäftigung insgesamt in Deutschland nur um 4½% gestiegen ist. Die Investitionen deutscher Automobilhersteller in den neuen Bundesländern und in Osteuropa waren außer-

Beschäftigungseffekte des technischen Fortschritts ...

... und der Direktinvestitionen

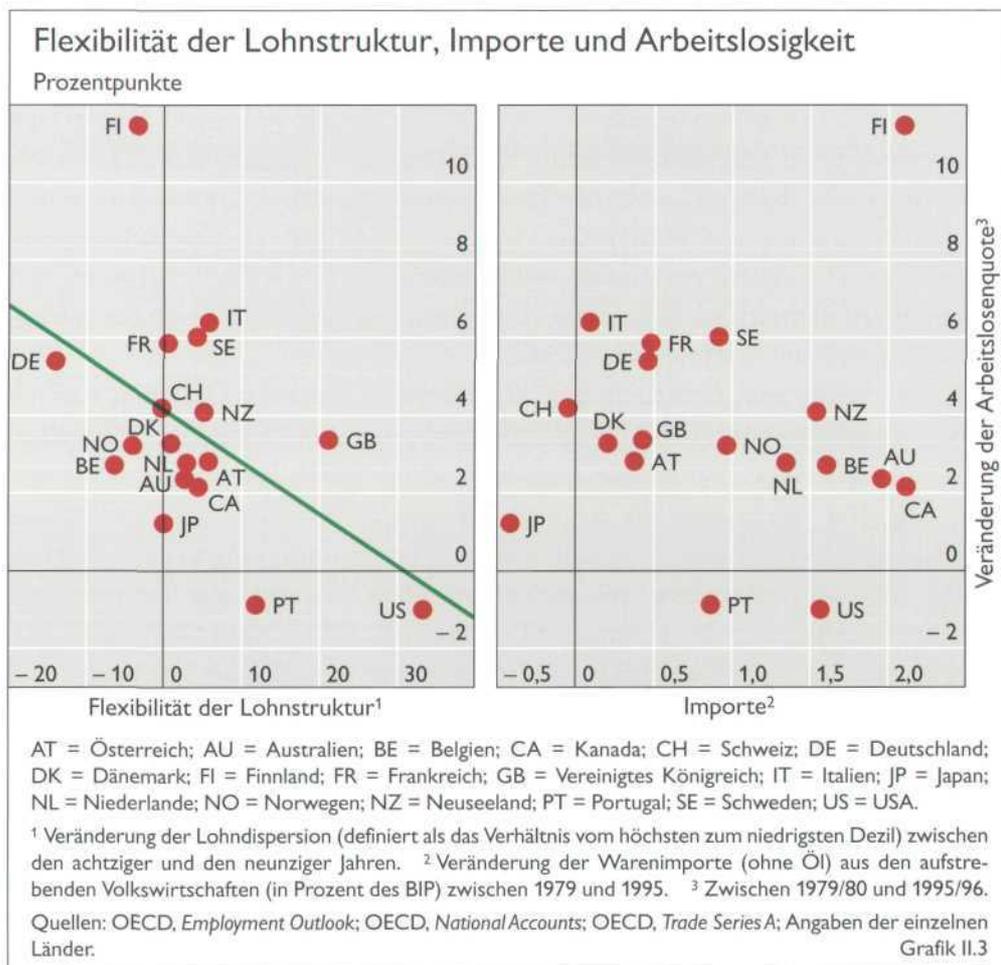
Beschäftigung und Direktinvestitionen							
Land	1985		1985–95		1995		
	DI/BIP	BA/BI	dDI/dAI	dBA	DI/BIP	BA/BI	DI/BA
USA	5,5	6,0	7,5	8,4 <sup>1</sup>	9,8	5,7 <sup>1</sup>	89 250 <sup>1</sup>
Deutschland <sup>2</sup>	8,1	6,8	14,6	49,4	11,5	9,4	92 700
Schweiz	23,0	21,1 <sup>3</sup>	12,8	98,2 <sup>3</sup>	45,4	38,0	99 300

Anmerkung: DI = Bestand an Direktinvestitionen im Ausland; BA = Beschäftigung im Ausland; BI = Beschäftigung im Inland insgesamt; dDI = kumulierte Direktinvestitionen im Ausland; dAI = kumulierte inländische Bruttoanlageinvestitionen ohne Wohnbau (USA: ohne öffentliche Investitionen; Schweiz: einschl. Wohnbauinvestitionen); dBA = kumulatives Wachstum der Beschäftigung im Ausland in Prozent; DI/BA: US-Dollar.

<sup>1</sup> 1985–94 bzw. 1994. <sup>2</sup> Westdeutschland. <sup>3</sup> 1986 bzw. 1986–95.

Quellen: OECD, *International Direct Investment Statistics*; US Department of Commerce, *Survey of Current Business*; Deutsche Bundesbank; Schweizerische Nationalbank.

Tabelle II.6



dem oft unmittelbar mit einem Stellenabbau in Westdeutschland verbunden. Als Grund dafür wurden u.a. die niedrigeren Lohnkosten außerhalb Deutschlands angegeben sowie die Möglichkeit, neue und effizientere Produktionsverfahren einzuführen, ohne durch bestehende Arbeitsmarktvereinbarungen eingeengt zu werden.

Bedenken, die sich auf diese Beobachtungen stützen, können jedoch übertrieben sein, und zwar aus mehreren Gründen. Die Direktinvestitionen finden zum größten Teil zwischen Industrieländern statt (s. weiter unten) und sind dann meist nicht durch Unterschiede in den Arbeitskosten, sondern durch andere Faktoren begründet. Darüber hinaus fließt ein wachsender Anteil der Direktinvestitionen in den Dienstleistungssektor, vielfach um Absatz und Vertrieb der Exporte vor Ort zu erleichtern. Kapital, das im Ausland investiert wird, geht der inländischen Wirtschaft außerdem nicht unbedingt „verloren“, denn Investitionsprojekte im Ausland werden meistens vor Ort oder aus einbehaltenen Gewinnen finanziert, nicht aber durch Kapital des Mutterunternehmens. Und schließlich sind die von ausländischen Tochtergesellschaften hergestellten Produkte in erster Linie für den dortigen Markt oder für Drittländer bestimmt, und oft verdrängen sie die Exporte aus dem Herkunftsland nicht, sondern ergänzen sie. Die Errichtung deutscher Automobilfabriken in Osteuropa beispielsweise war u.a. durch die hohen dortigen Importzölle auf Kraftfahrzeuge motiviert sowie durch die Erwartung der Unternehmen, daß die Nachfrage an den neuen Märkten rasch steigen würde.

Vorsichtige Interpretation geboten

### *Beschäftigung und Flexibilität der Lohnstruktur*

Daß die Lohnstruktur nicht flexibel genug ist, um auf technologische und andere Veränderungen reagieren zu können, wird häufig für die hohe und hartnäckige Arbeitslosigkeit in den Ländern Kontinentaleuropas mitverantwortlich gemacht. Grafik II.3 (linkes Bild) scheint in der Tat zu bestätigen, daß ein Trade-off zwischen Lohndifferenzierung und Arbeitslosigkeit besteht, wobei die sich ausweitende Lohndispersion und die rückläufige Arbeitslosigkeit in den USA in ausgeprägtem Gegensatz zu dem sich verringern den Lohngefälle und der steigenden Arbeitslosigkeit in Deutschland und Frankreich stehen.

Verringerung der Arbeitslosigkeit durch flexible Lohnstruktur ...

Um daraus wirtschaftspolitische Rückschlüsse ziehen zu können, müssen jedoch auch länderspezifische Gegebenheiten berücksichtigt werden. In Ländern mit einem System der beruflichen Ausbildung und anderen Einrichtungen, die den Übergang von der Schule ins Arbeitsleben erleichtern, ist beispielsweise das Qualifikationsniveau meistens einheitlicher, so daß die Anpassung an neue Technologien dort möglicherweise mit geringeren Veränderungen der Lohnstruktur vollzogen werden kann als in anderen Ländern. Die Erfahrungen Dänemarks und der Niederlande zeigen außerdem, daß es machbar ist, bei einer relativ stabilen Lohnstruktur die Lohnverhandlungen zu dezentralisieren und die Arbeitslosigkeit zu verringern. Zu beachten ist auch, daß die Arbeitslosenquoten bei den Ungelernten in Ländern mit einem sich ausweitenden Lohngefälle wie z.B. den USA oder dem Vereinigten Königreich nicht besonders niedrig sind. Insgesamt betrachtet ist somit eine größere Flexibilität bei den Löhnen zwar wichtig, reicht aber nicht unbedingt aus, um die Arbeitslosigkeit zu senken und mehr Arbeitsplätze für ungelernete Arbeitskräfte sicherzustellen.

... jedoch unterschiedlicher Bedarf an Flexibilität

Davon auszugehen, daß eine flexiblere Lohnstruktur nicht mit der Wahrung der sozialen Gerechtigkeit zu vereinbaren ist, wäre aber ebenfalls zu einfach. Mißt man das Einkommen nach Haushalten und nicht als Verdienst je Beschäftigten, so fällt auf, daß in Ländern, wo sich die Verdienstunterschiede am meisten ausgeweitet haben, die Ungleichheiten im Einkommen der einzelnen Haushalte in letzter Zeit sogar etwas geringer geworden sind. Der Hauptgrund dafür ist, daß in diesen Ländern die Arbeitslosigkeit niedriger war als in Ländern, die eine Anpassung ihrer Arbeitsmärkte an Veränderungen der Arbeitskräftenachfrage nicht zugelassen haben.

Lohndispersion und soziale Gerechtigkeit

### *Zusammenfassung und Ausblick*

Die Liberalisierung der Arbeitsmärkte und die Beseitigung negativer Arbeitsanreize sind bereits beträchtlich vorangekommen, aber es bleibt noch viel zu tun. Berücksichtigt man beispielsweise Subventionen und Sozialleistungen, die mit der Arbeitslosigkeit zusammenhängen, so kann sich für Arbeitslose immer noch eine marginale Belastung von bis zu 80–90% ergeben, wenn sie eine Beschäftigung annehmen. Auch die Reformen der Sozialversicherungssysteme mit dem Ziel einer Senkung der Lohnnebenkosten kommen nur langsam voran, da die Arbeitnehmer offensichtlich eher bereit sind, eine Mäßigung bei den Reallöhnen zu akzeptieren als Veränderungen bei den Sozialleistungen. Heutzutage geht es bei Streiks tatsächlich öfter um die Wahrung von Leistungsansprüchen als um künftige Lohnsteigerungen.

Es herrscht allgemein Einigkeit darüber, daß umfassende Reformen wirksamer sind als scheinbar eingeleitete Neuregelungen und daß in beiden Fällen unterstützende wirtschaftspolitische Maßnahmen notwendig sind. Oft wird jedoch übersehen, daß eine wesentliche Voraussetzung für eine wirksame Reform der Arbeitsmärkte die Liberalisierung und Deregulierung der Gütermärkte ist. Da im Zuge der Globalisierung oftmals Ressourcen von Wirtschaftsbereichen mit handelbaren Gütern zu solchen mit nicht handelbaren verlagert werden müssen, ist vor allem im Dienstleistungssektor eine Deregulierung nötig, um einen Beschäftigungsrückgang zu verhindern. In mehreren Fällen halten jedoch im Vergleich zur Arbeitsproduktivität hohe Mindestlöhne oder Bedenken wegen Ungleichbehandlungen den Dienstleistungssektor davon ab, freigewordene Ressourcen aufzunehmen. Viele Länder scheinen diesbezüglich auch zu ignorieren, daß größere Unterschiede bei den Löhnen zwar zu größeren Ungleichheiten zwischen einzelnen Personen und zwischen einzelnen privaten Haushalten führen mögen, daß aber ein rascheres Beschäftigungswachstum meistens der gerechteste und wirksamste Weg zur Verbesserung der Aussichten für Haushalte mit niedrigem Einkommen ist.

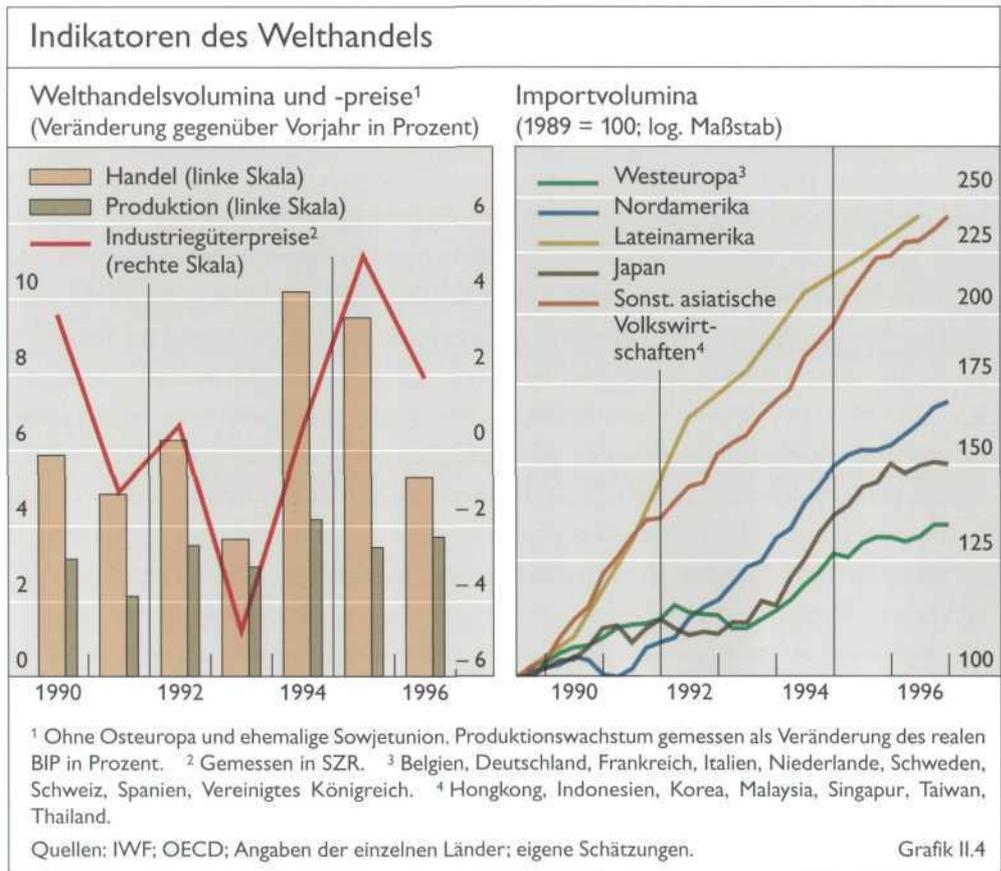
Anzumerken ist schließlich noch, daß manche Länder die strukturelle Arbeitslosigkeit zum Teil auch dadurch gesenkt haben, daß sie die Arbeitslosen (oder sogar die Beschäftigten) ermutigten, aus dem Erwerbsleben auszusteigen. Solche Maßnahmen können vielleicht kurzfristig den individuellen Wohlstand erhöhen, es besteht aber die große Gefahr, daß dadurch – angesichts der sich verschlechternden Altersstruktur der Bevölkerung und der damit verbundenen Finanzierung von Pensionsansprüchen – künftige Probleme verschärft werden.

## Welthandel, Leistungsbilanzen und Direktinvestitionen

### *Welthandel und Welthandelspreise*

Geringere  
Ausweitung des  
Welthandels ...

Das Wachstum des Welthandels hat sich im vergangenen Jahr abgeschwächt, obwohl sich die Ausweitung des weltweiten BIP wieder leicht beschleunigte (s. Grafik II.4). Ein Grund für diese Abschwächung war, daß der Handel zwischen den Industrieländern lediglich halb so schnell zunahm wie 1995. Durch eine straffere Wirtschaftspolitik in einigen der rasch wachsenden asiatischen Volkswirtschaften verringerten sich außerdem deren Importe aus den Industrieländern, während ihre Exporte stark von der weltweiten Überkapazität in der Elektronikindustrie und anderen Faktoren (s. Kapitel III) beeinträchtigt wurden. In den Ländern Lateinamerikas beschleunigte sich dagegen das Wachstum der Inlandsnachfrage, und damit nahm auch ihre Importnachfrage zu, was insbesondere den Exporteuren in den USA und Kanada zugute kam. Die Außenhandelseffekte der Wachstumsschwäche in Westeuropa wurden außerdem zum Teil durch einen erheblichen Anstieg der Importnachfrage in den osteuropäischen Ländern ausgeglichen. Deutschland profitierte von dieser Entwicklung anscheinend am meisten; der Handel mit Osteuropa macht inzwischen fast 10% des gesamten deutschen Außenhandels aus. Auch durch diese Veränderungen in der regionalen Verteilung des Wachstums sowie durch Wechselkursentwicklungen und unterschiedliche Positionen im Konjunkturzyklus verschoben sich die Anteile der wichtigsten Länder am Welthandel leicht. Die USA festigten ihre Führungsposition, während sich der Anteil Japans, Deutschlands und Frankreichs etwas verminderte.



Der Anstieg der Welthandelspreise (in SZR) beschleunigte sich im letzten Jahr leicht, aber dies hing fast ausschließlich mit höheren Preisen für Öl sowie landwirtschaftliche Rohstoffe und Vorleistungen zusammen. Die Preise für Fertigwaren stiegen langsamer als 1995, und in US-Dollar gemessen gingen sie sogar zurück. Diese Entwicklung war wohl in gewissem Maße auf einen schärferen Wettbewerb an den Weltmärkten zurückzuführen, vor allem aber auf die unerwartete Abschwächung des Nachfragewachstums 1995 und 1996. Die Rohstoffpreise (ohne Öl) nahmen etwas rascher zu als 1995. Dennoch verschlechterten sich die Terms of Trade bei den nichterdölexportierenden Entwicklungsländern, während sie sich bei den Industrieländern etwas verbesserten.

... aber leicht beschleunigter Preisanstieg

#### Leistungsbilanzen

Wie bereits in früheren Jahren hatten die unterschiedlichen Positionen im Konjunkturzyklus und die Späteneffekte von Wechselkursveränderungen entscheidenden Einfluß auf die Leistungsbilanzentwicklung, und zwar nicht nur in den USA und Japan, sondern auch in Westeuropa (s. Grafik II.5). Angesichts der relativ weit fortgeschrittenen Konjunktur in den USA und der Dollarstärke stieg das US-Leistungsbilanzdefizit fast wieder auf den Höchststand von 1987 (s. Tabelle II.7); gemessen am BIP war es allerdings nur wenig größer als 1995. Die Verschlechterung ergab sich im wesentlichen dadurch, daß der Importboom anhielt und sich das Handelsbilanzdefizit auf ein historisches Hoch ausweitete. Da die US-Wirtschaft 1996 praktisch auf vollen Touren lief und eine Steigerung der US-Exporte daher nur bei gleichzeitig höherer Inflation oder Nachfragedämpfung im Inland möglich gewesen wäre, dürfte die eigentliche Ursache der sich ver-

Verschlechterung der US-Leistungsbilanz ...

schlechternden außenwirtschaftlichen Position die hohe inländische Absorption gewesen sein.

... bei  
Stabilisierung  
des japanischen  
Überschusses ...

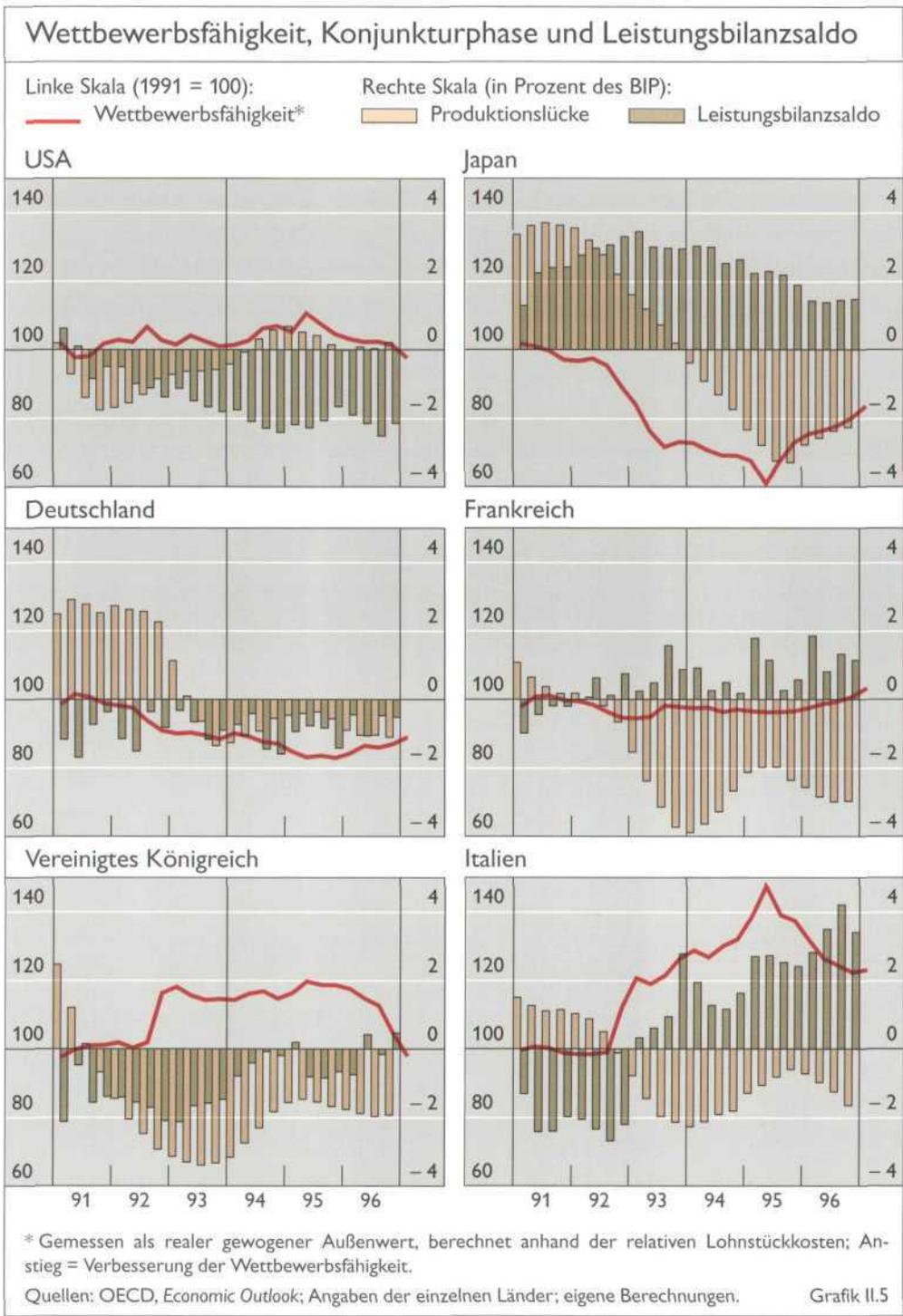
Während die Veränderung der Außenwirtschaftsposition der USA in erster Linie konjunkturbedingt war, hing der Rückgang des japanischen Leistungsbilanzüberschusses auf den niedrigsten Stand seit 1990 mit einer Reihe unterschiedlicher Kräfte, darunter auch J-Kurven-Effekten, zusammen. Die Entwicklung der Handelsvolumina spielte dabei keine Rolle, denn das Wachstum der Importe verlangsamte sich 1996 erheblich mehr als das der Exporte. Vielmehr verringerte sich der Handelsbilanzüberschuß um US-\$ 50 Mrd., weil sich die Terms of Trade, bedingt durch höhere Ölpreise und Yen-Abwertung, um über 9% verschlechterten. Zum Teil deshalb, weil US-Wertpapiere einen hohen Anteil an den Auslandsaktiva ausmachen, verbesserte sich allerdings gleichzeitig der Saldo der Kapitalertragsbilanz, und dadurch wurde der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses gebremst. Da sich das Exportwachstum mit der Yen-Abwertung festigt und außerdem eine haushaltspolitische Straffung zu erwarten ist, dürfte der japanische Überschuß nicht mehr viel weiter schrumpfen.

Anders als in den USA und Japan verbesserte sich der zusammengefaßte Leistungsbilanzsaldo der westeuropäischen Länder im letzten Jahr weiter. Der

Leistungsbilanzsalden der Industrieländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo			darunter					
				Handelsbilanzsaldo			Kapitalertragsbilanzsaldo		
	1992	1994	1996	1992	1994	1996	1992	1994	1996
Mrd. US-Dollar									
Industrieländer	-46,0	- 7,8	- 1,8	26,9	83,8	79,7	-15,7	-22,9	-11,4
USA	-62,6	-148,4	-165,1	-96,1	-166,1	-187,7	11,2	- 4,2	- 8,4
Japan	112,6	130,2	65,9	124,7	144,2	83,6	36,4	40,9	53,6
Westeuropa	-62,9	46,0	115,8	-10,1	96,8	158,4	-34,3	-23,9	-17,1
<i>darunter:</i>									
Deutschland	-19,7	- 21,7	- 14,6	28,7	51,7	72,6	16,8	6,7	- 3,8
Frankreich	4,9	5,9	19,8	2,4	6,6	14,3	- 7,4	- 9,9	- 6,5
Italien	-28,7	15,2	42,0	3,0	35,6	60,7	-21,9	-16,6	-15,6
Vereinigtes Königreich	-18,4	- 3,5	0,0	-23,0	- 16,6	- 19,0	5,5	13,3	16,1
Belgien/Luxemburg	6,5	12,6	15,4	4,9	7,7	10,0	1,0	3,4	7,8
Finnland	- 4,9	1,3	4,4	3,8	7,5	11,1	- 5,5	- 4,3	- 4,0
Niederlande	7,3	18,0	20,3	12,3	18,8	21,8	- 0,4	3,3	4,1
Norwegen	4,8	3,0	10,9	8,3	6,8	13,8	- 3,4	- 1,7	- 1,7
Schweden	- 8,8	0,7	5,7	5,9	8,7	17,4	- 9,9	- 5,8	- 8,0
Schweiz	15,1	17,8	20,3	- 1,0	1,6	0,8	13,7	12,9	16,9
Spanien	-21,5	- 6,9	2,9	-30,4	- 14,8	- 13,8	- 6,0	- 8,2	- 5,9
Türkei	- 1,0	2,6	- 5,0	- 8,2	- 4,2	- 19,2	- 2,6	- 3,3	0,5
Übrige Industrieländer	-33,1	- 35,5	- 18,3	8,4	9,0	25,4	-29,0	-35,8	-39,5
Australien	-10,1	- 16,9	- 14,7	1,7	- 3,3	- 0,5	-10,2	-12,2	-14,7
Kanada	-21,6	- 16,3	- 1,2	5,1	10,9	25,3	-16,6	-20,1	-20,5
Neuseeland	- 1,4	- 2,4	- 2,4	1,6	1,3	0,6	- 2,2	- 3,5	- 4,3

Quellen: IWF, *Balance of Payments Statistics*; OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.7



Überschuß ist mit über US-\$ 100 Mrd. höher denn je, obwohl Deutschland nach wie vor ein Defizit ausweist. Westeuropa hat mittlerweile Japan als wichtigsten Gegenposten zum US-Defizit abgelöst. Frankreich und Italien verzeichneten dabei die stärkste Verbesserung; auf diese beiden Länder allein entfallen über 70% des gesamten Anstiegs seit 1994. In Spanien und Schweden hat sich der Leistungsbilanzsaldo ebenfalls verbessert. In der Türkei ist er dagegen wesentlich schlechter ausgefallen, und mit fast 4% des BIP nähert sich das türkische Leistungsbilanzdefizit nun wieder dem Niveau, das 1993 Probleme ausgelöst hatte.

... und Rekord-überschuß in Westeuropa ...

... wegen geringerer inländischer Absorption

Zu einem großen Teil läßt sich die derzeitige außenwirtschaftliche Stärke Westeuropas der relativ schwachen Konjunktur zuschreiben. Die Rückführung der Haushaltsungleichgewichte und der Anstieg der Nettoersparnis im privaten Sektor haben auf das Wachstum der inländischen Absorption gedrückt, aber den Außenbeitrag gestärkt. Auch der wachsende Exportüberschuß gegenüber Osteuropa war von Bedeutung. Hingegen begann sich die jüngste Abwertung der meisten europäischen Währungen erst gegen Ende 1996 in den Handelsbilanzen niederzuschlagen.

Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung auch in Kanada ...

Was andere Industrieländer betrifft, war die wichtigste Veränderung im vergangenen Jahr der deutliche Rückgang des kanadischen Leistungsbilanzdefizits auf den niedrigsten Stand seit 1984. Hierfür war zum größten Teil die Handelsbilanz maßgeblich, die von budgetären Straffungen, einem konjunkturbedingten Rückgang des Importwachstums und einer im Zuge steigender Rohstoffpreise leichten Verbesserung der Terms of Trade profitierte. Die bessere Außenwirtschaftsposition Kanadas ist jedoch nicht ausschließlich konjunkturbedingt, denn eine maßvolle Lohnentwicklung und ein relativ hohes Produktivitätswachstum haben dazu beigetragen, die Wettbewerbsfähigkeit der kanadischen Unternehmen zu stärken. Auch in Neuseeland half der budgetpolitische Sparkurs, trotz der erheblichen Aufwertung der Währung (um 30% seit 1992) einen Anstieg des Leistungsbilanzdefizits zu verhindern. Das Leistungsbilanzdefizit Australiens reduzierte sich im vergangenen Jahr etwas, was vor allem mit der kräftigen Erholung der Exporte nach der Dürre von 1995 und sich verbessernden Terms of Trade zusammenhing. Zur außenwirtschaftlichen Verbesserung paßten verstärkte Sparanstrengungen des Staates und eine höhere Sparquote der privaten Haushalte, auch wenn letztere mit knapp über 3% weiterhin eine der niedrigsten in den Industrieländern ist.

... und in Neuseeland

#### Direktinvestitionen

Deutlicher Anstieg der Direktinvestitionen ...

Obwohl der internationale Handel in der Regel schneller wächst als die Produktion, ist der Außenhandel nicht mehr die einzige Form der Interaktion zwischen verschiedenen Ländern. Vielmehr sind die neunziger Jahre durch die zunehmende Bedeutung multinationaler Unternehmen gekennzeichnet. Der Warenaustausch innerhalb dieser Unternehmen macht inzwischen ein Drittel des Welthandels mit

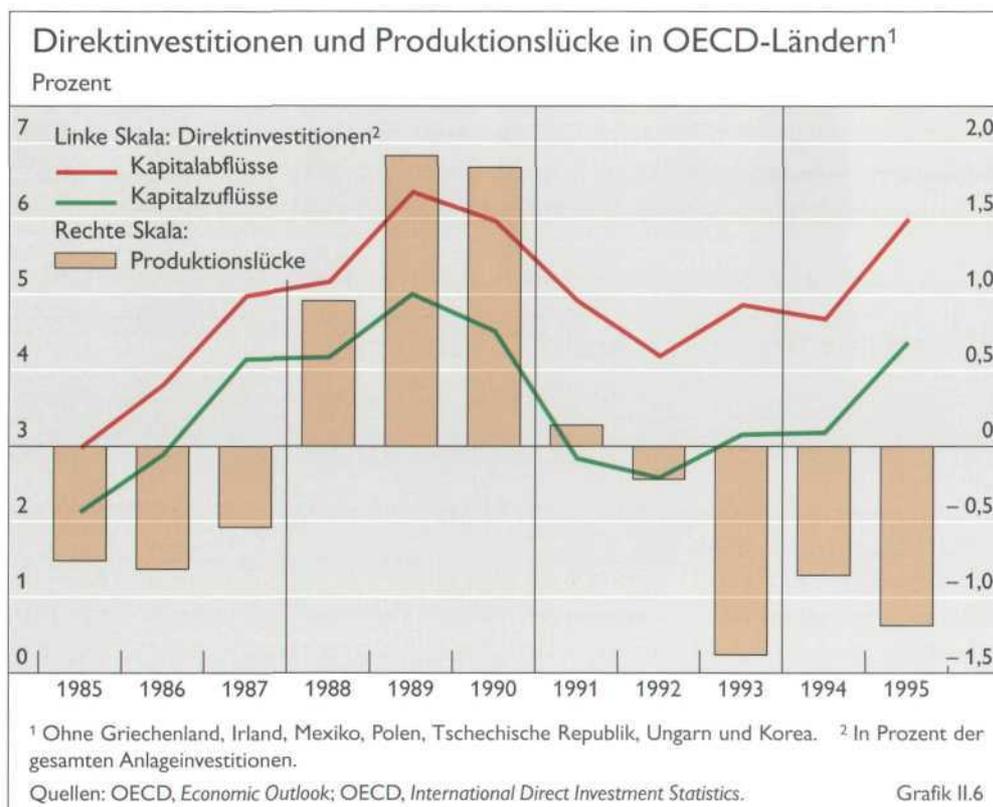
Diversifizierung internationaler Transaktionen				
	Welt	USA	Japan	Deutschland
Bestände an Direktinvestitionen (a)	2 500	712	298	248
Absatz durch Auslandsniederlassungen (b)	5 355	1 636	626	532
Warenexporte innerhalb der Unternehmen (c)	1 646	163	86	208
Exporte insgesamt (d)	4 940	448	374	623
b/(d-c)	1,6	5,7	2,2	1,3
c/d	0,33	0,36	0,23	0,33

Anmerkung: Bestände an Direktinvestitionen Ende 1995, übrige Posten 1992. Direktinvestitionen, Absatz und Exporte: Mrd. US-Dollar.  
Quellen: OECD, *International Direct Investment Statistics*; UN, *World Investment Report*. Tabelle II.8

Gütern und Dienstleistungen aus, und der Absatz über ihre Auslandsniederlassungen ist höher als der gesamte direkte Handel (s. Tabelle II.8). Nachdem die Direktinvestitionsströme wieder zu wachsen begonnen haben, übertrifft außerdem die Zunahme des Bestands ausländischer Direktinvestitionen die des inländischen Kapitalstocks und sogar die des Welthandels bei weitem. Zwar sind mit dieser wachsenden Diversifizierung der internationalen Transaktionen auch gewisse Probleme verbunden, doch dürfte sie dazu beigetragen haben, die Gefahr spezifischer Schocks für Länder ebenso wie für Unternehmen herabzusetzen.

Längerfristig betrachtet ist der Wachstumstrend der Direktinvestitionen nach oben gerichtet, wenn die Entwicklung auch nicht immer stetig verlief (s. Grafik II.6). Ganz deutlich ist ein doppeltes zyklisches Muster erkennbar, das vom Geschehen sowohl im Herkunftsland als auch im Zielland beeinflusst wird. Ein starkes Wachstum in den Herkunftsländern sorgt für Cash-flows zur Finanzierung von Direktinvestitionen, während ein starkes Wachstum in den Zielländern den nötigen Anreiz für diese Investitionen bietet. Bisweilen kann dieser zweifache Einfluß Asymmetrien verursachen. Beispielsweise führen die USA in den neunziger Jahren den Konjunkturzyklus unter den Industrieländern an und sind wieder zum wichtigsten Investorland geworden. Die Direktinvestitionen aus Japan, das gerade aus der Rezession herauskommt, haben dagegen erst zur Hälfte ihren Höchstwert von 1990 erreicht. Die Direktinvestitionen aus den kontinentaleuropäischen Ländern sind in diesem von schwachem Wachstum geprägten Jahrzehnt ebenfalls meist niedrig geblieben, erhöhten sich allerdings 1994/95 infolge der Dynamik in den USA und den aufstrebenden Volkswirtschaften beträchtlich. Die Kapitalzuflüsse in die Länder Kontinentaleuropas blieben dagegen wegen der anhaltenden Wachstumsschwäche vergleichsweise gering.

... aufgrund zyklischer Einflüsse ...



Direktinvestitionen im Ausland							
Prozent							
	USA	Vereinigtes Königreich	Japan	Deutsch- land	Nieder- lande	Schweiz	OECD
Stand Ende 1995							
In Prozent der OECD-Direktinvestitionen	29,4	12,5	12,3	10,3	6,4	5,9	100,0
In Prozent des BIP	9,8	27,9	6,3	10,3	39,3	45,4	10,9
Nach Regionen (1994)							
Nordamerika <sup>1</sup>	12,1	34,3	43,7	23,0	28,2	24,5	24,6
Europäische Union	42,0	34,7	18,1	50,5	45,9	45,4	40,0
Lateinamerika und Asien <sup>2</sup>	23,2	15,6	27,7	10,1	12,5	17,8	17,8
Nach Sektoren (1994)							
Primärsektor	11,8	19,9	5,0	1,2	1,7	..	9,0
Sekundärsektor	35,0	38,9	27,8	32,9	49,8	47,8	37,0
Tertiärsektor	53,2	41,2	65,5	65,8	48,4	52,2	53,8
darunter: Finanzsektor <sup>3</sup>	36,5	27,5	18,9	23,8	36,0	22,0	29,2

<sup>1</sup> USA und Kanada. <sup>2</sup> Ohne Japan. <sup>3</sup> Bankgeschäft sowie andere Finanz- und Unternehmensdienstleistungen.

Quellen: OECD, *International Direct Investment Statistics*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.9

... aber vor allem zugrundeliegender Trends

Von diesen konjunkturbedingten Schwankungen einmal abgesehen, besteht bei den Direktinvestitionen ein starker Aufwärtstrend, der von mehreren Faktoren gestützt wird. Durch den technologischen Fortschritt sind die internationalen Kommunikations- und Transportkosten gesunken, der internationale Wettbewerb hat sich sowohl bei den Gütern als auch bei den Dienstleistungen verschärft, der Kapitalverkehr im allgemeinen und die Direktinvestitionen im besonderen sind teilweise oder ganz dereguliert worden, und in vielen Ländern werden zunehmend Staatsunternehmen privatisiert. Trotz dieser Veränderungen ist die Verteilung der Bestände an Direktinvestitionen nach Regionen bemerkenswert stabil geblieben. So geht zwar ein wachsender Teil der Kapitalabflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften (in Lateinamerika und Asien ebenso wie in Osteuropa), doch dominieren immer noch die Direktinvestitionen zwischen Industrieländern und insbesondere zwischen EU-Ländern. Bei den Beständen von Direktinvestitionen entfällt sogar ein noch größerer Anteil auf Beteiligungen in Industrieländern, weil es in den achtziger Jahren lange Zeit kaum Abflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften, insbesondere nach Lateinamerika, gab (s. Tabelle II.9).

Auswirkungen auf die sektorale Verteilung

Die Gliederung der Direktinvestitionen nach Wirtschaftsbereichen hat sich dagegen in den letzten 25 Jahren erheblich verändert, was nicht nur auf sektorale Verschiebungen in den Investorländern, sondern auch auf einen Wandel der Investitionsmotive zurückzuführen ist. Ursprünglich bestand der wichtigste Grund für Direktinvestitionen darin, sich den Zugang zu Rohstoffquellen zu sichern. Seit den siebziger Jahren ist der Anteil der Direktinvestitionen im Primärsektor aber um die Hälfte zurückgegangen. Das Bestreben, Beschränkungen im Direkthandel zu überwinden, war dann der Anlaß für beträchtliche Auslandsinvestitionen im Sekundärsektor. In jüngerer Zeit haben sich die Gründe für Direktinvestitionen im Zuge der allgemeinen Globalisierung erneut verschoben und zu einer Verlagerung

Absatz der Auslandsniederlassungen von US- und japanischen Unternehmen nach Standort				
Prozent				
Absatzmarkt	US-Niederlassungen in		Japanische Niederlassungen in	
	EU und Asien	anderen NAFTA-Ländern	EU und USA	anderen asiatischen Ländern
Herkunftsland	6	26	4	16
Zielland	64	71	79	66
Drittmärkte	30	3	17	18

Quelle: OECD, *Economic Outlook*, Dezember 1996. Tabelle II.10

zugunsten des Tertiärsektors geführt, dessen wichtigste Komponente in vielen Fällen die Finanzdienstleistungen im weitesten Sinne sind.

Innerhalb dieser allgemeinen Trends gibt es bei den Ursachen und Gründen für Direktinvestitionen erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. Je nachdem, ob die Produktionsstruktur des Ziellandes komplementär zu der des investierenden Landes ist oder im Wettbewerb zu ihr steht, beeinflussen diese spezifischen Kräfte die Handelsströme auf unterschiedliche Weise. Wie der Fall von USA und Japan zeigt (s. Tabelle II.10), wurden die US-Direktinvestitionen meistens mit Blickrichtung auf den jeweiligen Inlandsmarkt oder auf Drittmärkte unternommen. Die wesentliche Ausnahme sind die Investitionen in Kanada und Mexiko, wo Verknüpfungen zwischen verschiedenen Wirtschaftszweigen bzw. Unternehmen zu Komplementaritäten in der Produktionsstruktur geführt haben, so daß ein erheblicher Anteil des Absatzes wieder in die USA fließt. Im Falle Mexikos trugen auch die niedrigeren Kosten zu dem hohen Absatzanteil am US-Markt bei. Japanische Niederlassungen setzen insgesamt einen noch größeren Teil am jeweiligen Inlandsmarkt und an Drittmärkten ab. Allerdings sind die japanischen Direktinvestitionen in asiatischen Ländern seit 1990 von rund 10% auf über 23% gestiegen, und die japanischen Niederlassungen exportieren inzwischen verstärkt zurück nach Japan. Nach vorläufigen Schätzungen beginnt diese Verlagerung, gemeinsam mit der Deregulierung in Japan, bei den industriellen Fertigwaren bereits den japanischen Außenhandel zu beeinflussen. So ist die Einkommenselastizität der japanischen Exporte gegenüber den achtziger Jahren zurückgegangen, da die Nachfrage von den japanischen Niederlassungen vor Ort befriedigt werden kann. Dagegen scheinen die japanischen Direktinvestitionen im Ausland die Importneigung Japans erheblich erhöht zu haben, was an der raschen Ausweitung der Importe von Fertigwaren deutlich wird, die von japanischen Niederlassungen in Asien stammen. Insgesamt lassen diese Schätzungen darauf schließen, daß Japan heute weit weniger als früher dazu tendiert, in einem weltweiten Konjunkturaufschwung hohe Handelsbilanzüberschüsse aufzubauen. Darüber hinaus ist zwar schwer abzuschätzen, wie sich die jüngsten Entwicklungen letztlich auf die Preiselastizitäten auswirken, doch ist es durchaus möglich, daß nunmehr geringere Wechselkursbewegungen ausreichen, um die japanische Handelsbilanz einigermaßen im Gleichgewicht zu halten.

Unterschiedliche  
Motive ...

... beeinflussen die  
Handelsströme

### III. Wirtschaftspolitik und -entwicklung in der übrigen Welt

#### Schwerpunkte

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten im vergangenen Jahr erneut ein kräftiges Wirtschaftswachstum und weiter rückläufige Inflationsraten. Infolge der Erholung in Argentinien und Mexiko erhöhte sich die durchschnittliche Wachstumsrate in Lateinamerika, und in Afrika begünstigten Stabilisierungs- und Reformmaßnahmen das stärkste Wachstum seit zwei Jahrzehnten. Einige asiatische Länder gingen zu einer restriktiveren Wirtschaftspolitik über, um der einsetzenden konjunkturellen Überhitzung zu begegnen. Schwache Exportmärkte trugen dazu bei, das zuvor hohe Wirtschaftswachstum in Asien zu bremsen, und verhinderten zudem, daß sich die großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte im letzten Jahr nennenswert verringerten. In einer Reihe osteuropäischer Länder, die sich in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs befinden, setzte sich das stabile Wachstum fort. In Rußland hat jedoch die Erholung der Produktion noch nicht Fuß gefaßt, selbst wenn der Inflationstrend weiter nach unten gerichtet ist.

Ebenso wie in vielen Industrieländern stellt sich durch die Globalisierung und Liberalisierung der Finanzmärkte auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Aufgabe, gleichzeitig ein binnen- und außenwirtschaftliches Gleichgewicht anzustreben, in neuer Form. Die begrenzte Mobilität des Kapitals machte es der Geldpolitik in der Vergangenheit relativ einfach, der Inflation entgegenzutreten und gleichzeitig die Wechselkurse so festzulegen, daß die Wettbewerbsfähigkeit erhalten blieb. In dem derzeitigen Umfeld einer hohen Kapitalmobilität ist es sehr viel schwieriger geworden, eine voneinander unabhängige Geld- und Wechselkurspolitik zu verfolgen. Eine Anhebung der Zinssätze zur Eindämmung der Inflation führt zu Kapitalzuflüssen, die den Wechselkurs in die Höhe treiben, die Wettbewerbsfähigkeit mindern und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht gefährden. Die Beibehaltung eines sehr wettbewerbsfähigen Wechselkurses kann dagegen zu einem Anstieg der Einfuhrpreise führen, die Nachfrage nach inländischen Erzeugnissen erhöhen und den Preisauftrieb verstärken. Langfristig kann der reale Wechselkurs nicht über oder unter seinem Gleichgewichtsniveau gehalten werden, doch zeigen die Erfahrungen Mexikos 1994/95, daß die Finanzmärkte kurz- oder mittelfristig auf eine spürbare Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit und des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts heftig und abrupt reagieren können.

Der Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielsetzungen war in einigen Ländern stärker ausgeprägt als in anderen. In vielen lateinamerikanischen Ländern führten eine straffe Geldpolitik und/oder feste Wechselkurse in den neunziger Jahren zu einem erheblichen Rückgang der Inflationsrate, jedoch um den Preis einer realen Aufwertung der Währung und einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits. Einigen asiatischen Ländern ist es hingegen gelungen, einen wettbewerbsfähigen Wechselkurs aufrechtzuerhalten, ohne die Inflation übermäßig

anzuheizen. In jüngerer Zeit machte die konjunkturelle Überhitzung in vielen Ländern dieser Region jedoch eine geldpolitische Straffung erforderlich, und es kam zu einer realen Aufwertung der Währungen. Es bleibt abzuwarten, ob es den osteuropäischen Ländern gelingen wird, die Inflation weiter zurückzuführen, ohne ihr außenwirtschaftliches Gleichgewicht aufs Spiel zu setzen.

## Jüngste Entwicklungen in Lateinamerika

Bemühungen um eine größere Preisstabilität waren im lateinamerikanischen Raum in den vergangenen Jahren weit verbreitet. Dabei wurden verschiedene Strategien angewandt; einige davon stützten sich auf explizite oder implizite Wechselkurs-

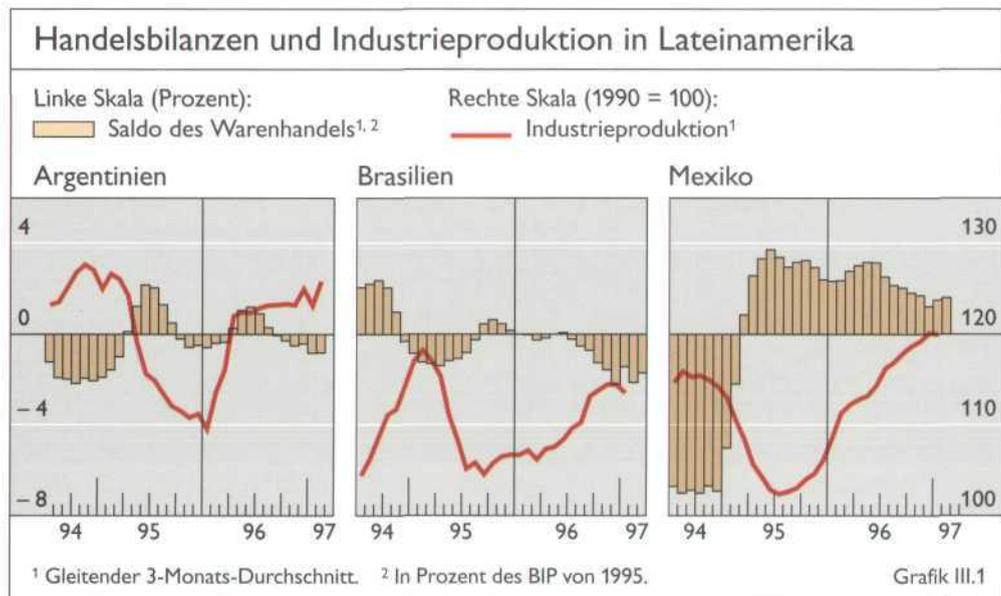
Inflations-  
bekämpfung in  
Lateinamerika in  
den neunziger  
Jahren umfaßt ...

Wachstum und Inflation								
	Reales BIP				Verbraucherpreise			
	1980–89	1990–94	1995	1996	1980–89	1990–94	1995	1996
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
China	9,5	10,5	10,2	9,7	7,9	11,6	16,8	8,3
Indien	5,9	4,6	7,1	6,8	8,1 <sup>1</sup>	10,5 <sup>1</sup>	9,3 <sup>1</sup>	5,9 <sup>1</sup>
Übriges Asien <sup>2</sup>	6,5	7,0	7,8	6,8	7,8	6,9	6,4	5,9
Hongkong	7,5	5,2	4,7	4,7	8,6	9,5	9,2	6,3
Korea	8,0	7,6	8,9	7,1	8,1	7,0	4,5	5,0
Singapur	7,4	8,6	8,8	7,0	2,7	2,9	1,7	1,4
Taiwan	8,1	6,5	6,1	5,7	4,4	3,8	3,7	3,1
Indonesien	5,8	6,9	8,5	7,5	9,6	8,6	9,4	7,9
Malaysia	5,7	8,7	9,5	8,2	3,6	3,8	3,4	3,5
Philippinen	1,8	1,9	4,8	5,5	14,4	11,6	8,1	8,4
Thailand	7,2	9,0	8,6	6,7	5,7	4,8	5,8	5,8
Lateinamerika <sup>2</sup>	2,3	3,1	0,5	3,5	120,5	256,8	42,5	24,7
Argentinien	-0,8	6,8	-4,6	4,4	319,2	148,3	3,4	0,2
Brasilien	2,9	0,9	4,2	2,9	226,0	1425,9	66,0	15,5
Chile	3,4	6,4	8,5	7,2	21,2	17,4	8,2	7,4
Kolumbien	3,4	4,3	5,2	2,1	23,4	26,3	20,9	20,9
Mexiko	2,2	3,9	-6,2	5,1	65,1	16,1	35,0	34,4
Venezuela	0,1	3,9	3,4	-1,6	21,4	40,7	59,9	99,9
Osteuropa <sup>2</sup>	0,9	-2,5	5,5	4,7	29,7 <sup>3</sup>	62,1	23,2	17,8
Polen	0,2	-1,6	7,0	6,0	43,0	97,6	27,7	19,9
Tschechische Republik <sup>4</sup>	2,1	-4,2	4,8	4,4	1,3 <sup>3</sup>	20,5	9,1	8,8
Ungarn	1,5	-3,3	1,5	1,0	8,9	25,4	28,3	23,6
Russische Föderation <sup>5</sup>	3,3	-8,7	-4,2	-6,0	1,4 <sup>6</sup>	347,0	197,5	47,7
Israel	3,2	5,8	7,1	4,4	104,7	14,2	10,0	11,3
Saudi-Arabien	0,3	4,1	1,6	2,4	0,0	1,7	4,9	1,2
Afrika	2,6	1,4	2,7	5,1	17,5	37,2	38,4	25,0
Südafrika	2,2	0,1	3,3	3,1	14,6	12,4	8,6	7,4

Anmerkung: Angaben für 1996 teilweise geschätzt.

<sup>1</sup> Großhandelspreise. <sup>2</sup> Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. <sup>3</sup> Durchschnitt 1982–89. <sup>4</sup> Vor 1985: Tschechoslowakei. <sup>5</sup> Vor 1986: Sowjetunion. <sup>6</sup> Durchschnitt 1986–89.

Tabelle III.1

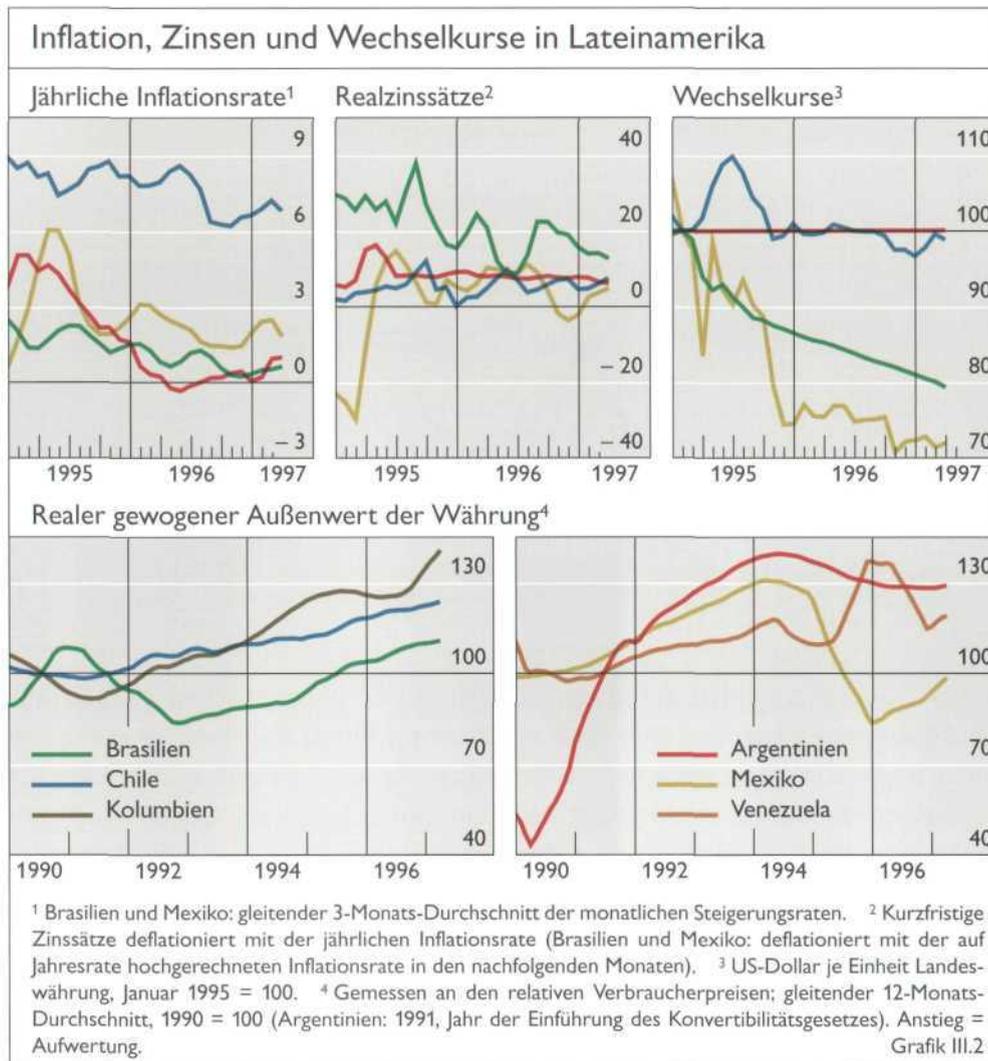


anker, andere allgemein auf einen straffen wirtschaftspolitischen Kurs. Zwar gelang fast allen Ländern eine Senkung ihrer Inflationsrate, doch ging diese in einer Reihe von Fällen mit einer beträchtlichen realen Aufwertung der Währung und einer deutlichen Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte einher. Das Problem, binnen- und außenwirtschaftliche Zielsetzungen miteinander in Einklang zu bringen, wird weiter unten in einem gesonderten Abschnitt behandelt.

... Argentinens  
Currency-  
Board-ähnliche  
Regelung ...

Das 1991 in Argentinien in Kraft getretene Konvertibilitätsgesetz wurde 1995 einer harten Belastungsprobe unterworfen, als nach der mexikanischen Peso-Krise eine Flucht aus Vermögenswerten in einheimischer Währung einsetzte. Die einem Currency Board ähnelnde Regelung ließ den Behörden kaum eine andere Wahl, als einen steilen Anstieg der Zinssätze zuzulassen und einen für die gegebene konjunkturelle Situation straffen finanzpolitischen Kurs beizubehalten. Dies führte zu einem starken Einbruch der Wirtschaftstätigkeit, der zu einer Verbesserung der Handelsbilanz beitrug (s. Grafik III.1). Zusammen mit einer erheblichen Mittelaufnahme des öffentlichen Sektors im Ausland wurde auf diese Weise der Abbau der Währungsreserven gebremst. Die rasche wirtschaftspolitische Reaktion auf die Krise stärkte das Vertrauen und begünstigte die nachfolgende wirtschaftliche Erholung. Im letzten Jahr beschleunigte sich das BIP-Wachstum zunehmend und erreichte in der zweiten Jahreshälfte mehr als 4%.

Erleichtert wurde die konsequente Haltung der argentinischen Wechselkurspolitik dadurch, daß sich die in der Anfangsphase der Desinflation eingetretene Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit teilweise wieder zurückbildete. Während die jahresdurchschnittliche Inflationsrate in den ersten beiden Jahren nach Inkrafttreten des Konvertibilitätsgesetzes von über 500% auf rund 10% zurückging, wertete die Währung real um ungefähr 33% auf. In der Folge wurde die Inflationsrate auf ein Niveau gesenkt, das deutlich unter dem wichtiger Konkurrenten wie Brasilien und Chile lag, und der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit wurde zum Teil wettgemacht, so daß die reale Aufwertung der Währung über den gesamten Zeitraum gesehen nicht mehr als 25% betrug.



Auch der in *Brasilien* Mitte 1994 eingeführte Real-Plan hatte zusammen mit einem restriktiven geldpolitischen Kurs zum Ziel, durch größere Wechselkursstabilität die Inflationsrate zu senken. Da die Währung zunächst fester tendierte und seit Anfang 1995 langsam und schrittweise abwertete, und zwar etwas langsamer, als die Verbraucherpreise stiegen, hat sie seit Mitte 1994 real um 20% aufgewertet.

Die Inflation ging von mehr als 40% monatlich kurz vor Einführung des Real-Plans stetig auf deutlich unter 1% Ende 1996 und Anfang 1997 zurück. Wirtschaftstätigkeit und Außenhandelsergebnisse unterlagen jedoch starken Schwankungen, die weitgehend auf Anpassungen des geldpolitischen Instrumentariums zurückzuführen waren (s. Grafik III.1). Da die Wirtschaft schnell auf die monetäre Straffung ab der ersten Hälfte des Jahres 1995 reagiert hatte, wurde der geldpolitische Kurs später wieder gelockert (s. Grafik III.2). Die Wirtschaftstätigkeit belebte sich sehr rasch, und die jährliche BIP-Wachstumsrate beschleunigte sich im zweiten Halbjahr 1996 auf mehr als 6%. In Verbindung mit dem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit schlug sich das wieder stärkere Wachstum in *Brasilien* bald auch in einer Ausweitung des Handelsbilanzdefizits nieder, da die Importe Ende 1996 zügig anstiegen und die Exporte sich nur schwach entwickelten.

... Brasiliens Real-Plan für größere Wechselkursstabilität ...

Von der Finanzpolitik wurde die Stabilisierung nur wenig unterstützt. Das operative Defizit des öffentlichen Sektors betrug im letzten Jahr 4% des BIP und lag damit zwar knapp unter dem des Vorjahres (5%), aber weit über der ursprünglichen Zielvorgabe (2½%). Außerdem war der Rückgang auf niedrigere Zinssätze zurückzuführen und nicht auf nachhaltige Reformen in den Bereichen soziale Sicherung, Steuern oder öffentliche Verwaltung. Ende 1996 wurde jedoch ein Maßnahmenpaket angekündigt, mit dessen Hilfe die Einnahmen erhöht und die Beschäftigtenzahl im öffentlichen Sektor sowie die Sozialleistungsansprüche verringert werden sollen.

... und in Mexiko  
seit 1995  
Geldmengenziele

Mexiko gestaltet seine Geldpolitik seit der Peso-Krise Ende 1994 völlig anders als Argentinien oder Brasilien und auch völlig anders als vor der Krise. Statt einen Wechselkursanker zu verwenden, wird die Senkung der Inflationsrate mit Hilfe von Geldmengenzielen angestrebt, und es wird zugelassen, daß der Wechselkurs entsprechend den Marktgegebenheiten schwankt. Der finanzpolitische Kurs ist restriktiv geblieben.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1995 setzte eine wirtschaftliche Erholung ein, da die Entschlossenheit der Wirtschaftspolitik in Verbindung mit erheblicher Unterstützung von seiten internationaler Organisationen das Vertrauen im In- und Ausland stärkte. Gleichzeitig ging die Inflationsrate von einem Spitzenwert von 52% Ende 1995 auf 25% Anfang 1997 zurück. Die Exporte zogen weiter kräftig an, was sich durch einen Anstieg der Ölpreise wie auch durch eine Ausweitung der Exporte von Fertigerzeugnissen erklärt. Sie bildeten damit ein Gegengewicht zu dem starken Importwachstum, so daß das außenwirtschaftliche Gleichgewicht gewahrt blieb.

Abgesehen von einer leichten Schwäche im Oktober blieb der Peso über weite Strecken des Jahres 1996 gegenüber dem US-Dollar vergleichsweise stabil und wertete im Jahresverlauf nominal nur um 3% ab. Diese relative Stabilität ist zum Teil auf Bemühungen zurückzuführen, einen übermäßigen spekulativen Druck zu verhindern. Hierfür wurde die Geldmarktliquidität verringert bzw. seit Februar 1997 jeweils ein bestimmter Dollarbetrag verkauft, wenn der Peso innerhalb eines Tages um mehr als 2% abwertete. Überdies wurden Wechselkursoptionen genutzt, um in Stärkephasen des Peso die Devisenreserven aufzufüllen; diese Vorgehensweise sollte eine Erhöhung der Devisenreserven ermöglichen, ohne ein offizielles Wechselkursziel zu signalisieren. Angesichts des nach wie vor beträchtlichen Inflationsgefälles gegenüber den Handelspartnern bedeutete die Stabilität des nominalen Wechselkurses eine reale Aufwertung der Währung, die die reale Abwertung von Ende 1994 und Anfang 1995 etwa zur Hälfte wettmachte.

In Kolumbien  
geldpolitischer  
Zielkonflikt

In Kolumbien nahmen die Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik im letzten Jahr zu. Da sich das Defizit des zentralen Staatshaushalts auf rund 4% des BIP ausweitete und eine politische Krise Anfang 1996 Kapitalabflüsse auslöste, wurde der straffe geldpolitische Kurs auch dann beibehalten, als sich das Wirtschaftswachstum deutlich abschwächte. Dies zog wieder Kapitalzuflüsse ins Land, die den Wechselkurs an das obere Ende der festgelegten gleitenden Bandbreite drückten, so daß die Möglichkeiten für eine weitere geldpolitische Straffung begrenzt waren. Da die Inflationsrate nicht zurückging, wertete die Währung real um fast 20% auf. Anfang 1997 wurden Sondermaßnahmen angekündigt, wie z.B.

Ausgabenkürzungen und eine Besteuerung von Krediten aus dem Ausland, um die Kapitalzuflüsse zu bremsen, die öffentlichen Finanzen zu stützen und den geldpolitischen Zielkonflikt zu entschärfen.

Chiles Ansatz zur Eindämmung der Inflation und zum Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit war wohl der erfolgreichste. Die Geldpolitik war in den letzten Jahren eher straff, wobei die Zinssätze auf der Basis des strikt verfolgten und auf allmähliche Rückführung angelegten Inflationsziels festgesetzt wurden (die meisten Finanzinstrumente sind nach wie vor indexiert, so daß die Renditen real und nicht nominal angegeben werden). Als Anfang 1996 eine konjunkturelle Überhitzung drohte, stiegen die Realzinssätze. In Verbindung mit einem deutlichen Rückgang der Kupferpreise wirkte die straffere geldpolitische Ausrichtung der Überhitzung entgegen und ließ die Inflationsrate Ende 1996 auf 6½% zurückgehen. Der Wechselkurs wurde so gesteuert, daß starke Kursschwankungen sowie eine übermäßige reale Auf- oder Abwertung verhindert wurden. Geld- und Wechselkurspolitik wären jedoch nicht in der Lage gewesen, ihr jeweiliges Ziel auf eine solch harmonische Weise in Angriff zu nehmen, wenn sie nicht durch zwei weitere Faktoren unterstützt worden wären. Dies war zum einen die solide Finanzlage des öffentlichen Sektors; in den letzten Jahren wurden Überschüsse zwischen 1% und 3% des BIP erzielt. Zum anderen wurden die kurzfristigen Kapitalzuflüsse, die durch die hohen chilenischen Zinssätze angelockt wurden, gezielt beschränkt und Kapitalabflüsse gefördert.

Chiles Ansatz

Das Stabilisierungsprogramm vom April 1996, mit dem Venezuela eine Korrektur seiner schwerwiegenden binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte anstrebte, kündigte die Abkehr von der früheren interventionistischen Wirtschaftspolitik an. Sein Erfolg wurde durch den beträchtlichen Anstieg der Ölpreise im letzten Jahr erheblich begünstigt. Trotz einer Verringerung des BIP um 1½% verbesserte sich die Finanzlage der zentralen Haushalte deutlich und erreichte nach dem 1995 noch verzeichneten Defizit von 5% des BIP wieder einen Überschuß. Die Inflationsrate fiel von ihrem Höchststand von über 12% monatlich im Mai 1996 auf unter 2% Anfang 1997. Die Beschränkungen für Wechselkurse und Zinssätze wurden abgeschafft, und im Juli 1996 wurde ein neues Wechselkursregime mit gleitenden Bandbreiten eingeführt. Wenngleich eine Anpassung des Leitkurses nach unten ins Auge gefaßt worden war, um das Inflationsgefälle teilweise auszugleichen, hatte sich der Wechselkurs, der durch beträchtliche Zuflüsse kurzfristigen Kapitals Auftrieb erhalten hatte, bis Ende 1996 kaum bewegt. Im Januar 1997 wurde der Leitkurs auf etwa demselben Niveau wie Mitte 1996 bestätigt.

In Venezuela wirtschafts-politische Anpassung

## Jüngste Entwicklungen in Asien

In vielen asiatischen Ländern war die jüngste Wirtschaftsentwicklung durch zwei gemeinsame Elemente gekennzeichnet. Zum einen schwächte sich das Exportwachstum in vielen Fällen aufgrund verschiedener Faktoren deutlich ab. Zum anderen verfolgten die meisten Länder eine straffe Geldpolitik, um nach Jahren sehr raschen Wachstums, das zu einer Reihe von Ungleichgewichten in Form von Kapazitätsengpässen, Inflationsdruck oder sich ausweitenden außenwirtschaftlichen Defiziten geführt hatte, die Anpassung zu unterstützen.

Leistungsbilanz und Außenhandel									
	Leistungsbilanzsaldo			Wachstum des Exportvolumens <sup>1</sup>			Wachstum des Importvolumens <sup>1</sup>		
	Durchschnitt 1990–94	1995	1996	Durchschnitt 1990–94	1995	1996	Durchschnitt 1990–94	1995	1996
	in Prozent des BIP			Prozent					
China	1,1	0,2	0,2	17,2	15,3	8,3	13,6	15,1	16,4
Indien	– 1,2	– 1,4	– 1,4	12,9	22,4	16,9	5,8	23,6	18,9
Übriges Asien	0,2	– 1,6	– 3,4	7,6	11,5	3,0	12,9	15,2	6,7
Hongkong <sup>2</sup>	5,3	– 3,5	– 1,0	– 1,4	1,9	– 8,6	15,8	13,6	4,0
Korea	– 1,1	– 1,9	– 4,4	8,8	24,0	19,1	11,7	21,2	11,9
Singapur	11,2	16,9	15,0	15,2	15,7	6,3	12,4	13,0	6,4
Taiwan	4,3	1,9	3,8	5,2	5,8	– 4,8	7,8	8,6	0,8
Indonesien	– 2,2	– 3,5	– 4,0	11,1	10,3	4,8	13,8	17,4	10,7
Malaysia	– 5,0	– 8,4	– 7,5	13,9	15,6	13,6	17,9	23,4	17,7
Philippinen	– 4,1	– 2,7	– 4,3	9,1	17,0	18,8	13,4	14,6	24,2
Thailand	– 6,2	– 8,1	– 8,0	14,8	14,2	– 0,7	13,5	15,9	– 3,6
Lateinamerika	– 2,0	– 1,5	– 1,4	6,6	9,5	8,4	13,9	9,5	10,4
Argentinien	– 1,7	– 0,9	– 1,4	9,9	17,8	3,2	35,4	– 17,5	25,2
Brasilien	0,0	– 2,5	– 3,3	6,0	– 5,5	2,5	14,4	36,7	4,5
Chile	– 1,9	0,2	– 4,1	9,0	7,6	17,4	8,8	24,7	11,1
Kolumbien	– 0,6	– 5,4	– 5,5	8,1	11,4	11,3	23,7	12,5	2,5
Mexiko	– 5,9	– 0,2	– 0,6	5,4	24,5	14,7	13,3	– 14,9	20,8
Venezuela	2,4	2,9	10,9	6,6	5,7	3,5	0,5	36,4	– 5,1
Osteuropa	– 1,3	– 3,0	– 6,4	18,8	15,7	4,3	22,3	16,3	15,0
Polen	– 1,1	– 1,9	– 6,3	19,9	30,8	6,9	18,7	24,5	28,9
Tschechische Republik	0,8	– 3,4	– 8,6	25,9	5,4	0,6	30,2	23,7	10,1
Ungarn	– 3,6	– 5,6	– 3,9	7,9	8,4	5,8	17,3	– 4,0	2,1
Russische Föderation	1,1	3,2	2,7	21,2 <sup>3</sup>	7,4	2,2	11,9 <sup>3</sup>	– 4,5	3,1
Israel	– 2,4	– 6,1	– 5,1	7,5	7,6	6,5	12,0	8,9	9,3
Saudi-Arabien	– 13,2	– 4,2	0,1	9,2	1,7	1,8	2,9	12,0	4,8
Südafrika	1,3	– 2,1	– 1,6	1,9	2,4	7,8	2,4	10,6	10,5

Anmerkung: Angaben für 1996 teilweise geschätzt.

<sup>1</sup> Warenhandel; Regionen: gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des Dollarwerts des Handels 1990. <sup>2</sup> Leistungsbilanzangaben: Warenhandel sowie Dienstleistungen ohne Erwerbs- und Vermögenseinkommen; Wachstum des Exportvolumens: nur Direktexporte. <sup>3</sup> Durchschnitt 1991–94.

Tabelle III.2

### Nachlassende Exportdynamik

Rasches Exportwachstum in der Vergangenheit ...

Viele aufstrebende Volkswirtschaften in Asien machten sich seit Mitte der achtziger Jahre die Globalisierung der Weltwirtschaft zunutze, um ein Exportwachstum zu erzielen, das deutlich über der Ausweitung des Welthandels lag. Dieser Aufschwung brachte beträchtliche Marktanteilsgewinne in den Industrieländern und eine erhebliche Verlagerung zu Gütern mit höherer Wertschöpfung mit sich – ein Bereich des Handels, der traditionell von den reiferen Volkswirtschaften dominiert

wird. Die Zugewinne lösten in den Industrieländern nicht selten protektionistische Bestrebungen aus, obwohl das starke Exportwachstum in Asien auch zu einem raschen Einkommenszuwachs und damit einer Zunahme der Importe führte, die die Wirtschaftstätigkeit in der übrigen Welt kräftig stimulierte.

Anders als die konjunkturelle Abschwungphase in den wichtigsten Industrieländern 1990–93, die sich kaum auf das asiatische Exportwachstum auswirkte, schien die sehr viel weniger ausgeprägte Verlangsamung des Welthandels im vergangenen Jahr die asiatischen Exporte besonders hart zu treffen (s. Tabelle III.2). Die Abschwächung der Exporte hat die Befürchtung aufkommen lassen, daß die hohen Leistungsbilanzdefizite, die in den letzten Jahren in dieser Region entstanden sind, möglicherweise schwieriger zu finanzieren sein werden als zunächst erwartet.

Zu dem massiven Rückgang des Exportwachstums trugen drei Faktoren wesentlich bei. Erstens wirkte sich der Handel innerhalb der Region, der heute deutlich mehr als ein Drittel des Gesamthandels der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften ausmacht und in der Vergangenheit die Widerstandsfähigkeit gegenüber Nachfrageschwächen in den Industrieländern gestärkt hatte, im vergangenen Jahr dämpfend aus, da die Wirtschaftstätigkeit in fast allen Ländern der Region an Dynamik verlor. Darüber hinaus gab es kaum ein anderes Gegengewicht, da auch in den USA und Europa die Importnachfrage nachließ.

Zweitens verzeichnete der Markt für elektronische Erzeugnisse, insbesondere für Halbleiter, im letzten Jahr einen Einbruch, da anhaltende Angebotssteigerungen auf eine schleppende Nachfrage und gedrückte Preise trafen. Die US-Dollar-Preise für Halbleiter sind z.B. im letzten Jahr um schätzungsweise bis zu 80% gefallen und erhöhten damit auch den Druck auf die Preise anderer elektronischer Erzeugnisse. Viele Länder Asiens haben sich ganz auf die Herstellung dieser Produkte spezialisiert, auf die mittlerweile zwischen einem Viertel (Hongkong, Taiwan und Thailand) und der Hälfte (Singapur) der Exporte entfällt. In Korea, Malaysia und Singapur machen allein Halbleiter mehr als 10% aus. Obwohl die dynamische Präsenz Asiens auf dem weltweiten Elektronikmarkt (der Marktanteil beträgt inzwischen fast 30%) im letzten Jahr ein Überangebot zur Folge hatte, hat sie insgesamt bewirkt, daß die Kapazitäten ausgeweitet wurden, der Wettbewerb belebt wurde und die Preise gesenkt wurden, was den Verbrauchern weltweit zugute kam.

Drittens schließlich haben sich die aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften auf Exportmärkten und/oder in Ländern, wo Japan aus Kostengründen Auslandsinvestitionen tätigt, zu direkten Konkurrenten Japans entwickelt. Da viele Länder ihren Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar stabil halten, trug der deutliche Kursgewinn des Dollars gegenüber dem japanischen Yen seit Mitte 1995 zu einer beträchtlichen realen Aufwertung bei, die die Wettbewerbsfähigkeit der Exporte beeinträchtigte. Tabelle III.3 zeigt, daß die Währungen mehrerer Volkswirtschaften, insbesondere von Hongkong, den Philippinen, Taiwan und Thailand, in den neunziger Jahren geringere langfristige Schwankungen gegenüber dem Dollar und auch eine geringere kurzfristige Volatilität aufwiesen als die Währungen vieler Industrieländer.

Viele der Bestimmungsfaktoren für die Exportabschwächung im letzten Jahr werden wahrscheinlich an Einfluß verlieren. Der Spielraum für eine weitere Festigung des US-Dollars ist nicht grenzenlos; der Abschwung auf dem Elektronikmarkt

... gegenüber  
Abschwächung im  
letzten Jahr

Ursachen u.a.  
Rückgang des  
innerasiatischen  
Handels ...

... Abschwung auf  
dem Elektronik-  
markt ...

... und US-Dollar-  
Aufwertung gegen-  
über dem Yen

Einige  
Einschränkungen

Stabilität der US-Dollar-Wechselkurse <sup>1</sup> Januar 1990–Februar 1997													
	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	AU	CA	DE	GB	JP
Monatliche trendmäßige Veränderung <sup>2</sup>	-0,01	0,32	0,16	-0,11	0,04	-0,35	-0,02	0,03	0,02	0,27	-0,12	0,20	-0,50
Variationskoeffizient <sup>3</sup>	0,2	0,7	3,2	2,5	5,4	2,3	1,0	2,9	5,4	3,2	5,7	6,5	8,7

AU = Australien; CA = Kanada; DE = Deutschland; GB = Vereinigtes Königreich; HK = Hongkong; ID = Indonesien; JP = Japan; KR = Korea; MY = Malaysia; PH = Philippinen; SG = Singapur; TH = Thailand; TW = Taiwan.

<sup>1</sup> Berechnet anhand von Monatsdurchschnitten (Einheiten Landeswährung je US-Dollar). <sup>2</sup> Berechnet durch Regression der Wechselkurse auf eine Konstante und auf einen Zeittrend. Minuszeichen = Aufwertung. <sup>3</sup> Um den Trend. Tabelle III.3

schien Ende 1996 die Talsohle erreicht zu haben, und der Prozeß der Anpassung an die konjunkturelle Überhitzung ist in etlichen asiatischen Volkswirtschaften weit fortgeschritten. Trotzdem deuten die Entwicklungen des vergangenen Jahres darauf hin, daß die rasche Industrialisierung und die Exportdynamik in Asien – die in manchen Fällen von der Regierung gelenkt wurden – in einigen Wirtschaftsbereichen zu Überkapazitäten geführt haben könnten, die zeitweilig in starkem Gegensatz zu Engpässen in anderen Bereichen stehen. Auch könnten sie dazu beigetragen haben, daß Finanzinstitute, die in den von Überkapazitäten geprägten Wirtschaftsbereichen stark engagiert sind, entsprechend gefährdet sind (s. Kapitel VI).

#### China und Indien

In China mäßige Inflation und beträchtliches Wachstum ...

In China fiel die Inflationsrate Ende letzten Jahres auf 7%, während das Wirtschaftswachstum konstant bei rund 10% blieb. Vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationsraten wurden die administrierten Zinssätze im Mai und dann nochmals im August gesenkt. Die Geldpolitik blieb jedoch vorsichtig und hielt die Realzinssätze positiv. Wichtige Fortschritte wurden im vergangenen Jahr auch bei der Modernisierung der Rahmenbedingungen für die Geldpolitik erzielt. Dazu gehören die Einrichtung eines Interbankmarktes, der keinen Zinsobergrenzen mehr unterworfen ist, die Förderung stärker wettbewerbsorientierter Verkäufe von Staatspapieren sowie die probeweise Einführung von Offenmarktgeschäften. Anfang 1997 wurde der Anwendungsbereich für Rediskontgeschäfte ausgeweitet.

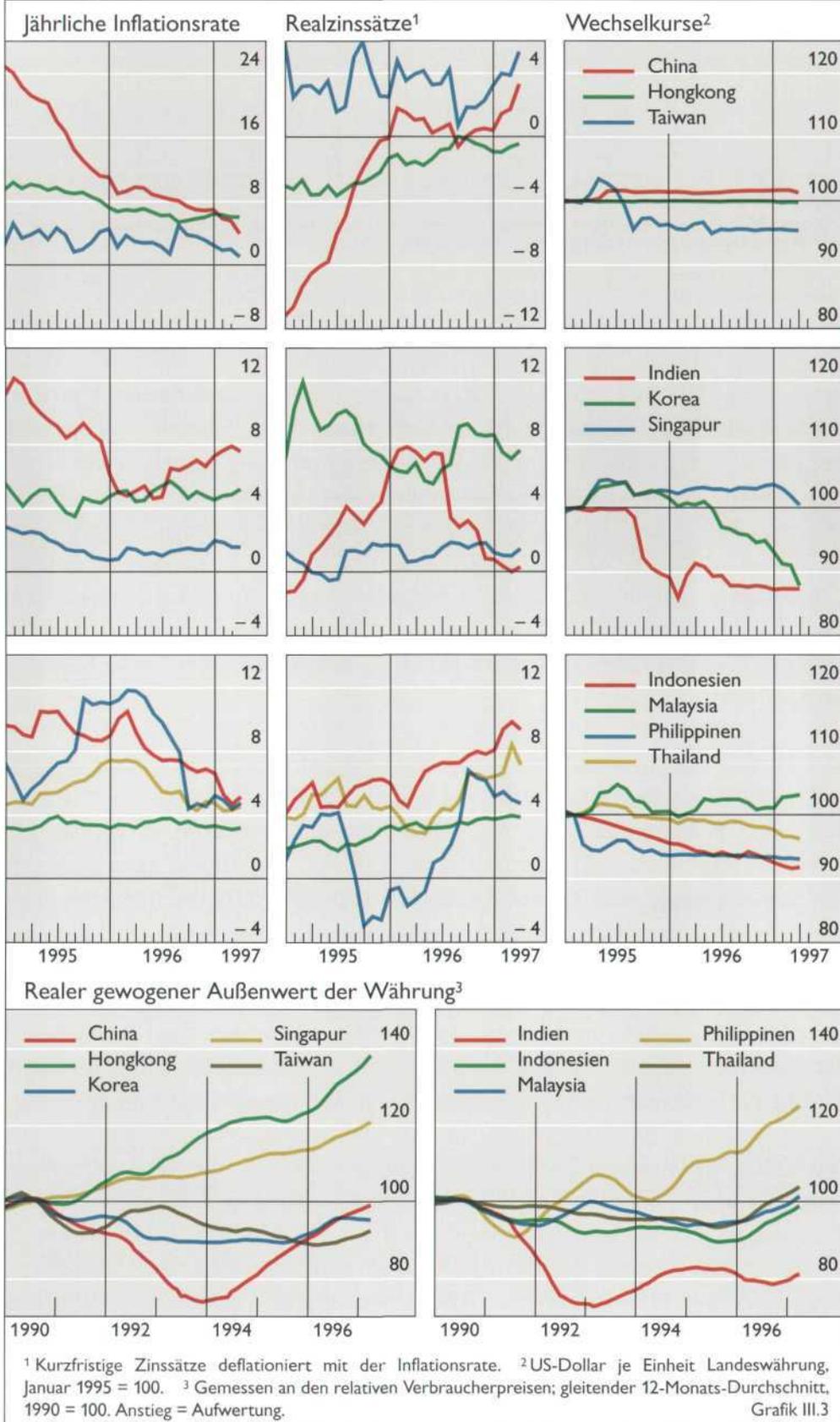
... aber Wettbewerbsposition schwächer ...

Der Yuan notierte gegenüber dem US-Dollar praktisch unverändert, da die beträchtlichen Kapitalzuflüsse durch Interventionen in die Devisenreserven geleitet wurden. Bei einem nach wie vor großen Inflationsgefälle gegenüber den Handelspartnern wertete die Währung real um 8% auf (1995: 11½%). Die kontinuierliche Aushöhlung der seit der Abschaffung des gespaltenen Wechselkursystems Anfang 1994 verbesserten Wettbewerbsposition trug entscheidend zum Rückgang des Exportwachstums um nahezu die Hälfte auf nur noch 8½% sowie zum anhaltenden Importsog bei.

... und Reform der Staatsbetriebe dringend erforderlich

Weitere Erfolge bei der Nachfragesteuerung werden von einer Reform der chinesischen Staatsbetriebe abhängen. Ein Abbau des Defizits dieser Unternehmen (das 1995 fast 7% des BIP entsprach) ist eine Voraussetzung für die Konsolidierung des öffentlichen Sektors. Im letzten Jahr sind die Verluste der staatseigenen

# Inflation, Zinsen und Wechselkurse in Asien



Betriebe schätzungsweise um über 40% gestiegen, da die Exportleistung gering war und die Produktion hauptsächlich in eine Aufblähung der Lagerbestände mündete.

Darüber hinaus kann eine schwache Finanzlage der Staatsbetriebe die Geldpolitik erschweren. Denn die Verhängung von Kreditrestriktionen führt fast unweigerlich zu einem Anstieg der Verschuldung zwischen den Unternehmen, und höhere Zinsen wirken sich auf ihre Finanzlage ebenso aus wie auf die Qualität des Kreditportefeuilles der staatseigenen Gläubigerbanken. Dadurch kann sich eine Einschränkung des geldpolitischen Handlungsspielraums bei der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung ergeben.

In Indien weiterhin  
Strukturanpassung  
und ausgewogenes  
Wachstum ...

Dank der seit 1991 erzielten Fortschritte bei der Öffnung des Handels, der Liberalisierung der Finanzmärkte und einer Steuerreform konnte Indien seine jährliche Wachstumsrate in den vergangenen fünf Jahren auf durchschnittlich 6% erhöhen. Gleichzeitig wurde der Preisauftrieb reduziert, und große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte wurden vermieden. Die Verlangsamung des Kreditwachstums und die günstige Preisentwicklung ermöglichten im letzten Jahr einen expansiveren geldpolitischen Kurs und einen deutlichen Rückgang der Realzinssätze. Eine Lockerung der Beschränkungen für Kredite aus dem Ausland und die kontinuierliche Förderung von ausländischen Direktinvestitionen führten zu Kapitalzuflüssen, und so konnte ein geringes Leistungsbilanzdefizit finanziert werden, die Devisenreserven wurden aufgestockt, und der Kurs der Rupie zum US-Dollar konnte relativ stabil gehalten werden.

... von Reform des  
öffentlichen  
Sektors abhängig

Wenngleich sich das Wirtschaftswachstum in den vergangenen Jahren sehr gefestigt hat, kann der Abstand zu den anderen asiatischen Ländern nur dann wettgemacht werden, wenn die Ersparnis im Inland gesteigert wird, insbesondere durch Eindämmen des Entsparens im öffentlichen Sektor. Das Defizit der zentralen Haushalte verringerte sich im abgelaufenen Finanzjahr zwar leicht, blieb mit 5% des BIP jedoch recht hoch. Durch andere Bereiche des öffentlichen Sektors, einschließlich der Staatsbetriebe, wurde die Finanzierungslücke noch vergrößert. Obwohl die aktuellen Haushaltspläne eine Reduzierung des Defizits vorsehen, käme ein noch wichtigerer Beitrag von dem zusätzlichen Wachstum, das wahrscheinlich aus weiteren Bemühungen um eine Reform des Steuersystems, der öffentlichen Verwaltung und des Arbeitsrechts sowie um eine Rationalisierung der staatlichen Subventionspolitik, eine Förderung des Wettbewerbs und einen Ausbau und eine bessere Nutzung der Infrastruktur des Landes resultieren würde.

#### *Übrige asiatische Volkswirtschaften*

In Korea  
Wachstums-  
abschwächung ...

Angesichts einer Abschwächung des Wachstums auf 7% und einer weiteren Vergrößerung des Leistungsbilanzdefizits auf 4½% des BIP blieb die Republik Korea im letzten Jahr bei ihrer vorsichtigen Geld- und Fiskalpolitik. Der zentrale Staatshaushalt war nach wie vor ausgeglichen, da Ausgabensteigerungen durch Maßnahmen zur Ausweitung der Einnahmenbasis aufgefangen wurden. Die Inflation blieb im gesamten Verlauf des Jahres 1996 bei rund 5% stabil, aber die Geldpolitik wurde nur wenig gelockert. Die gedämpfte Konjunktur und die damit verbundenen Gefahren für den Bankensektor übten Druck nach unten auf die Währung aus: Gegenüber dem US-Dollar wertete der Won in der zweiten Hälfte des Jahres 1996 um 7% und im ersten Quartal 1997 um weitere 5% ab. Die Rückkehr zu anhaltend hohen Wachstumsraten wird von der wirksamen Umsetzung von Strukturreformen abhängen. Zu den wichtigsten Zielsetzungen zählen dabei die größere Wettbewerbsfähigkeit der Gütermärkte (nach Jahrzehnten massiver

... daher ebenfalls  
Strukturreformen  
erforderlich

staatlicher Interventionen) sowie eine Reform der Arbeitsmärkte. Außerdem müssen die Bemühungen um eine Deregulierung des inländischen Finanzsektors sowie um eine Lockerung der Beschränkungen des Kapitalverkehrs und des Handels mit Finanzdienstleistungen fortgesetzt werden.

Auch für Taiwan waren im letzten Jahr ein schwaches Exportwachstum und zögerliche private Investitionsausgaben charakteristisch. Während sich das Wirtschaftswachstum auf unter 6% verlangsamte, blieb die Inflation gedämpft, und der Leistungsbilanzüberschuß weitete sich aus. Im Verlauf des Jahres trug ein gelockterter geld- und finanzpolitischer Kurs jedoch zu einer fortschreitenden Belebung der Industrieproduktion und einer Erholung des Aktienmarktes bei. Ab Ende 1996 wurden die Finanzierungsbedingungen wieder leicht verschärft.

Taiwan

In Hongkong durchschritt die Konjunktorentwicklung in der ersten Hälfte des Jahres 1996 die Talsohle, als die Ausfuhren von Dienstleistungen, der private Verbrauch und die Bauinvestitionen anzogen. Da sich die Inlandsnachfrage erholte und die Liquidität durch anhaltende Kapitalzuflüsse gestärkt wurde, beschleunigte sich der Verbraucherpreisauftrieb bis Ende 1996 wieder auf knapp unter 7%, und die Immobilienpreise stiegen sprunghaft an (siehe Kapitel VI).

Hongkong

Da sich in Singapur das Wirtschaftswachstum deutlich abschwächte, blieb der Preisdruck moderat, und die Importnachfrage ging zurück, so daß ein hoher Leistungsbilanzüberschuß erhalten blieb. Die kontinuierliche Aufwertung der Währung, die das Geschehen in der ersten Hälfte der neunziger Jahre beständig geprägt hatte, wurde Mitte 1995 unterbrochen, als sich der Wechselkurs zwischen Singapur- und US-Dollar in der Nähe der 1,40-Marke stabilisierte.

Singapur

Sowohl Indonesien als auch Malaysia verfolgen seit anderthalb Jahren einen strafferen wirtschaftspolitischen Kurs, um mit der einsetzenden konjunkturellen Überhitzung fertigzuwerden. Bei einer Beschleunigung des Wachstums in Indonesien auf über 8% im Jahr 1995 stieg die Inflationsrate auf fast 10%, und das Leistungsbilanzdefizit weitete sich auf 3½% des BIP aus. In Malaysia hatte ein noch höheres Wachstum einen stark angespannten Arbeitsmarkt und mit 8½% des BIP eines der größten Leistungsbilanzdefizite der Region zur Folge. Die restriktive Geldpolitik ab Ende 1995 zog in beiden Ländern einen Anstieg der Realzinssätze nach sich. Indonesien reagierte auf die daraus resultierende Zunahme der Kapitalzuflüsse mit einer allmählichen Ausweitung seines Wechselkursbandes im Laufe des Jahres 1996. Dies brachte stärkere Schwankungen des Rupiah/US-Dollar-Kurses um einen gleichmäßigeren Trend und eine beträchtliche reale Aufwertung der Währung (7% im Jahresverlauf) mit sich. Beide Länder ergriffen in begrenztem Umfang Maßnahmen, um einen leichten Haushaltsüberschuß des Zentralstaats zu sichern. Im Endeffekt verlangsamte sich das Wachstum etwas, wenngleich hohe außenwirtschaftliche Ungleichgewichte bestehen blieben.

In Indonesien und Malaysia wirtschaftspolitische Anpassung

Die Anpassung an die konjunkturelle Überhitzung während der ersten Hälfte der neunziger Jahre wurde in Thailand durch ein schleppendes Exportwachstum und einen instabilen Finanzsektor erschwert. 1996 gelang es, durch eine geldpolitische Straffung die Inlandsnachfrage und die Einfuhr in ihrem Wachstum zu bremsen; das Leistungsbilanzdefizit verringerte sich jedoch angesichts eines stagnierenden Exportwachstums nicht. Ein Preisverfall auf dem Immobilienmarkt, starke Kursverluste auf dem Aktienmarkt und die konjunkturelle Abschwächung führten auch zu Schwierigkeiten im Finanzsektor (dieser Aspekt

In Thailand Wachstumsschwäche ...

... und Schwierigkeiten im Finanzsektor

wird in Kapitel VI näher ausgeführt). Dadurch ergaben sich Probleme bei der Zinsgestaltung, da die hohen Zinssätze die Gefahren für den Finanzsektor verstärkten, gleichzeitig aber nötig waren, um bei den ausländischen Investoren die Bereitschaft zur Finanzierung des beträchtlichen Leistungsbilanzdefizits zu erhalten. So kam der Baht in der zweiten Hälfte des Jahres 1996 und Anfang 1997 mehrfach unter Druck. Um das Vertrauen der Investoren zu bewahren und eine Volkswirtschaft mit hoher Auslandsverschuldung zu schützen, hielten die Behörden an der engen Bindung des vom US-Dollar dominierten Währungskorbs fest, was durch ein positives Zinsgefälle sowie Devisenmarktinterventionen unterstützt wurde.

Philippinen

Eine der wenigen asiatischen Volkswirtschaften, die im letzten Jahr ein stärkeres Wachstum verzeichnen konnten, waren die Philippinen. Die Liberalisierung der Wirtschaft, die Deregulierung der Finanzmärkte und Steuerreformen in den vergangenen Jahren trugen zu einer Steigerung der Wachstumsrate auf fast 6% im Jahr 1996 bei. Die Exporte stiegen zwar erneut beträchtlich, die Importe jedoch noch mehr, so daß sich das Leistungsbilanzdefizit auf 4% des BIP ausweitete. Einer massiven Zunahme des Kreditvolumens, die großteils durch umfangreiche Kapitalzuflüsse alimentiert wurde, wirkte ein Anstieg der kurzfristigen realen Zinsen entgegen. Im Rahmen einer Politik, die auf möglichst geringe Schwankungen des Peso/Dollar-Kurses abzielt, sind den Möglichkeiten der Geldpolitik, auf sich allein gestellt dämpfend zu wirken, allerdings Grenzen gesetzt.

## Naher Osten und Afrika

Saudi-Arabien

Israel

Dank strikter Sparmaßnahmen in den vergangenen zwei Jahren sowie eines Anstiegs der Ölpreise setzte in Saudi-Arabien bei einer moderaten Inflationsrate und einer ausgeglichenen Leistungsbilanz wieder ein Wirtschaftswachstum ein. Die Wirtschaftsergebnisse Israels verschlechterten sich hingegen im letzten Jahr, da eine Ausweitung des (inländischen) Haushaltsdefizits auf 5% des BIP Anfang 1996 ein übermäßiges Nachfragewachstum und eine Beschleunigung des Preisauftriebs nach sich zog. Die Geldpolitik mußte daraufhin auf einen deutlich restriktiveren Kurs einschwenken, und die Zinssätze stiegen bis Mitte des Jahres auf ein Niveau, das auf den Wertpapier- und Aktienmärkten erhebliche Turbulenzen auslöste. Darüber hinaus erschwerten die infolge der hohen Zinssätze beträchtlichen Kapitalzuflüsse die Steuerung des Wechselkurses innerhalb seiner gleitenden Bandbreite. Eine fester als angestrebt notierende Währung verstärkte nicht nur den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, der bereits durch ein rasches Ansteigen der Löhne herbeigeführt worden war, sondern machte Anfang 1997 auch massive Devisenmarktinterventionen erforderlich.

In Afrika  
Wachstumsschub

In Afrika beschleunigte sich das Wachstum im letzten Jahr auf 5%, da sich die Bemühungen um Strukturanpassungen zunehmend auszahlten und eine größere Zahl von Ländern erfaßten. Die CFA-Länder, in denen die Abwertung von 1994 entscheidenden Anteil am Erfolg der Wirtschaftsreformen hatte, verzeichneten erneut ein starkes Wachstum. Auch aus Ländern wie Kenia, Malawi, Simbabwe und Uganda, die Maßnahmen zur Öffnung ihrer Volkswirtschaft, zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und zur Modernisierung der Finanzmärkte ergriffen hatten, wurden vielversprechende Wachstumsraten gemeldet.

Turbulenzen an den Devisenmärkten trugen in Südafrika im letzten Jahr zu einem relativ schwachen Wachstum und einer Beschleunigung der Inflation bei. Ein plötzlicher Rückgang der Kapitalzuflüsse Anfang 1996, eine Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits und sehr niedrige Währungsreserven führten dazu, daß der Rand deutlich abwertete und die Geldpolitik spürbar gestrafft wurde. Auch bei der Förderung einer größeren Haushaltsdisziplin wurden Fortschritte erzielt. Ende 1996 gelang es auf diese Weise, die Verschlechterung der Leistungsbilanz zu stoppen und das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen.

Südafrika

## Preisstabilität und Wettbewerbsfähigkeit in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Bei ihren Bemühungen um ein dauerhaft hohes Wachstum sind die aufstrebenden Volkswirtschaften einer Reihe von Sachzwängen unterworfen. Einerseits muß ein binnenwirtschaftliches Gleichgewicht aufrechterhalten werden, damit die Ausweitung der Inlandsnachfrage nicht das Angebot übertrifft, was zu einer Verstärkung des Preisauftriebs, einer instabilen makroökonomischen Lage und zunehmender Unsicherheit führen könnte und so Investitionen und Wachstum in der Zukunft hemmen würde. Andererseits muß ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht aufrechterhalten werden, um destabilisierende Zahlungsbilanzprobleme zu vermeiden und sicherzustellen, daß die Exporte auch weiterhin ihren Beitrag zur Förderung des Wachstums- und Entwicklungsprozesses leisten.

Streben nach binnen- wie außenwirtschaftlichem Gleichgewicht ...

Wie bereits in den vorstehenden Abschnitten ausgeführt, kann die Geldpolitik bei der Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage eine Schlüsselrolle spielen. Die Fortschritte vieler aufstrebender Volkswirtschaften bei der Liberalisierung der inländischen Finanzmärkte und der Deregulierung des Kapitalverkehrs haben den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik jedoch erheblich beeinflußt. Die Aussichten für eine Steigerung der Effizienz und des Wachstums haben sich verbessert, es dürfte aber schwieriger geworden sein, mit Hilfe der Geldpolitik gleichzeitig auf das Ziel des binnen- und außenwirtschaftlichen Gleichgewichts hinzuarbeiten. Besonders bei einer hohen Kapitalmobilität bewirkt ein restriktiver geldpolitischer Kurs mit dem Ziel der Inflationsbekämpfung Kapitalzuflüsse, die die Währung vorübergehend stärken. Das drückt die Inflationsrate zusätzlich, kann aber trotz der mäßigenden Wirkung einer schwächeren Inlandsnachfrage auf die Importe auch einen unerwünschten Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und eine Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts mit sich bringen.

... und veränderte Wirksamkeit der Geldpolitik bei liberalisierten Finanzmärkten ...

Diese Überlegungen deuten auf potentiell bedeutsame Zielkonflikte – zumindest auf kurz- und mittelfristige Sicht – zwischen einer Eindämmung der Inflation einerseits und einer starken außenwirtschaftlichen Position andererseits hin. Mit Hilfe eines straffen geldpolitischen Kurses kann die Inflationsrate gesenkt werden, aber um den Preis einer fester notierenden Währung und einer Ausweitung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts. Umgekehrt kann ein stark wettbewerbsfähiger Wechselkurs die Inflationsrate in die Höhe treiben.

... können zu Zielkonflikten führen

Erfahrungsgemäß kann eine einmalige *nominale* Abwertung der Währung zu einem *vorübergehenden* Anstieg der Inflationsrate führen. Ebenso kann aber das Beibehalten eines niedrigen *realen* Außenwerts über längere Zeit hinweg einen

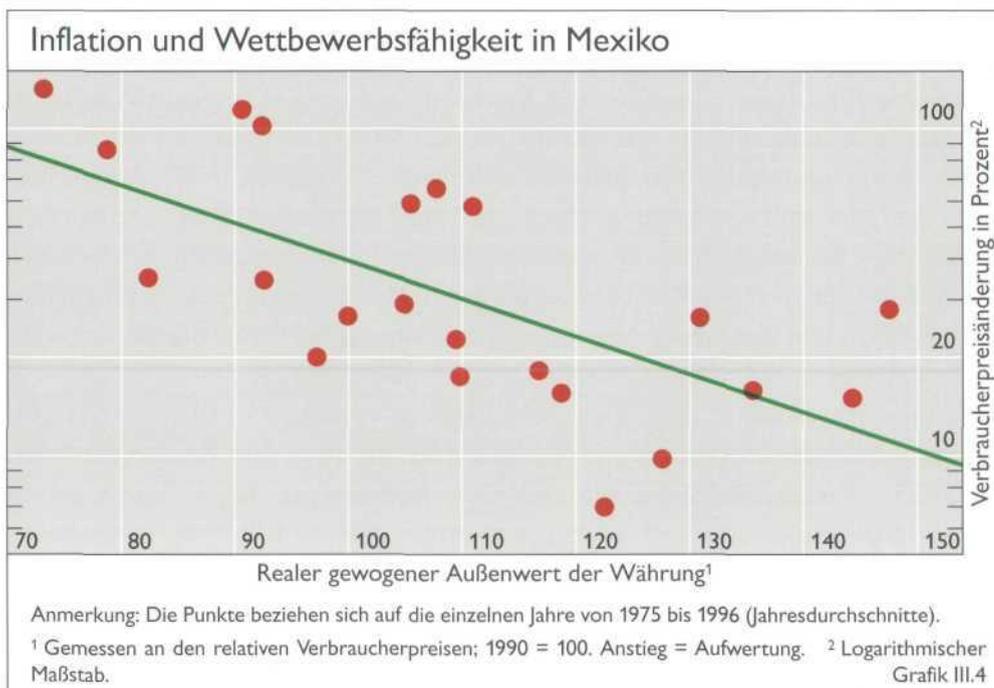
Beziehung  
zwischen Inflation  
und Wettbewerbs-  
fähigkeit auf  
mittlere Sicht ...

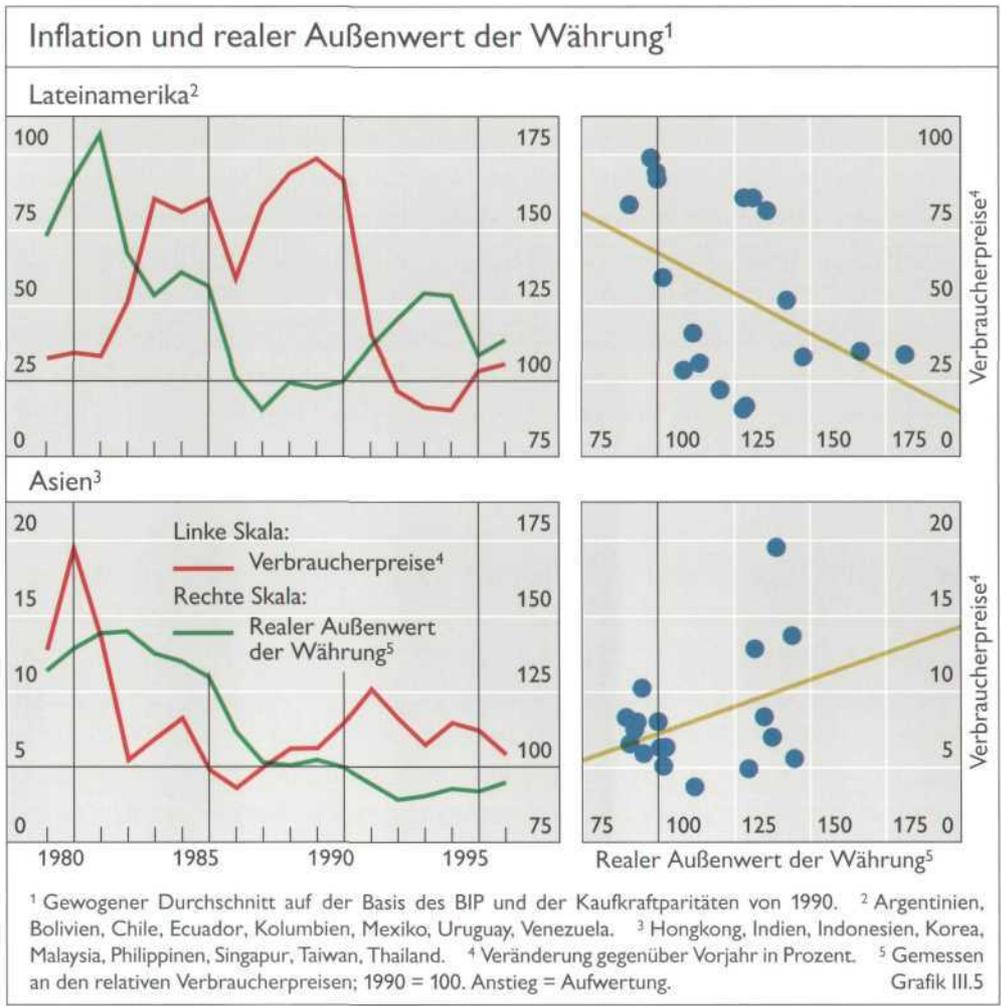
*dauerhaften* Anstieg der Inflationsrate nach sich ziehen. Bei der nominalen Abwertung einer Währung erhöhen sich die Preise im Inland, weil die Einfuhrpreise in Landeswährung gerechnet steigen und sich die Nachfrage von Importen zu Inlandsprodukten verlagert. Wenn die Währung nominal nicht noch weiter abgewertet wird, bewirkt diese Erhöhung der Inlandspreise eine Umkehr der anfänglichen realen Abwertung und eine Rückkehr des realen Auenwerts auf sein ursprüngliches Niveau. Um den realen Außenwert auf einem niedrigen Niveau zu halten, sind daher möglicherweise kontinuierliche nominale Abwertungen erforderlich. Diese dauerhaft höhere Rate nominalen Wertverlusts der Währung wird wahrscheinlich wiederum mit einem anhaltend stärkeren Preisauftrieb im Inland einhergehen. Grafik III.4 zeigt exemplarisch die deutliche negative Korrelation zwischen der Inflationsrate und dem Niveau des realen Auenwerts der Währung in Mexiko während der vergangenen zwei Jahrzehnte.

... und auf  
lange Sicht

Langfristig ist der wirtschaftspolitische Trade-off zwischen Eindämmung der Inflation und Wettbewerbsfähigkeit natürlich weniger eindeutig definiert. Veränderungen der Inflationsrate und der Kapitalverkehrsstrome werden eine Rückkehr des realen Auenwerts der Währung zu seinem Gleichgewichtsniveau bewirken, während der Einfluß der früheren Inflationsraten auf die künftigen Erwartungen dafür sorgt, daß die Wechselbeziehung zwischen Inflation und realem Außenwert schwächer wird. Kurz- und mittelfristig können Veränderungen der Inflationsrate und der Wettbewerbsfähigkeit jedoch nachhaltige Auswirkungen auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht und die wirtschaftliche Lage insgesamt haben, wie die jüngsten Erfahrungen mit der Finanzkrise in Mexiko gezeigt haben, der ein Inflationsrückgang, eine reale Aufwertung und eine Leistungsbilanzverschlechterung vorausgegangen waren.

überdies scheint die Beziehung zwischen Veränderungen der Inflationsrate und Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit in einigen Volkswirtschaften stärker





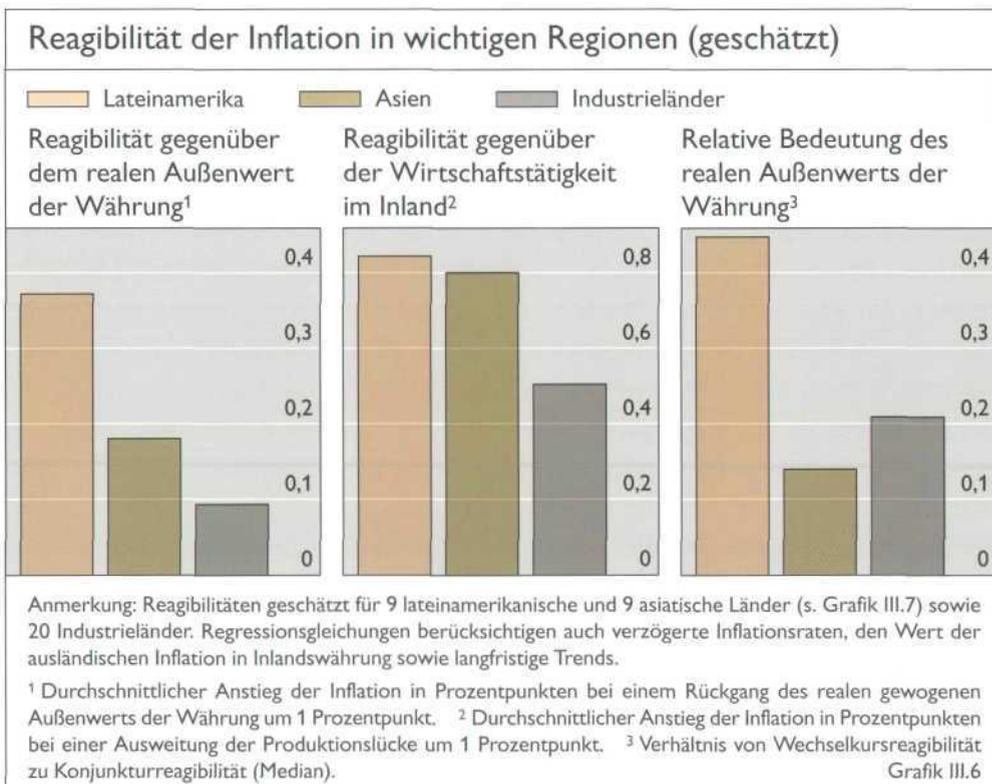
deutlich zurück. In einigen Ländern, wie z.B. Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand, war eine Abwertung erforderlich, um die massiven Leistungsbilanzdefizite zu verringern. Ein weiterer Rückgang des realen Außenwerts nach 1985 war zum Teil auf die Abwertung des US-Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen zurückzuführen, da viele asiatische Länder ihre Währung an den Dollar gebunden hatten.

... in Asien  
hingegen weniger

Anders als in Lateinamerika reagierten die Inflationsraten in Asien jedoch relativ gedämpft auf die Abwertung. Wie Grafik III.5 zeigt, erhöhten sie sich in Asien von 1986 bis 1991 zwar leicht, blieben jedoch deutlich unter den Durchschnittswerten Anfang der achtziger Jahre. Außerdem bildete sich die reale Abwertung während der achtziger Jahre – und auch darin unterscheidet sich Asien von Lateinamerika – in den neunziger Jahren nicht plötzlich stark zurück, wengleich nach 1992 eine leichte reale Aufwertung verzeichnet wurde. Um die Dynamik ihrer Exportsektoren zu schützen, stellten sich viele asiatische Länder ungeachtet eines starken Aufwärtsdrucks durch massive Kapitalzuflüsse einer spürbaren Aufwertung ihrer Währung entgegen. Diese Strategie wurde wahrscheinlich gerade durch das *Fehlen* einer sichtbaren Reagibilität der Inflation gegenüber dem Wechselkurs ermöglicht.

Geschätzte  
Wechselkurs-  
reagibilität der  
Inflation ...

Die Angaben in Grafik III.5 bieten lediglich einen groben Anhaltspunkt dafür, daß sich die zugrundeliegende Beziehung zwischen Wettbewerbsfähigkeit und Inflation in den beiden Regionen unterschiedlich entwickelt hat. Genauer wird die Reagibilität der Inflation gegenüber Veränderungen des realen Außenwerts der Währung im linken Bild von Grafik III.6 dargestellt, und zwar auf der Basis der geschätzten Beziehung zwischen der Preissteigerungsrate und dem Niveau des realen Außenwerts in 38 Ländern. Die Ergebnisse bestätigen, daß im Durchschnitt



die Inflationsrate in Lateinamerika kurzfristig tatsächlich stärker auf die Höhe des realen Außenwerts der Währung reagiert hat als in Asien, während die Inflationsrate in Asien wiederum reagibler war als in den Industrieländern.

Auch die Reagibilität der Inflation gegenüber Veränderungen der Wirtschaftstätigkeit im Inland, die auf dem mittleren Bild von Grafik III.6 zu sehen ist, war Schätzungen zufolge in Lateinamerika höher als in Asien und den Industrieländern. Zusammen mit den bereits beschriebenen Ergebnissen deutet dies darauf hin, daß die Inflation in Lateinamerika im allgemeinen stärker auf Schocks reagiert als in den anderen Regionen, unabhängig davon, ob diese Schocks mit binnen- oder außenwirtschaftlichen Faktoren zusammenhängen. (Wahrscheinlich waren auch die Schocks selbst – ob sie die Finanzpolitik, die Geldpolitik oder die Terms of Trade betrafen – in Lateinamerika stärker ausgeprägt als in den anderen Regionen.) Verglichen mit Asien und den Industrieländern wurde die Inflationsrate in Lateinamerika jedoch unverhältnismäßig stark durch Veränderungen der am Wechselkurs gemessenen Wettbewerbsfähigkeit beeinflusst. Für das rechte Bild der Grafik wurde die geschätzte Wechselkursreagibilität der Inflation durch ihre geschätzte Konjunkturreakibilität dividiert. Dieses Verhältnis, das den Einfluß des realen Außenwerts der Währung auf die Inflation im Vergleich zu dem der inländischen Wirtschaftstätigkeit mißt, war in Lateinamerika ebenfalls höher als in den anderen Regionen. Das überrascht, da zu erwarten wäre, daß die Preise in den asiatischen Ländern, die einen höheren Offenheitsgrad aufweisen, am stärksten auf den Wechselkurs reagieren würden.

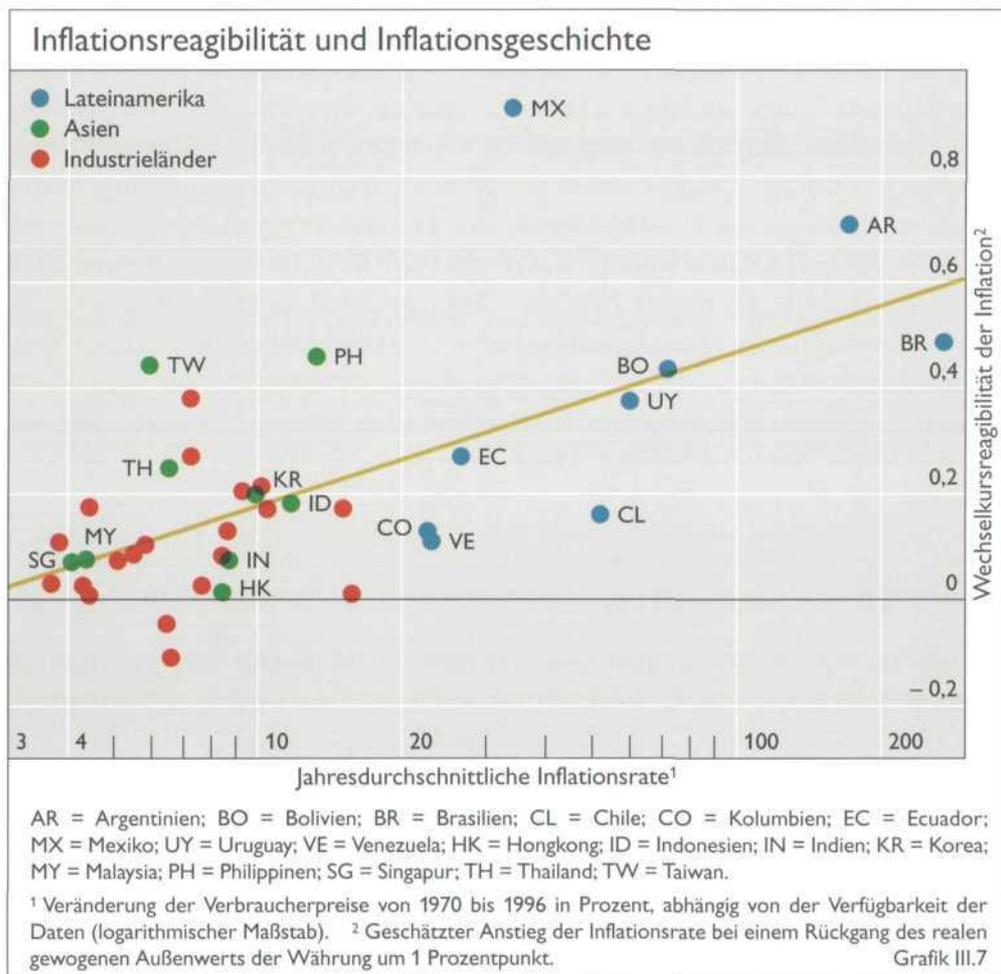
Die genauen Gründe, warum die Preisentwicklung in einer Region empfindlicher auf Veränderungen des realen Außenwerts der Währung reagiert als in einer anderen, bleiben unklar. Die Erklärung ist vielleicht zum großen Teil darin zu finden, daß ein anhaltend hohes Inflationsniveau in dem Maße, in dem es sich in den Mechanismen der Lohn- und Preisbildung festsetzt, die Reagibilität der Inflationsrate gegenüber nachfolgenden inflationären Schocks verstärken kann. Wenn die Inflationsrate hoch ist und stark schwankt, wird die Laufzeit von Lohnabschlüssen tendenziell kürzer, die Preise werden häufiger geändert, und die Inflationserwartungen gewinnen als Bestimmungsgröße bei der aktuellen Lohn- und Preisbildung an Bedeutung. Unter diesen Umständen rufen Faktoren, die tendenziell einen Preisanstieg signalisieren, wahrscheinlich schneller eine Reaktion der Inflationsrate hervor, als es in einem von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld der Fall wäre. Der Wechselkurs spielt hierbei eine besonders wichtige Rolle, da er der sichtbarste und ein häufig aktualisierter Maßstab für die künftigen Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus ist. Grafik III.7 läßt darauf schließen, daß die geschätzte Wechselkursreagibilität der Inflation um so größer ist, je höher die durchschnittliche Inflationsrate in einem Land ist. Aus unbekanntem Gründen war die Inflation Ende der siebziger Jahre in Lateinamerika bereits ausgeprägter und tiefer verwurzelt als in Asien. Vielleicht sind die sehr viel höheren Inflationsraten in Lateinamerika zu jener Zeit somit ein wichtiger Grund für die unterschiedliche Entwicklung des Verhältnisses zwischen Inflation und Wettbewerbsfähigkeit, der sich die beiden Regionen in den achtziger und neunziger Jahren gegenübersehen.

Der Einfluß der Inflationsgeschichte auf die künftige Preisentwicklung weist auch auf ein Element der Instabilität im Inflationsprozeß hin: Da Schocks, die die

... in Lateinamerika  
höher

Bedeutung der  
Inflations-  
geschichte ...

... für Reagibilität  
gegenüber  
Schocks ...



Inflationsrate nach oben treiben, die Reagibilität der Inflation gegenüber künftigen Schocks verstärken, besteht die Gefahr, daß eine Serie von negativen Schocks eine rasante Inflationsspirale in Gang setzen könnte. Genau diese Gefahr macht es so wichtig, die Inflationsrate zu senken und über längere Zeit hinweg auf niedrigem Niveau zu halten.

... und für  
Desinflationsprozeß

Je enger die Beziehung zwischen Inflation und Wettbewerbsfähigkeit ist, um so schwieriger ist es leider, die Inflationsrate deutlich zu senken, ohne daß die Gefahr einer schwerwiegenden Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts entsteht. In Mexiko ging die Rückführung der Inflation im Zeitraum 1988–94 mit einer starken realen Aufwertung der Währung, einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits und schließlich einer Finanzkrise einher. In Argentinien war der Inflationsrückgang Anfang der neunziger Jahre ebenfalls mit einer realen Aufwertung und einem größer werdenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht verbunden, und nach der Mexiko-Krise gelang es nur durch eine streng kontraktive Finanzpolitik, diese Ungleichgewichte zu reduzieren, das Vertrauen wiederherzustellen und das auf dem Wechselkurs basierende Stabilisierungsprogramm weiterzuführen.

Entschärfung  
kurzfristiger  
Zielkonflikte durch  
Strukturreformen

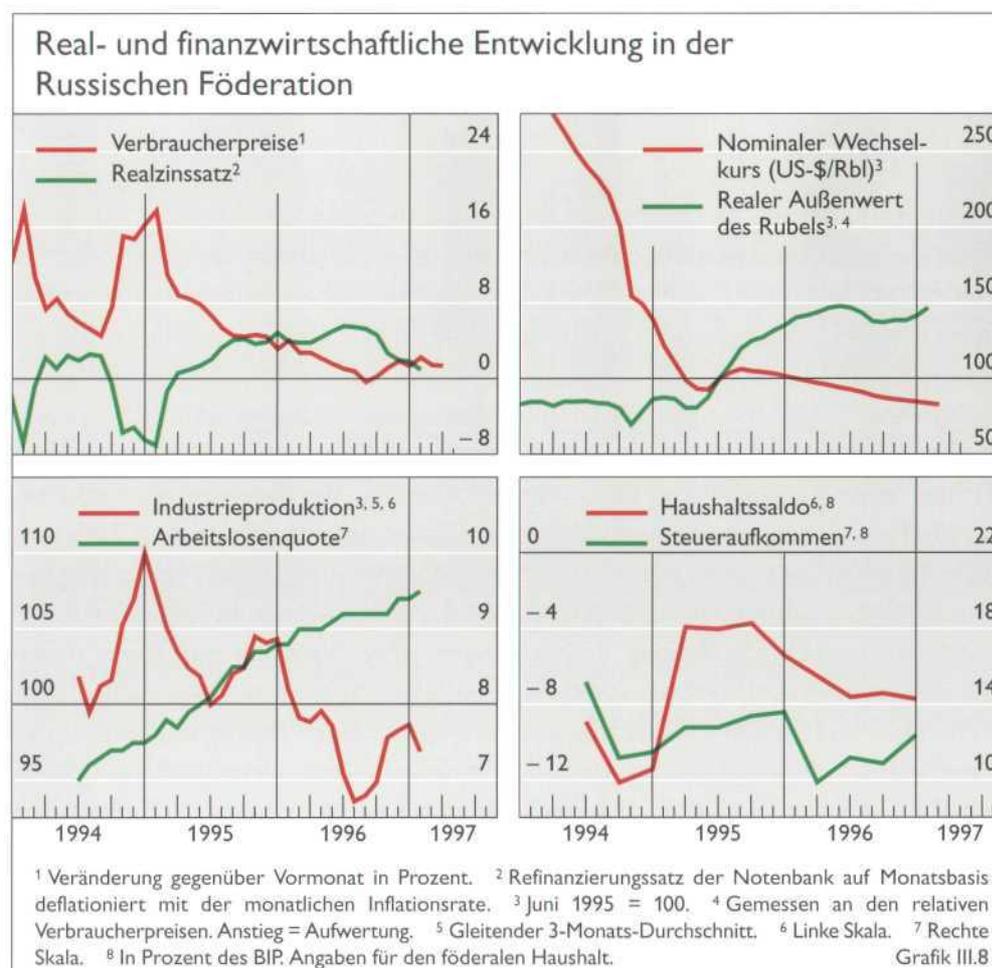
Diese Überlegungen unterstreichen die entscheidende Bedeutung von Strukturreformen für die Entschärfung des kurzfristigen Zielkonflikts zwischen dem Erreichen von Preisstabilität und der Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit.

Maßnahmen zur Steigerung des Wettbewerbs, Liberalisierung des Handels, Flexibilisierung der Arbeitsmärkte und Stärkung der Haushaltsdisziplin können beispielsweise helfen, die Inflation bei einem gegebenen Niveau des realen Außenwerts zu senken. Ähnlich kann mit Hilfe von Reformen, die die Effizienz erhöhen und die private Spartätigkeit beleben – einschließlich der Privatisierung sowie der Liberalisierung des Finanzsektors –, die Exportleistung verbessert und die Importnachfrage reduziert werden. Auf diese Weise kann der reale Außenwert der Währung steigen, ohne daß sich die Leistungsbilanz verschlechtert und die Auslandsverschuldung wächst. Einige Länder schließlich haben beschlossen, ihre Kapitalverkehrsbeschränkungen nur schrittweise abzuschaffen, um sich eine gewisse wirtschaftspolitische Flexibilität zu erhalten, wenngleich unklar ist, wie effektiv diese Beschränkungen ohne grundlegende Strukturreformen sein können.

### Jüngste Entwicklungen in den Volkswirtschaften im Übergang

Anders als Anfang 1996 weithin erwartet worden war, setzte das Wachstum in *Rußland* nicht wieder ein, und das offiziell erfaßte BIP verringerte sich im letzten Jahr mit einem Rückgang um 6% sogar nochmals. Trotzdem konnte das Land eine Reihe von Erfolgen konsolidieren; insbesondere wurde die Inflationsrate

In Rußland trotz sinkender Inflation schwache Wirtschaftstätigkeit infolge ...



Anfang 1997 weiter auf unter 20% gesenkt. Ein wichtiger Grund für die größere Preisstabilität war der 1995 eingeführte Wechselkurskorridor für den Rubel, der die Inflationserwartungen auf einem niedrigeren Niveau verankerte.

... mangelhafter Unternehmensführung ...

Die ausbleibende wirtschaftliche Dynamik ist möglicherweise darauf zurückzuführen, daß bei der Durchführung von Strukturreformen weiterhin nur begrenzte Fortschritte erzielt wurden. Zwar wurde die Privatisierung weiter vorangetrieben – 75% der großen Staatsbetriebe und 50% der kleineren Betriebe sind in privater Hand –, doch gelang es oft nicht, mit der entstehenden Unternehmensstruktur auch angemessene Anreize (insbesondere eine glaubwürdige strenge Verpflichtung zur Finanzdisziplin) für ein effizientes Management und stärkere Dynamik im Unternehmenssektor zu schaffen. Die Betriebe akkumulierten weitere Lohn- und Steuerrückstände, und die zwangsläufig wachsende Verschuldung der Unternehmen untereinander spielte nach wie vor eine wichtige Rolle. Das heimliche Abzweigen von betriebseigenen Vermögenswerten bleibt weit verbreitet.

... Instabilität des Finanzsektors ...

Vor dem Hintergrund eines unangemessenen aufsichtsrechtlichen Rahmens und ungenügender Anreize für eine effiziente Kontrolle hielten die Banken weiterhin beträchtliche Bestände an notleidenden Krediten. Um die Welle von Bankzusammenbrüchen einzudämmen, setzte die Zentralbank ihre Praxis fort, noch als zahlungsfähig erachteten Banken billige Lombardkredite zur Verfügung zu stellen und die finanzielle Position der Banken durch den Verkauf von hochrentierenden Schatzwechseln zu stärken. Die Lizenzen zahlungsunfähiger Banken wurden nach und nach eingezogen.

... und maroder öffentlicher Finanzen

Das Haushaltsdefizit weitete sich im letzten Jahr trotz einer anhaltenden Ausgabensperre auf 7½% des BIP aus; tatsächlich wurden nur 75% der für 1996 veranschlagten Ausgaben vorgenommen. Viele elementare staatliche Leistungen wurden entweder nicht erbracht oder nicht bezahlt. Die eigentliche Ursache des Problems bestand darin, daß es Schwierigkeiten gab, genügend Steuern zur Finanzierung der Ausgaben einzutreiben. Die nicht konsequent durchgeführte Eintreibung erhöhte den Anreiz, Steuern zu hinterziehen, und nur 17% der Wirtschaftsakteure kamen ihren Steuerverpflichtungen in vollem Umfang und pünktlich nach. Das schwache Steueraufkommen war zum Teil auch auf eine Verlagerung der Tätigkeiten und Ressourcen vom besteuerten offiziellen Markt hin zur nicht besteuerten Schattenwirtschaft zurückzuführen. Bedenken hinsichtlich der Steuerverwaltung waren mitverantwortlich dafür, daß sich die Auszahlung der einzelnen Tranchen eines im März 1996 gewährten IWF-Kredits in Höhe von \$ 10 Mrd. 1996 und Anfang 1997 mehrfach verzögerte.

Entwicklungen in Osteuropa

In den meisten großen Volkswirtschaften *Osteuropas* blieb das Wachstum nahe dem Niveau von 1995. Gestützt durch steigende Reallöhne und eine lebhafte Investitionstätigkeit erhöhte sich die Inlandsnachfrage in der Tschechischen Republik um 8%, in Polen um 10% und in der Slowakischen Republik sogar noch stärker. In Ungarn war die Inlandsnachfrage hingegen gedämpft, was zum Teil durch eine Verminderung der Reallöhne bedingt war. Auch in Rumänien fiel das Wachstum geringer aus, und in Bulgarien sackte das BIP um 11% nach unten.

Im Gegensatz zur lebhaften Entwicklung der Inlandsnachfrage sahen sich die meisten Länder schwachen Exportmärkten gegenüber, vor allem in der Europäischen Union. In der Tschechischen und der Slowakischen Republik sowie in

Polen wurde der im Vergleich hohe Nachfragedruck durch eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition verstärkt. Die Folge war eine deutliche Verlangsamung des Exportwachstums bei einer nach wie vor kräftigen Importdynamik, was zu einer beträchtlichen Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite führte. Ungarns Leistungsbilanzdefizit schrumpfte hingegen auf etwa 4% des BIP, da das Importwachstum durch eine schwache Inlandsnachfrage begrenzt wurde.

Osteuropa steht vor allem vor zwei Herausforderungen. Zum einen ist der Finanzsektor in vielen Ländern trotz einer Verbesserung der Rentabilität und einer stärkeren Eigenkapitalbasis nach wie vor sehr störungsanfällig, was auf die weitverbreitete Kontrolle der Banken durch den Staat, einen hohen Bestand an zweifelhaften Forderungen und eine mangelhafte Geschäftsführung, insbesondere bei den kleineren Banken, zurückzuführen ist. Zum anderen könnten sich die makroökonomischen Zielkonflikte (wie im vorhergehenden Abschnitt erläutert) im Zuge des weiteren Übergangs zur freien Marktwirtschaft zuspitzen. In Ungarn und Polen sank die Inflation auf unter 20%; ein weiterer Rückgang dürfte nur möglich sein, wenn sich entweder der Wertverlust der Währung verlangsamt – um den Preis einer mittelfristig verminderten Wettbewerbsfähigkeit der Exporte – oder sich das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der Produktion abschwächt. In der Tschechischen sowie der Slowakischen Republik ist die Inflationsrate relativ niedrig, doch geben mittlerweile die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte Anlaß zur Besorgnis. Damit werden möglicherweise entweder weitere budgetäre Sparmaßnahmen zur Dämpfung der Nachfrage (wie im April 1997 in der Tschechischen Republik) erforderlich, eine erhebliche Mäßigung bei den Löhnen oder eine Währungsabwertung, die aber die Gefahr einer auf kurze Sicht etwas höheren Inflationsrate mit sich bringen würde.

Wirtschafts-  
politische Heraus-  
forderungen für  
diese Region

#### *Currency-Board-Regelungen*

Angesichts eines massiven Abzugs von Bankeinlagen, eines Verfalls der Währung, einer dramatisch steigenden Inflationsrate und eines rapide nachlassenden Wachstums entschied sich Bulgarien Mitte 1997 für die Einführung eines Currency-Board-Systems. Es folgte damit Estland und Litauen, die beide in den vergangenen Jahren ein Currency Board eingerichtet hatten. Auch Bosnien-Herzegowina erwägt diesen Schritt, während in Lettland die geldpolitischen Rahmenbedingungen bereits einer solchen Regelung ähneln. Von den Currency-Board-ähnlichen Systemen, die in der letzten Zeit außerhalb der im Übergang befindlichen Volkswirtschaften eingeführt wurden, ist vor allem das Konvertibilitätsgesetz Argentiniens von 1991 erwähnenswert.

Die strikte Anwendung der Grundsätze eines Currency Board erfordert eine starre Wechselkursbindung an eine Reservewährung, die Ausgabe von Zentralbankgeld nur im Tausch gegen entsprechende Devisenbeträge und ein Verbot jeglicher Zentralbankkredite. Die meisten Regelungen gestatten jedoch bei der Anwendung dieser Grundsätze eine gewisse Flexibilität. So wird z.B. oft ein Mindestreservesystem beibehalten, das in einem bestimmten Rahmen Spielraum für eine diskretionäre Liquiditätssteuerung läßt.

Grundsätze eines  
Currency Board

Currency Boards können eine Reihe von Vorteilen bieten. Die Schaffung einer festen, starren Beziehung zwischen der Ausgabe der Landeswährung und Veränderungen der Währungsreserven eines Landes ist ein transparentes und einfaches

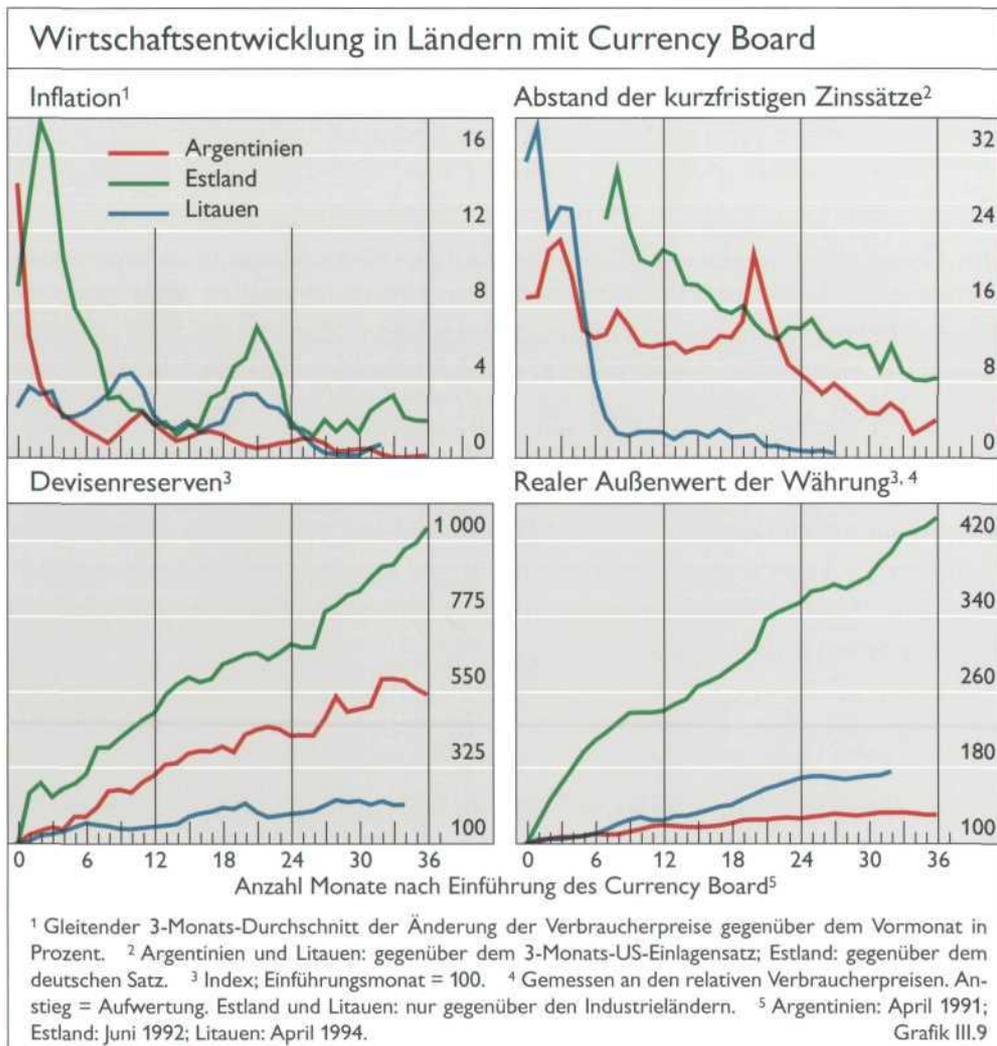
Vorteile u.a.  
Transparenz und  
Einfachheit ...

... Glaubwürdigkeit  
der Geldpolitik ...

... und Vertrauen  
in die Währung

Konzept, wie es sich für unreife Finanzmärkte oder für Institutionen mit wenig Erfahrung auf dem Gebiet der Geldpolitik empfiehlt. Da diese Regelung den Währungsbehörden die Hände bindet, verringert sie auch deutlich ihren Ermessensspielraum sowie den Spielraum für politischen Druck von außen. Dadurch könnte sich die Glaubwürdigkeit des stabilitätsorientierten Kurses verbessern, die Reagibilität der Preiserwartungen erhöhen und die Rückführung der Inflation beschleunigen. Dies wiederum trägt dazu bei, den Zielkonflikt zwischen Inflation und Wettbewerbsfähigkeit zu entschärfen, der in Währungssystemen mit einem größeren Spielraum für diskretionäre Entscheidungen zu beobachten ist. Da eine Currency-Board-Regelung ein größeres Vertrauen in die Beständigkeit des Wechselkurses wecken dürfte als eine normale Wechselkursbindung, dürfte sie schließlich auch den Zugang zu den internationalen Finanzmärkten erleichtern und die Kosten der Kapitalaufnahme auf diesen Märkten senken.

Die bestehenden Currency-Board-ähnlichen Regelungen in den Volkswirtschaften im Übergang sowie in Argentinien spielten bei der Rückführung der Inflation und der Schaffung von Glaubwürdigkeit eine entscheidende Rolle (s. Grafik III.9). Sowohl Argentinien als auch Estland verzeichneten innerhalb eines Jahres nach Einführung des Currency Board einen spürbaren Rückgang der



Inflationsrate und konnten diesen Erfolg danach konsolidieren. Die Zinsabstände gegenüber dem Land der Reservewährung verringerten sich weiter, während der beträchtliche Anstieg der Währungsreserven – der in vielen Fällen durch Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors im Ausland ausgelöst und mit zunehmender Glaubwürdigkeit der Regelung durch eine Umkehr der Kapitalflucht gestützt wurde – ein Anzeichen für die Bereitschaft der Öffentlichkeit war, den Bestand an Finanzaktiva in inländischer Währung zu erhöhen.

Allerdings ist ein Currency Board drei möglichen Gefahren ausgesetzt, die – wie im Falle Litauens Anfang 1997 – eine Lockerung der Regelung notwendig machen können. Erstens steigt die Wahrscheinlichkeit einer Verzerrung des realen Außenwerts der Währung, da das Currency Board die extremste Form eines nominalen Wechselkursankers darstellt. Die Inflationsrate verringert sich nicht auf einen Schlag, so daß eine gewisse Verschlechterung der Wettbewerbsposition in der Anfangsphase unvermeidlich ist. Argentinien, Estland und Litauen verzeichneten eine beträchtliche reale Aufwertung ihrer Währung. Zudem ist es möglicherweise schwieriger, mit Schocks fertigzuwerden, die das Gleichgewichtsniveau des realen Außenwerts der Währung verändern.

Zweitens hängt die Glaubwürdigkeit einer Currency-Board-Regelung zu einem großen Teil vom finanzpolitischen Kurs des Landes ab. Nur wenn der Finanzierungsbedarf gering bleibt, wird die Zentralbank nicht unter Druck geraten, Kredite zu vergeben, und wird großes Vertrauen in die Wechselkursbindung herrschen. Argentinien hat die Währungsreform seit 1991 durch eine restriktive Finanzpolitik unterstützt, selbst auf dem Höhepunkt der mexikanischen Finanzkrise. Auch Estland verfolgt einen vorsichtigen finanzpolitischen Kurs.

Drittens schließlich kann es schwierig sein, ein instabiles Finanzsystem zu steuern, wenn kein „lender of last resort“ zur Verfügung steht. Argentinien, Estland und Litauen mußten alle in den vergangenen Jahren Probleme im Bankensektor bewältigen. Offenbar ohne an Glaubwürdigkeit einzubüßen, gelang es Argentinien, den im Rahmen seiner Regelung gegebenen begrenzten Spielraum zu nutzen (indem z.B. die Mindestreserve gesenkt wurde und in geringem Umfang US-Dollar-Staatsanleihen aufgelegt wurden), um dem drastischen Rückgang der Inlandsliquidität zu begegnen, der Anfang 1995 durch die Mexiko-Krise ausgelöst worden war. In Estland schien weniger Flexibilität vorhanden gewesen oder in Anspruch genommen worden zu sein, als Ende 1992 der Konkurs einer Großbank mit hohen Verlusten für Einleger und Aktionäre zugelassen wurde. Das läßt erkennen, wie wichtig es ist, dafür Sorge zu tragen, daß die wesentlichsten Elemente eines stabilen Finanzsystems vorhanden sind.

Aber Gefahr von ...

... Wechselkursverzerrungen ...

... ungenügender finanzpolitischer Unterstützung ...

... und Schwierigkeiten bei Lösung von Problemen im Bankensektor

## IV. Geldpolitik und Preise für Vermögenswerte in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Das geldpolitische Umfeld war in den Industrieländern im vergangenen Jahr durch anhaltend niedrige Inflation und deutliche Preissteigerungen bei Finanzaktiva gekennzeichnet. In vielen Ländern blieb die Inflationsrate unter 2%, im Vereinigten Königreich näherte sie sich jedoch 3%, und in den USA, wo das Wirtschaftswachstum stark war, lag sie zeitweilig darüber. Die Dynamik der US-Konjunktur und Befürchtungen, daß sich ein Preisdruck aufbauen würde, führten Ende März 1997 zu einer Erhöhung des Tagesgeldsatzes um 25 Basispunkte. In Japan, wo eine moderate Erholung einsetzte, stieg das allgemeine Preisniveau zum ersten Mal seit Anfang 1995. Italien und Spanien machten beträchtliche Fortschritte in Richtung Preisstabilität, und die Inflationsrate sank hier im Jahr 1996 unter die angekündigten Ziele.

Niedrige Inflationsraten und – in den meisten Ländern – ein das gesamte Jahr über verhaltenes Wirtschaftswachstum bildeten die Grundlage dafür, daß die Erholung an den weltweiten Wertpapiermärkten, die im ersten Quartal 1996 kurzfristig unterbrochen worden war, wieder einsetzte. Gleichzeitig schrumpften die Zinsabstände zwischen traditionell hochrentierenden Anleihen auf der einen und Anleihen aus den USA und Deutschland auf der anderen Seite. Auch die Aktienmärkte verzeichneten, mit Japan als wichtiger Ausnahme, ganz erhebliche Zugewinne, obwohl die geldpolitische Straffung in den USA gegen Ende März dieses Jahres in vielen Ländern mit einem Rückgang der Aktienkurse verbunden war.

Auch wenn die Fundamentaldaten im Frühjahr 1997 günstig waren, könnte es sein, daß die Kursanstiege an einigen Aktienmärkten nicht in vollem Umfang aufrechtzuerhalten sind. Dies gibt zu der Befürchtung Anlaß, daß ein Preisverfall bei den Vermögenswerten möglicherweise die wirtschaftliche Lage insgesamt beeinträchtigt. Allgemeiner betrachtet, stellt sich bei Preisbewegungen von Vermögenswerten die Frage, wie die Geldpolitik auf solche Veränderungen reagieren sollte. Dabei handelt es sich gerade im gegenwärtigen Fall um ein komplexes Thema, da sich der Preisanstieg auf Finanzaktiva beschränkt und die Immobilienpreise im großen und ganzen nur wenig betroffen sind.

### Geldpolitik in den drei größten Volkswirtschaften

Unterschiedliches Umfeld in den größten Volkswirtschaften

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld, in dem sich die Zentralbanken in den drei größten Volkswirtschaften im letzten Jahr jeweils bewegten, war unterschiedlich. Bei vermehrten Anzeichen für ein starkes Wirtschaftswachstum und inflationären Druck wurde die Geldpolitik in den USA im März dieses Jahres leicht gestrafft. In Japan, wo weiterhin eine beträchtliche Produktionslücke besteht, blieb die Geldpolitik unverändert und sehr akkommodierend, obwohl die jüngste Phase

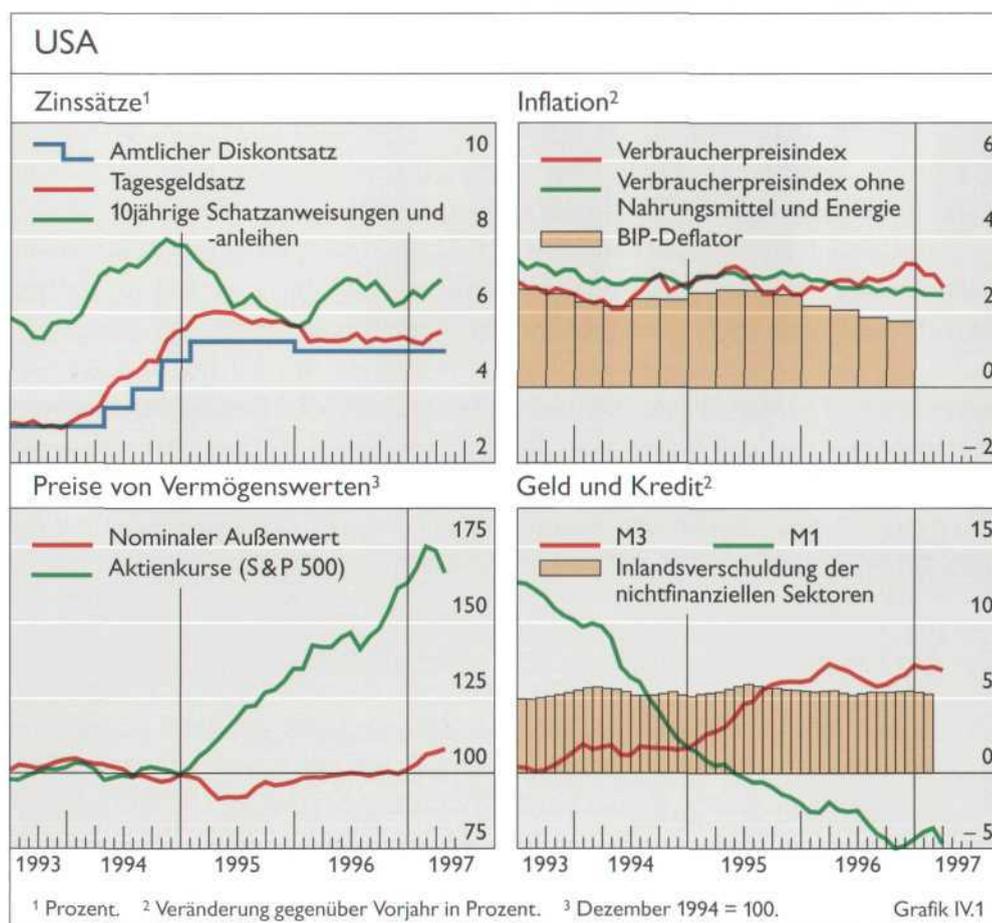
rückläufiger Preise zu Ende ging. Im Gegensatz zu den USA wurde der geldpolitische Kurs in Deutschland, wo das BIP-Wachstum nach wie vor hinter dem Wachstum des Produktionspotentials zurückblieb und die Inflationsrate weiter unter das 2%-Niveau fiel, etwas gelockert.

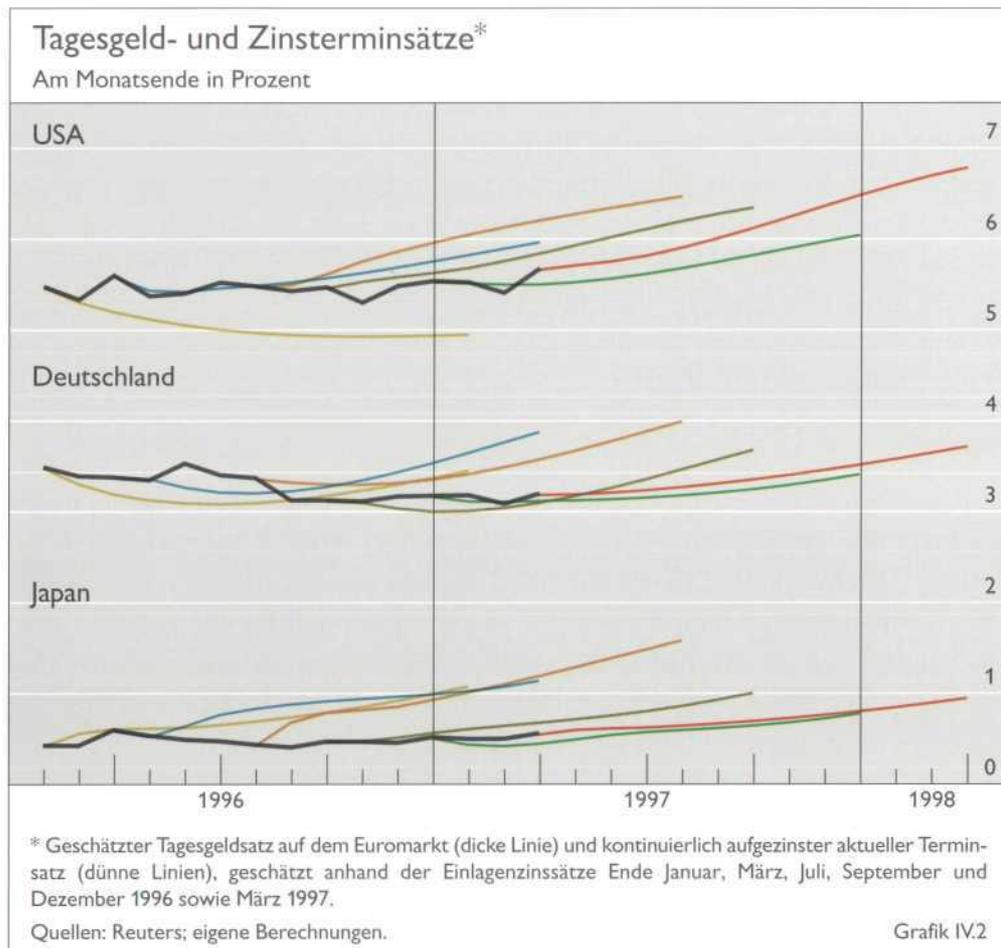
### USA

Für die Federal Reserve stellte sich im vergangenen Jahr vor allem die Frage, ob die Geldpolitik gestrafft werden sollte, um einem Anstieg der Inflationsrate vorzubeugen. Das Jahr war zum einen durch beträchtliche Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Inflationsentwicklung gekennzeichnet, wobei die Daten zeitweise auf zunehmenden Druck auf den Güter- und Arbeitsmärkten hinwiesen, zum anderen durch einen raschen Anstieg der Aktienkurse.

Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Inflationsentwicklung

Zwar erwarteten die Finanzmärkte, daß sich die geldpolitische Lockerung vom Dezember 1995 Anfang 1996 fortsetzen würde, doch ließen die wirtschaftlichen Bedingungen im Frühjahr, insbesondere die Konjunkturerholung und das leichte Anziehen der Inflation, zunehmend vermuten, daß sich die Preisentwicklung beschleunigen könnte, und die Marktteilnehmer begannen eine Straffung der Geldpolitik als immer wahrscheinlicher anzusehen. Dies spiegelte sich im Anstieg der Rendite 10jähriger Staatsanleihen von 5,6% Ende Januar auf 6,9% Ende Mai sowie in den steigenden Zinsterminsätzen wider. Im Zusammenhang mit dem Erwartungsumschwung stieg auch der Außenwert des US-Dollars.





In den Sommermonaten deuteten die verfügbar gewordenen Daten jedoch darauf hin, daß sich das Wirtschaftswachstum auf ein tragfähigeres Niveau abbremsen würde, und auch der allgemeine Preisanstieg schien nachzulassen. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, daß die Federal Reserve davon absah, die Geldpolitik zu straffen, paßten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Verlaufs der kurzfristigen Zinssätze nach unten an. Über den Herbst hinweg verstärkte sich dieser Prozeß, als sich die Anzeichen verdichteten, daß sich das Wachstum im dritten Quartal verlangsamen würde. Daneben ging bei anhaltendem Anstieg der unbereinigten Inflationsrate die Basisinflationrate, gemessen am Verbraucherpreisindex ohne Nahrungsmittel und Energie, weiter zurück und erreichte im Oktober 2,5%. Gegen Ende des Jahres wurde jedoch deutlich, daß sich die wirtschaftliche Aktivität stark ausweitete, und wieder kamen Erwartungen bezüglich einer Straffung der Geldpolitik auf.

Angesichts der anhaltenden Stärke des Wirtschaftswachstums schlug die Federal Reserve im März 1997 durch eine Anhebung des Tagesgeldsatzes um 0,25 Prozentpunkte auf 5,5% einen leicht restriktiveren geldpolitischen Kurs ein. Diese Zinsanpassung ist bezeichnend dafür, daß viele Zentralbanken größeres Gewicht darauf legen, die Geldpolitik bereits im Vorfeld eines Preisauftriebs zu straffen. Sie verdeutlicht auch die zunehmende Einsicht, daß es leichter ist, die Inflationsrate in dem von den Behörden angestrebten Bereich zu halten, als sie zurückzuführen, wenn sie diesen einmal verlassen hat.

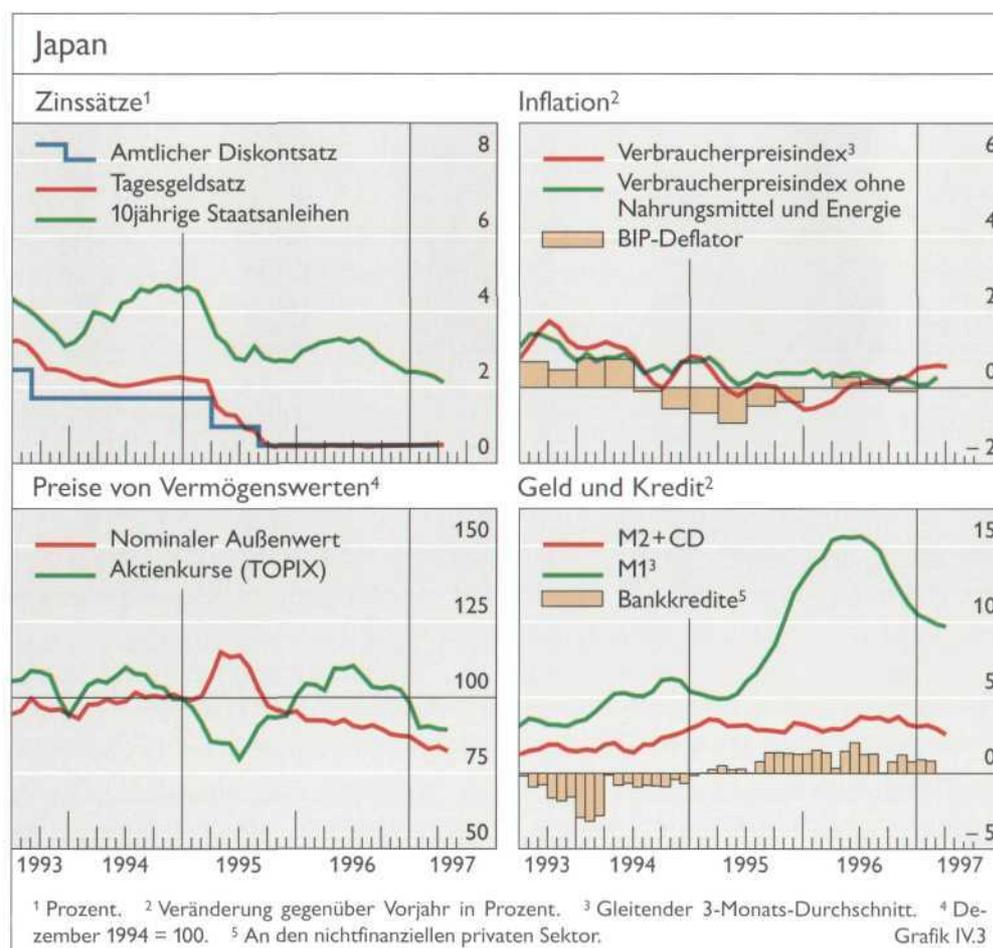
Vorbeugende  
Straffung der  
Geldpolitik im  
März

Bei der Festlegung der Geldpolitik stützen sich viele Zentralbanken auf Schätzungen der mit einer stabilen Inflation konsistenten Arbeitslosenquote (NAIRU) oder der Produktionslücke als grobe Anhaltspunkte für das Inflationspotential. Obwohl die Arbeitslosigkeit in den USA unter das Niveau vieler bisheriger NAIRU-Schätzungen sank und es einige Anzeichen für ein über dem Potentialwert liegendes Produktionsniveau gab, stieg die Inflationsrate nur sehr schwach an. Zwar kann dies ein Hinweis darauf sein, daß die NAIRU auf ein niedrigeres Niveau gefallen ist, die Brauchbarkeit der Produktionslücke und der NAIRU als geldpolitische Orientierungshilfen wird allerdings dadurch eingeschränkt, daß es schwierig ist, diese Größen exakt zu schätzen.

### Japan

In Japan verhielt sich die Geldpolitik abwartend, um abschätzen zu können, ob die Senkung des Diskontsatzes auf 0,5% im September 1995 die wirtschaftliche Erholung fördern würde. Obwohl die Zinssätze nicht geändert wurden, entspannten sich die monetären Bedingungen im vergangenen Jahr weiter, wie sich am realen Außenwert und an den Realzinsen zeigte. Bei im internationalen Vergleich sehr niedrigen Zinssätzen wertete der Yen weiter ab. Diese Entwicklung hatte im Sommer 1995 begonnen und führte zu einem allmählichen Anstieg der Einfuhrpreise. Dadurch wiederum ging – gemessen am Verbraucherpreisindex und am BIP-Deflator – die Phase tendenziell rückläufiger Preise zu Ende. Nach beiden Maßzahlen sind die Preise im zweiten Quartal 1996 erstmals seit Anfang 1995

Geldpolitik unverändert, aber Entspannung der monetären Bedingungen



wieder etwas gestiegen. Bei gleichbleibenden nominalen Sätzen gingen die realen kurzfristigen Zinsen weiter zurück, wodurch die wirtschaftliche Erholung unterstützt wurde.

Im Gegensatz zu den Notenbankzinssätzen änderten sich die Marktzinsen im Jahresverlauf. Der Wachstumsschub beim BIP Ende 1995 und Anfang 1996 führte in der ersten Jahreshälfte zu einem Anstieg der Renditen 10jähriger Staatsanleihen um 0,3 Prozentpunkte auf 3,2% Ende Juni. Ebenso deuteten die Zinsterminsätze Ende Mai darauf hin, daß die Marktteilnehmer mit einer Straffung der Geldpolitik und einem Anstieg des Tagesgeldsatzes auf etwa 1,3% zum Jahresende rechneten (s. Grafik IV.2).

Während die Märkte weiterhin eine Straffung der Geldpolitik erwarteten, hielt die Bank of Japan den Herbst hindurch an ihrer expansiven Politik fest, da sich die wirtschaftliche Erholung nicht verstärkt hatte und die Bankbilanzen weiterhin auf Probleme im Finanzsektor hindeuteten. Als Folge gingen die Renditen 10jähriger Staatsanleihen allmählich zurück und erreichten zum Jahresende 1996 2,6%. In den ersten Monaten dieses Jahres sanken sie etwas unter dieses Niveau.

Bei der Überarbeitung des japanischen Zentralbankgesetzes wurden im Verlauf des Jahres 1996 Fortschritte erzielt. Das Gesetz stammt aus dem Jahr 1942 und wird in zunehmendem Maße als überholt angesehen. Tenor der dem Premierminister im November 1996 von einer speziell eingerichteten Arbeitsgruppe vorgelegten Vorschläge war, daß das Gesetz überarbeitet werden sollte, um klarzustellen, daß die Preisstabilität das oberste Ziel der Geldpolitik ist, um die Unabhängigkeit der Zentralbank zu stärken sowie um Transparenz und Verantwortlichkeit bei der Durchführung der Geldpolitik zu sichern. Mit der Absicht, den Entwurf bis Juni als Gesetz verabschieden zu können, begann das Parlament im März dieses Jahres darüber zu beraten. Die Vorlage wurde von der Bank of Japan begrüßt, die seit 1995 eine Reihe von Maßnahmen ergriffen hat, um die geldpolitische Transparenz zu erhöhen. Insbesondere veröffentlicht sie jetzt nähere Informationen über ihre Einschätzung der Wirtschaftsaussichten und über die den geldpolitischen Änderungen zugrunde liegenden Überlegungen.

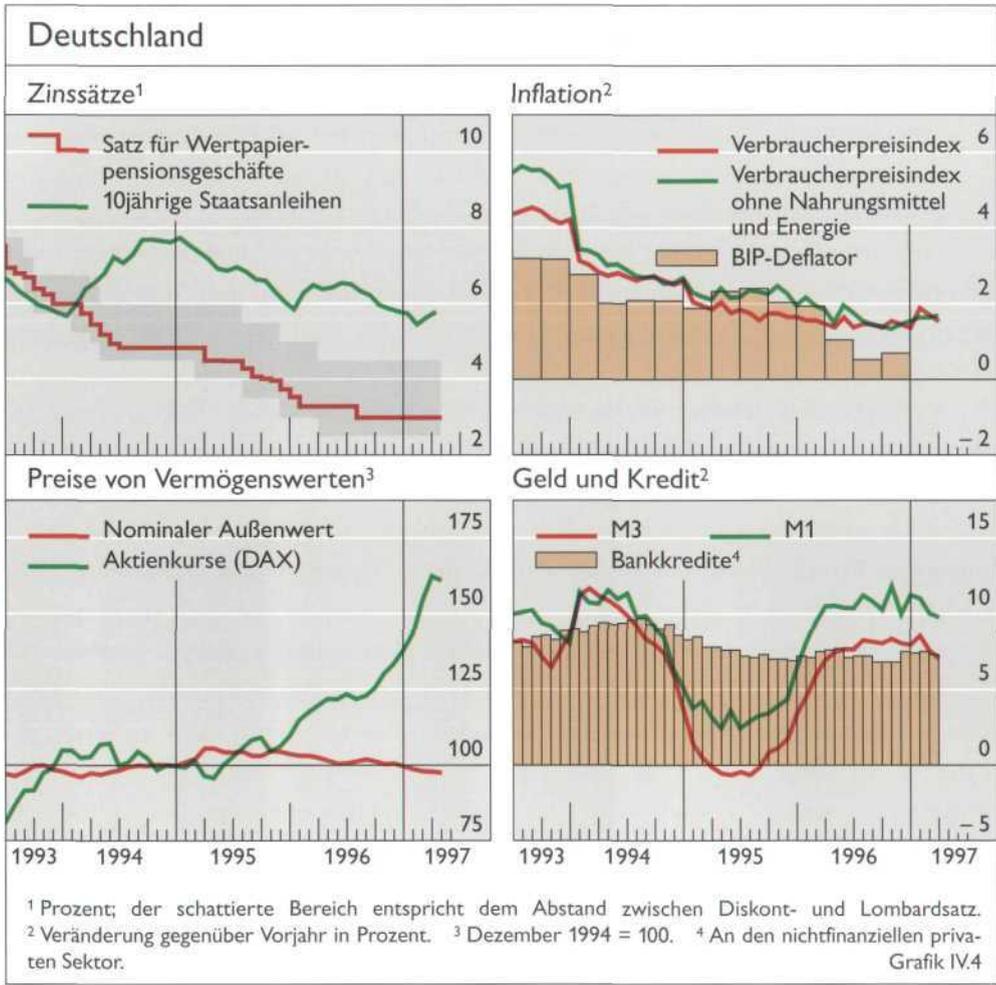
### *Deutschland*

Die Geldpolitik in Deutschland hatte im vergangenen Jahr mit einer Unterbrechung der wirtschaftlichen Erholung zu kämpfen, die die Unsicherheit hinsichtlich der finanzpolitischen Perspektiven verschärfte. Die angemessene Geschwindigkeit und das richtige Ausmaß der geldpolitischen Anpassung zu bestimmen ist unter diesen Bedingungen schwierig, weil eine überzogene Lockerung inflationären Druck erzeugen kann, wenn der Aufschwung stärker ist als erwartet oder wenn die angekündigten Maßnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nicht durchgeführt werden. Eine Beibehaltung des geldpolitischen Kurses kann jedoch den Aufschwung verzögern, die Aussichten für die Haushaltskonsolidierung verschlechtern und dadurch die zukünftigen Rahmenbedingungen für die Geldpolitik schwieriger gestalten. Im August wurde der geldpolitische Kurs schließlich etwas gelockert, indem der Wertpapierpensionsatz um 0,3 Prozentpunkte auf 3,0% gesenkt wurde, denn das M3-Wachstum verlangsamte sich tendenziell, nachdem es seit Jahresbeginn oberhalb des Zielkorridors von 4–7% gelegen hatte, und die Inflationsrate lag beständig nahe 1,5%.

Änderungen des japanischen Zentralbankgesetzes vorgeschlagen ...

... zur Stärkung von Unabhängigkeit, Transparenz und Verantwortlichkeit

Unsicherheit bezüglich der finanzpolitischen Perspektiven



Die Entwicklung der langfristigen Zinssätze in Deutschland im vergangenen Jahr zeigt, wie nützlich Langfristzinsen und Zinsterminsätze als Indikatoren für unmittelbar in der Zukunft zu erwartende geldpolitische Maßnahmen jeweils sind. So ist der Zinssatz von 10jährigen Staatsanleihen von 5,9% Ende Januar auf 6,6% Ende Juni gestiegen, was darauf hindeutet, daß eine Straffung der Geldpolitik erwartet worden war (s. Grafik IV.4). Demgegenüber zeigen die Zinsterminsätze (s. Grafik IV.2) an, daß das ganze Frühjahr hindurch mit einer geldpolitischen Lockerung gerechnet und ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen erst ab Anfang 1997 erwartet worden war. Grafik IV.2 läßt auch darauf schließen, daß die Zinssenkung vom August zu einem Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten führte und diese im März 1997 eine Kursänderung der Geldpolitik vor Ende des Jahres nicht mehr als wahrscheinlich ansahen.

Das Wachstum von M3 überschritt mit 8,1% den für 1996 festgelegten Zielkorridor zwar leicht, dies war aber im großen und ganzen auf spezielle Sparformen zurückzuführen. Daß es sich dabei um einen Vorboten für überzogene Ausgabensteigerungen handelt, wurde deshalb nicht als wahrscheinlich erachtet. Die Deutsche Bundesbank hat für 1997 ein neues Geldmengenziel beschlossen; anders als bisher ist der Zielhorizont allerdings auf zwei Jahre ausgedehnt worden. Damit soll der Kurs der Geldpolitik im Vorfeld der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) klargestellt werden. Darüber hinaus hat die Deutsche Bundesbank angemerkt, daß das Geldmengenziel als Referenzgröße für die vor

Zinssätze und erwartete geldpolitische Maßnahmen

M3-Zielkorridor leicht überschritten

Festlegung eines Zweijahresziels

der Einführung einer einheitlichen Währung eventuell notwendige geldpolitische Koordinierung dienen kann. Das Zweijahresziel legt das durchschnittliche Wachstum von M3 auf 5% pro Jahr fest. Der Korridor für das Jahr 1997 liegt bei 3,5–6,5%, die genauen Festlegungen für 1998 werden Ende 1997 bekanntgegeben werden.

## Andere Länder der Europäischen Union

Monetäre  
Konvergenz ...

Die Geldpolitik und die Entwicklungen auf den Finanzmärkten in den EU-Ländern werden immer mehr durch den für den 1. Januar 1999 geplanten Beginn der dritten Stufe der WWU geprägt. Nach dem Ausmaß der Konvergenz im Finanzsektor lassen sich zwei Kategorien von EU-Ländern unterscheiden. Wie in Kapitel V erörtert, erwarten die Finanzmärkte, daß sich der französische Franc, der holländische Gulden, der belgische Franc und der österreichische Schilling gegenüber der D-Mark auf dem gegenwärtigen Niveau halten werden. In diesen Ländern, ebenso wie jüngst in Finnland, notierten die Währungen im vergangenen Jahr nahe ihren Leitkursen, und die kurzfristigen Zinsen haben sich an das deutsche Niveau angenähert.

Für andere Währungen im EWS-Wechselkursmechanismus, z.B. die italienische Lira und die spanische Peseta, wird nach wie vor eine Risikoprämie verlangt, obwohl sich die Differenz gegenüber Deutschland sowohl bei den kurz- als auch bei den langfristigen Zinssätzen im Jahr 1996 stark verringerte. Eine ähnliche Konvergenz konnte die schwedische Krone verzeichnen, nicht jedoch das Pfund Sterling; diese beiden Währungen sowie die griechische Drachme gehören gegenwärtig nicht dem Wechselkursmechanismus an.

### *Frankreich und kleinere Länder im EWS-Wechselkursmechanismus*

... in Deutschland,  
Frankreich und  
kleineren Ländern  
im EWS-Wechsel-  
kursverbund sehr  
hoch ...

In Frankreich wurde 1996 das Ziel eines Verbraucherpreisanstiegs von maximal 2% erreicht, nachdem im August die Wirkungen der Mehrwertsteuererhöhung von 1995 weggefallen waren. Die Glaubwürdigkeit der seit langem bestehenden Wechselkursstabilität erlaubte es der Banque de France, den Wertpapierpensionsatz von rund 4,5% im Januar 1996 auf 3,1% Anfang 1997 zu senken. Als Folge davon verschwand die positive Zinsdifferenz bei den 3-Monats-Sätzen gegenüber Deutschland nahezu völlig. Die langfristigen Zinsen fielen 1996 ebenfalls um mehr als 100 Basispunkte und blieben etwas unter den deutschen.

Auch in den kleineren am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern ergab sich bei den kurz- und langfristigen Zinsen eine Annäherung. In Österreich, Belgien und den Niederlanden wurden die Notenbankzinsen im Einklang mit den Zinssätzen in Deutschland gelockert, und mehrmals fielen die 3-Monats-Sätze vorübergehend unter die deutschen. Nahezu verschwunden waren bis zum Jahresende 1996 auch die Differenzen bei den kurzfristigen Zinssätzen in Finnland, das dem Wechselkursmechanismus im Oktober 1996 beitrug, sowie in Dänemark. Mit Ausnahme von Finnland lag die Inflationsrate in diesen Ländern im Jahr 1996 nahe bei 2%, stieg in einigen Fällen aber leicht an.

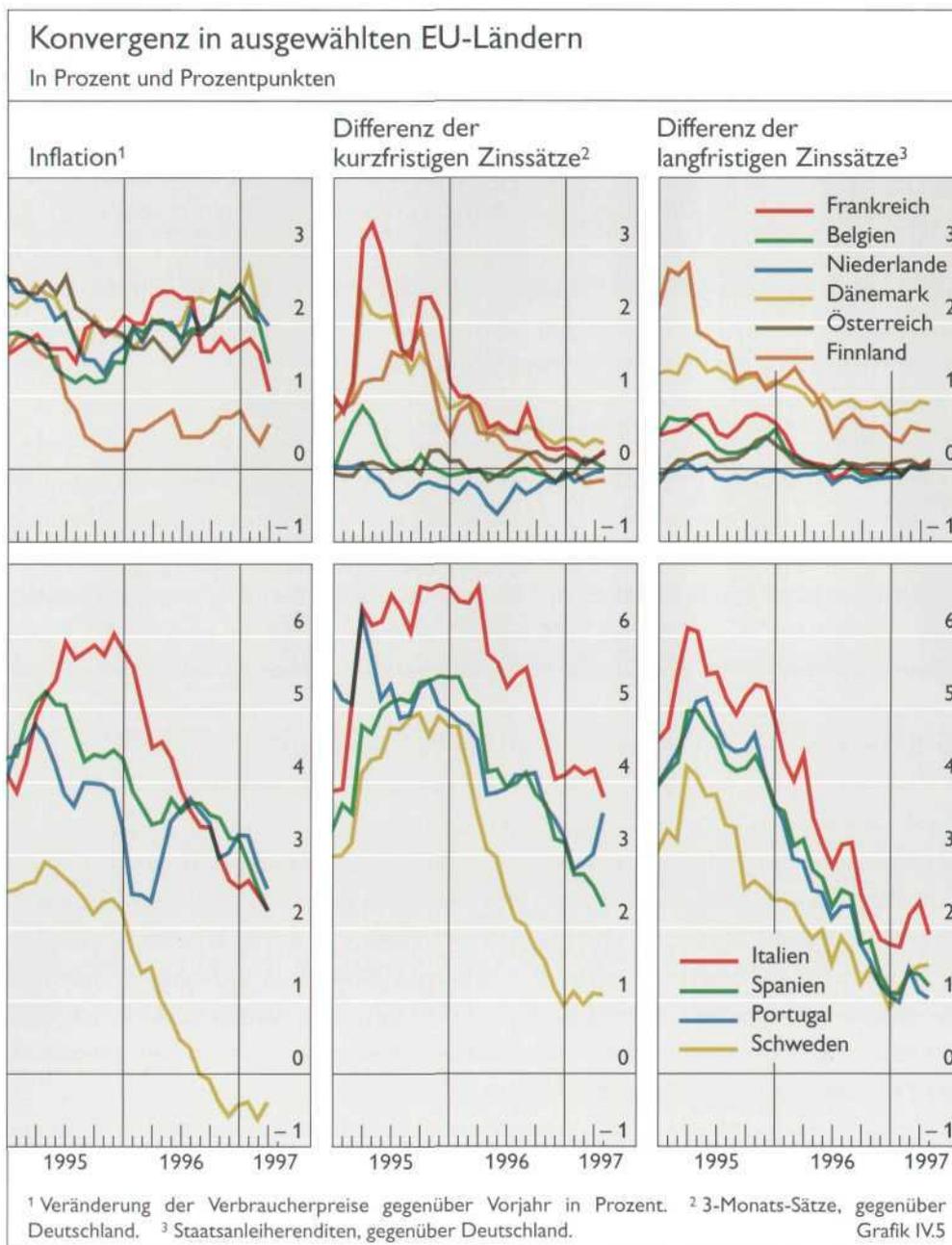
### *Italien, Spanien, Schweden und Portugal*

... aber auch in  
Italien, Spanien,  
Schweden und  
Portugal beachtlich

Im Jahr 1996 stellte sich auch in Italien, Spanien, Schweden und Portugal eine beachtliche Konvergenz bei den Preissteigerungsraten und Zinssätzen ein

(s. Grafik IV.5). Angesichts eines Anstiegs der Inflation im ersten Halbjahr 1995 hatten die Zentralbanken in diesen Ländern ihre Zinssätze für den Rest des Jahres hoch gehalten. Im Verlauf des letzten Jahres lockerten sie die Geldpolitik dagegen schrittweise. Dabei handelte es sich zumeist um Reaktionen auf den Inflationsrückgang nach einer beträchtlichen Aufwertung der Währung, die forcierte Haushaltskonsolidierung sowie die stark rückläufigen Renditen langfristiger Wertpapiere.

Nach einem Spitzenwert von rund 6% in der zweiten Jahreshälfte 1995 sank die Inflation in Italien auf 2,6% im Dezember 1996 und damit deutlich unter den Zielwert von 4%. Gegen Ende letzten Jahres setzten die italienischen Währungsbehörden für 1997 ein neues Inflationsziel von weniger als 3% fest. Obwohl die Leitzinsen im Juli und Oktober 1996 sowie noch einmal im Januar 1997 um jeweils 75 Basispunkte zurückgenommen wurden und der Wertpapierpensionssatz um



insgesamt fast 300 Basispunkte reduziert wurde, blieben die realen kurzfristigen Zinssätze sehr hoch. Im Zuge einer fester notierenden Währung verringerte sich der Zinsunterschied bei Staatsanleihen gegenüber Deutschland von einem Höchstwert von rund 6 Prozentpunkten im Jahr 1995 auf weniger als 2 Prozentpunkte Ende 1996. Diese Entwicklungen ermöglichten es der Lira, Ende November wieder dem EWS-Wechselkursmechanismus beizutreten.

In Spanien sank die Preissteigerungsrate gegenüber dem Vorjahr von mehr als 5% im Juni 1995 nach und nach auf unter 2,5% im ersten Quartal 1997 und damit in den Bereich des vom Banco de España festgelegten mittelfristigen Inflationsziels; dementsprechend wurde der Wertpapierpensionsatz Ende 1996 auf rund 6% reduziert. Die größten Zinssenkungen bei Notenbanksätzen gab es in Schweden, wo die Kerninflation unter den Zielkorridor von 1–3% fiel. Die unbereinigte Inflationsrate wurde Ende 1996 wegen eines starken Rückgangs der Einfuhrpreise und der Zinsbelastungen aus Hypothekarkrediten sogar negativ.

### Länder mit expliziten Inflationszielen

In den Ländern mit öffentlich angekündigten Inflationszielen bewegte sich die bereinigte Preissteigerungsrate in oder nahe dem Korridor (s. Grafik IV.6). In vielen dieser Länder scheinen diese Ziele eine erste Bewährungsprobe, die sich aus der Beschleunigung des Preisanstiegs Anfang 1995 ergab, recht erfolgreich bestanden zu haben.

In den beiden größten Volkswirtschaften mit Inflationszielen waren die Preisentwicklungen und die geldpolitischen Reaktionen im vergangenen Jahr sehr unterschiedlich. In Kanada bewegte sich die Inflationsrate 1996 wieder in der unteren Hälfte des Korridors, nachdem die Wirkungen der Währungsabwertung und des Rohstoffpreisanstiegs aus dem Jahr 1994 und von Anfang 1995 abgeklungen waren. Obwohl für 1997 ein stärkeres Wachstum erwartet wird, bleibt die Kerninflation wahrscheinlich gedämpft; eine große Produktionslücke, die teilweise das Ergebnis einer anhaltenden finanzpolitischen Konsolidierung ist, dürfte weiterhin auf Preise und Löhne drücken. Da die Finanzmärkte ihren Blick zunehmend auf das gute Abschneiden bei der Inflation, die verbesserte Lage der öffentlichen Haushalte und den günstigeren Leistungsbilanzsaldo richteten, verschwand gegen Ende 1996 die Differenz bei den langfristigen Zinsen gegenüber den USA, und der kanadische Dollar wertete auf. Vor diesem Hintergrund wurde das Zinsband beim Tagesgeld 1996 um über 200 Basispunkte zurückgenommen, was auf eine beträchtliche Lockerung der monetären Rahmenbedingungen hindeutet (s. Grafik IV.7).

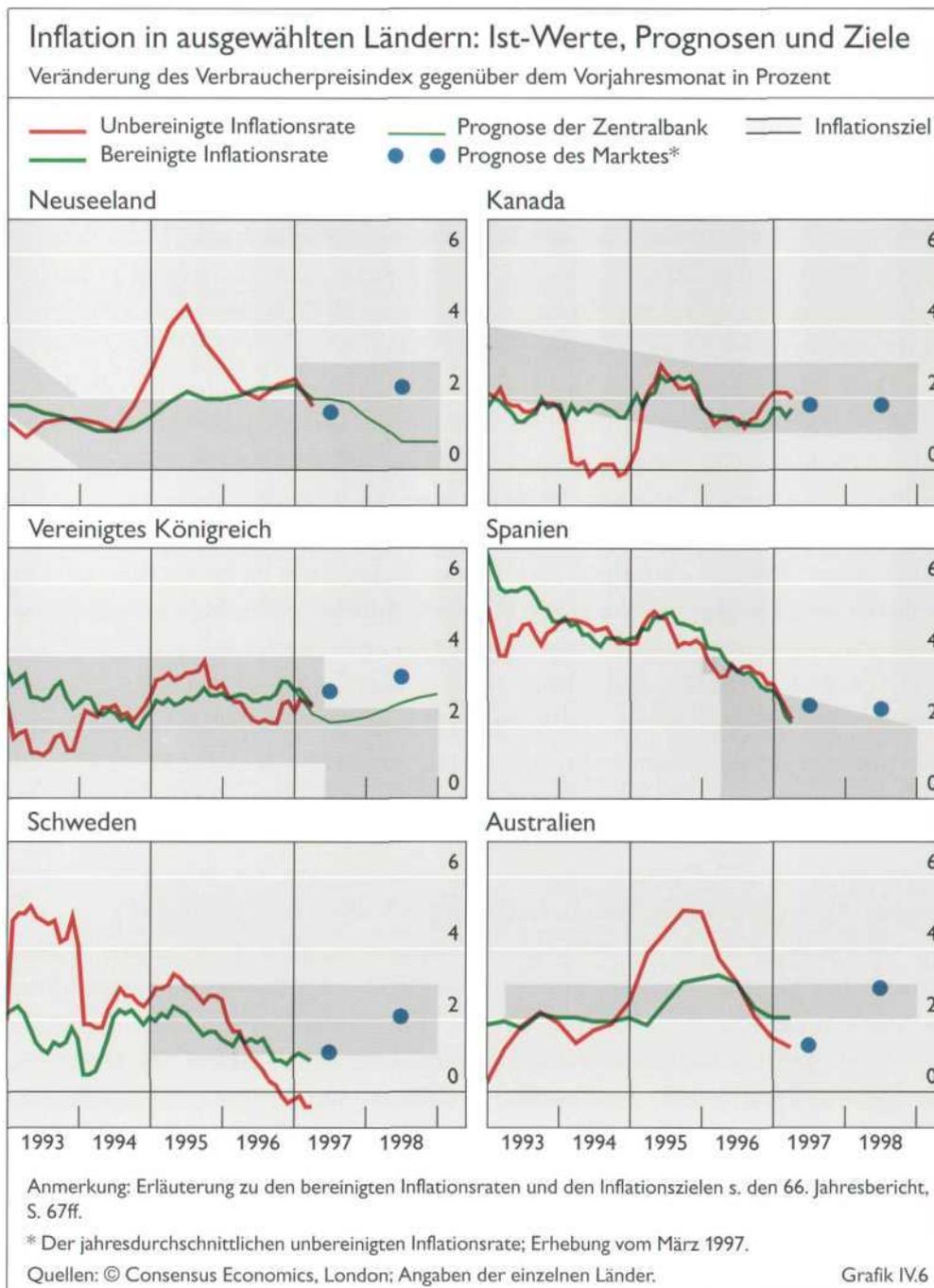
Im Vereinigten Königreich belief sich dagegen der Anstieg der Einzelhandelspreise ohne Hypothekarzinsen im Dezember 1996 auf 3,1% und war damit höher als das von der Regierung für das Jahr 1997 festgelegte Ziel von höchstens 2,5%. Dessenungeachtet blieben die kurzfristigen Notenbankzinssätze im Jahr 1996 weitgehend unverändert, denn auf die Absenkung um 25 Basispunkte vom Juni folgte eine entsprechende Anhebung im Oktober. Im Verlauf des Jahres verschob sich der Schwerpunkt des wirtschaftlichen Aufschwungs vom Außenbeitrag zu einem starken Wachstum der Inlandsnachfrage, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit erhöhte, daß die Preissteigerungsrate auch in Zukunft über dem Zielkorridor liegen wird. Dies veranlaßte die Bank of England, eine weitere

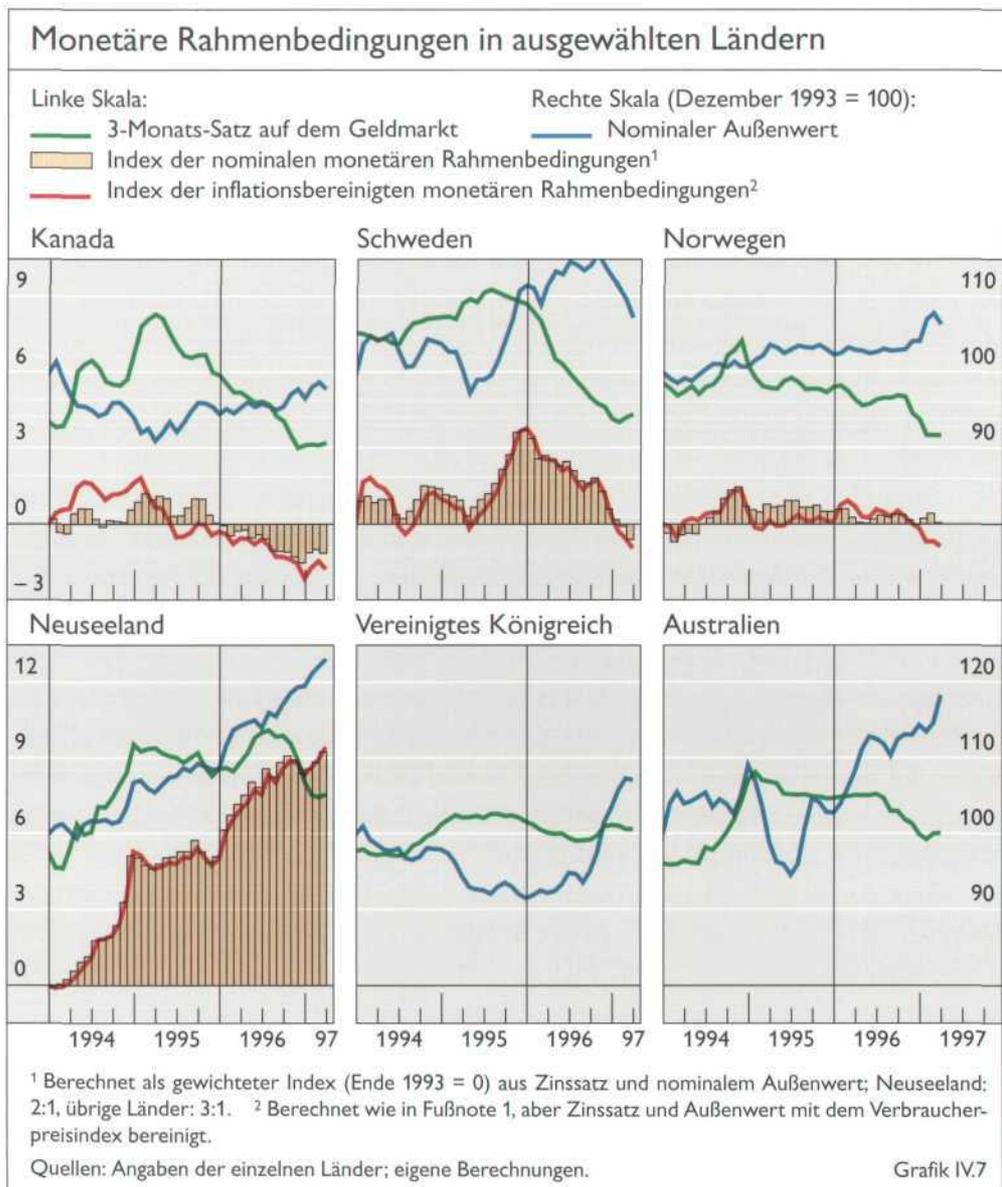
Unterschiedliche  
Preisentwicklung in  
Kanada ...

... und dem  
Vereinigten  
Königreich

Erhöhung der Notenbankzinsen zu empfehlen, was zu der starken Aufwertung des Pfund Sterling ab August 1996 beigetragen haben dürfte (s. Grafik IV.7).

Während des Jahres wurden an den angekündigten Inflationszielen einige Änderungen vorgenommen. In Neuseeland wurde im Anschluß an die Ernennung einer neuen Regierung im Dezember 1996 eine neue formelle Zielvereinbarung unterzeichnet, mit der die Obergrenze des Zielkorridors von 2% auf 3% geändert wurde. Wichtigster Beweggrund für die Ausweitung der Bandbreite war, die aus der Aufrechterhaltung eines vergleichsweise engen Bandes resultierenden Probleme eines allzu starken geldpolitischen Aktivismus zu reduzieren. In Spanien wurde Ende 1996 zur Bekräftigung der Absicht, das Inflationskriterium des





Maastricht-Vertrags zu erfüllen, ein niedrigeres Inflationsziel verkündet, nämlich 2,5% für den Zeitraum gegen Ende 1997 und 2% ab 1998.

#### Wechselkurse und Reaktion der Geldpolitik

Im vergangenen Jahr stellte sich erneut die grundsätzliche Frage nach dem angemessenen Reagieren auf Wechselkursbewegungen, die, wie 1996 für Australien, Neuseeland, Norwegen und das Vereinigte Königreich zu beobachten, recht ausgeprägt sein können. In einem System frei schwankender Wechselkurse müssen die Währungsbehörden entscheiden, ob die Geldpolitik solche Änderungen am besten ignorieren, kompensieren oder sogar verstärken sollte.

Wie bei geldpolitischen Reaktionen auf Preisbewegungen anderer Vermögenswerte hängt die Antwort von den Ursachen der den Wechselkurs beeinflussenden Störungen und ihren Wirkungen auf die Inflationsaussichten ab. Zum Beispiel dürfte die Aufwertung des australischen Dollars Anfang 1996 vor allem

Geldpolitische Reaktionen abhängig von ...

... Ursachen der Störung:

durch steigende Rohstoffpreise hervorgerufen worden sein. In einem derartigen Fall kompensiert die Aufwertung die inflationären Wirkungen, die sich sonst aus solchen Verbesserungen der Terms of Trade ergeben, und die Währungsbehörden könnten die wechselkursbedingte Straffung der geldpolitischen Rahmenbedingungen als hilfreich empfinden. Ein weiteres Beispiel ist die Aufwertung des Pfund Sterling ab August 1996. Wie der sich ausweitende Abstand der Zinsterminsätze andeutet, ist die Aufwertung zum Teil dadurch zu erklären, daß angesichts des im Vergleich zu Kontinentaleuropa starken Wachstums der Inlandsnachfrage eine Straffung der Geldpolitik erwartet wurde. Soweit solche Erwartungen mit dem von der Zentralbank angestrebten zukünftigen Verlauf der Notenbankzinsen konform sind, erscheint es auch hier nicht notwendig, die Wechselkursbewegungen auszugleichen.

– Entwicklung der Terms of Trade

– Veränderungen beim relativen Nachfragewachstum

Allerdings können Wechselkurse in Reaktion auf realwirtschaftliche Entwicklungen überschießen und auch durch monetäre und finanzwirtschaftliche Faktoren wie etwa Änderungen der Glaubwürdigkeit oder der Risikoprämien beeinflußt werden. In Kanada und Schweden war beispielsweise die Aufwertung der Währung im Jahr 1996 zum Teil auf die erhöhte Glaubwürdigkeit der verkündeten Inflationsziele zurückzuführen. Da solche Währungsschwankungen die Einfuhrpreise und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage beeinflussen dürften, ohne daß sich notwendigerweise die Einschätzung der Zentralbank hinsichtlich des zugrundeliegenden inflationären Drucks ändert, kann den Zentralbanken daran gelegen sein, sie zu kompensieren, um den geldpolitischen Kurs zu halten.

– monetären und finanzwirtschaftlichen Faktoren

Eine Reihe von Zentralbanken haben einen Index für monetäre Rahmenbedingungen (MCI) eingeführt, um den Wechselkurs explizit in die Gestaltung der Geldpolitik einzubauen. Der MCI wird in allen Ländern definiert als gewichteter Durchschnitt aus einem kurzfristigen Zinssatz und einem Wechselkurs, wobei sich die Gewichte aus den betreffenden Elastizitäten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ergeben. Die spezifische Verwendung des MCI in der Geldpolitik unterscheidet sich jedoch von Land zu Land. In Kanada und Neuseeland wird er als operatives Ziel eingesetzt; das bedeutet, die Zentralbank entwickelt im Rahmen der regelmäßigen Beurteilung der Inflationsprognosen eine Vorstellung über einen als Zwischenziel anzustrebenden Korridor für den MCI und setzt ihre geldpolitischen Instrumente ein, um diesen zu erreichen. Im Gegensatz dazu wird er in Schweden, Norwegen, Finnland und Island als Ex-post-Indikator für die geldpolitische Ausrichtung verwendet.

Trotz MCI als operativem Ziel ...

Auch wenn ein operatives Ziel für den MCI definiert wird, muß jeweils bestimmt werden, ob eine Wechselkursänderung realwirtschaftliche oder monetäre Einflüsse widerspiegelt. Im ersten Fall ändert sich der angestrebte MCI, und eine geldpolitische Reaktion kann sich als unnötig erweisen. Im zweiten Fall bleibt der angestrebte MCI unverändert, und die Notenbankzinsen können angepaßt werden, um die Wirkung der Wechselkursänderung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage abzufedern. Eine mögliche Erklärung dafür, daß einige Zentralbanken einen MCI einsetzen und andere nicht, hängt mit den unterschiedlichen Ansichten über die „normalen“ Ursachen von Wechselkursänderungen zusammen. Zentralbanken, die einen MCI als operatives Ziel verwenden, unterstellen implizit, daß diese Ursachen monetärer Natur sind. Folglich ist es optimal, Wechselkursbewegungen auszugleichen, es sei denn, die Zentralbank besitzt zusätzliche Informationen,

... Interpretation der Wechselkurse notwendig

wonach der geldpolitische Kurs geändert werden sollte. Diese Sichtweise kann darauf zurückgeführt werden, daß in den entsprechenden Ländern monetäre und finanzielle Einflußgrößen historisch gesehen die wichtigste Ursache für Wechselkursausschläge waren. Demgegenüber vertreten andere Zentralbanken, darunter die Bank of England und die Reserve Bank of Australia, wohl eher die Auffassung, daß die meisten Wechselkursbewegungen außerhalb der ganz kurzen Frist auf reale Einflußgrößen zurückgehen. In diesem Fall erscheint es nicht sinnvoll, sich ein operatives Ziel für den MCI zu setzen.

## Haushaltskonsolidierung und geldpolitische Reaktion

Geldpolitische Reaktionen abhängig von ...

Eine weitere, eher allgemeine Frage, die sich im vergangenen Jahr in vielen Ländern stellte, betrifft die angemessene Reaktion der Geldpolitik auf eine Straffung der Fiskalpolitik. Nach Schätzungen der OECD ist das strukturelle Defizit in den EU-Ländern 1996 gemessen am BIP um fast 1 Prozentpunkt zurückgegangen, und für 1997 wird eine noch stärkere Verbesserung erwartet. In Japan wird für dieses Jahr mit einem Rückgang der öffentlichen Ausgaben gerechnet, und im April 1997 wurde die allgemeine Verbrauchsteuer von 3% auf 5% angehoben. Fiskalische Korrekturmaßnahmen dieser Größenordnung können erhebliche nachfrageseitige Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Inflation haben. Bei der Entscheidung über die angemessene Reaktion der Geldpolitik kann eine Reihe von Faktoren eine wichtige Rolle spielen.

... Umfang, Zusammensetzung und Glaubwürdigkeit des Konsolidierungspakets ...

Umfang, Zusammensetzung und Glaubwürdigkeit des Konsolidierungspakets sind sowohl für die Stärke als auch für das Timing der geldpolitischen Reaktion von Bedeutung. Die Stärke hängt davon ab, ob die kurzfristigen negativen Nachfrageeffekte der Haushaltskonsolidierung durch positive Erwartungseffekte und damit einen höheren privaten Verbrauch sowie höhere private Investitionen ausgeglichen werden. Erfahrungen mit umfangreichen Konsolidierungsprogrammen lehren, daß keine eindeutige negative Korrelation zwischen dem Ausmaß der Haushaltskonsolidierung und dem Wirtschaftswachstum besteht. Vielmehr gibt es Fälle, in denen eine umfangreiche und nachhaltige Konsolidierung, deren Schwerpunkt auf Kürzungen des Staatsverbrauchs und der staatlichen Transferleistungen statt auf Steuererhöhungen lag, positive Wachstumswirkungen nach sich gezogen hat. Daraus kann man ableiten, daß positive Erwartungseffekte auftreten können, wenn die Konsolidierungsprogramme als umfassend und nachhaltig eingeschätzt werden. Eine hohe Glaubwürdigkeit des geplanten Programms mindert darüber hinaus das offensichtliche Risiko, daß bei einer vorbeugenden Lockerung der Geldpolitik die Haushaltskonsolidierung nicht wie geplant umgesetzt wird und sich dadurch insgesamt ein zu expansiver Policy Mix ergibt.

... Ausgangssituation ...

Die angemessene Reaktion der Geldpolitik hängt auch von der jeweiligen Ausgangssituation ab. Viele europäische Länder sowie Kanada und Japan haben derzeit niedrige Inflationsraten und eine hohe Arbeitslosigkeit. In einem solchen Umfeld wird die Haushaltskonsolidierung eher nicht zu bedeutsamen positiven Erwartungseffekten führen; vielmehr könnten einige Volkswirtschaften in die Deflationszone – mit entsprechenden Gefahren – abgleiten. Unter diesen Umständen könnte das Spannen eines „geldpolitischen Sicherheitsnetzes“ ratsam sein. In Irland, den Niederlanden und Norwegen kann die Haushaltskonsolidierung

dazu beitragen, Inflationsgefahren abzuwehren. In Italien, Spanien und Portugal erscheint hingegen angesichts der Notwendigkeit weiterer Desinflation und einer weniger günstigen Inflationsgeschichte eine vorsichtiger Vorgehensweise der Geldpolitik angebracht.

Außerdem ist zu berücksichtigen, daß die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte derzeit in vielen Ländern gleichzeitig erfolgt. Die Stimulierung der Nachfrage über den Außenbeitrag durch Einsatz des Wechselkurses wird dadurch schwieriger. Wenn der Transmissionsmechanismus über den Zinssatz langsamer wirkt als über den Wechselkurs, erscheint eine raschere geldpolitische Reaktion angebracht. Selbstverständlich bedeutet das Erfordernis stabiler Wechselkurse im Übergang zur WWU, daß der Wechselkurs und sogar auch der Zinssatz in vielen europäischen Ländern nicht autonom eingesetzt werden können.

Schließlich dürften auch die Signale, die von den Finanzmärkten kommen, die Antwort der Geldpolitik auf die straffere Fiskalpolitik beeinflussen. So kann eine kombinierte Analyse der Reaktionen an den Anleihe- und Devisenmärkten Informationen über die Markteinschätzung hinsichtlich der Auswirkungen eines Haushaltskonsolidierungspaketes liefern. Wenn die Finanzmärkte angesichts einer Konjunkturschwäche im Gefolge der Haushaltskonsolidierung mit einem Rückgang der kurzfristigen Zinsen rechnen, dann dürfte dies in niedrigeren Anleiherenditen und einer Währungsabwertung zum Ausdruck kommen. Den Auswirkungen der erwarteten Haushaltsvoranschläge auf die Finanzmärkte nach zu urteilen, traf dies 1996 in Deutschland zu. In einem solchen Fall können der Rückgang der Anleiherenditen und die Währungsabwertung einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bewirken, ein Effekt, der sich aber möglicherweise nur vorübergehend einstellt, wenn nicht auch die kurzfristigen Zinsen sinken. Wenn ein glaubwürdiges Haushaltskonsolidierungspaket auch die Inflations- oder die Risikoprämien reduziert, wie 1996 in Kanada, Italien oder Schweden, kann es demgegenüber vorkommen, daß die Währung bei sinkenden Anleiherenditen aufwertet (s. Kapitel V, Grafik V.8). Eine solche Reaktion dürfte den Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik vergrößern.

... und den  
Signalen der  
Finanzmärkte

Allerdings ist bei der Entscheidung, ob die Geldpolitik auf Veränderungen der Preise für Vermögenswerte reagieren soll, zu berücksichtigen, daß die Notenbanken die Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung möglicherweise anders beurteilen als die Finanzmärkte und die Preise für Vermögenswerte angesichts der erwarteten Wirtschaftsentwicklung überschießen können. Wie weiter unten erörtert wird, legt die weltweit starke Konvergenz bei den Anleiherenditen im Jahr 1996 nahe, daß dabei vielleicht auch spekulative Faktoren eine Rolle spielen. Dann könnte sich die Zinskonvergenz zum Teil zurückbilden, und die Geldpolitik sollte entsprechend behutsamer agieren.

## Entwicklung der Preise für Vermögenswerte

Vor dem Hintergrund eines allgemein gedämpften Wirtschaftswachstums und niedriger Inflationsraten verzeichneten die Anleihe- und Aktienmärkte im vergangenen Jahr erhebliche Kurssteigerungen. Aber obwohl die wirtschaftlichen Fundamentaldaten derzeit ein günstiges Bild liefern, herrscht Besorgnis, daß die Kurssteigerungen auf manchen Märkten nicht in vollem Umfang konsolidiert

Erhebliche Kurssteigerungen auf den Anleihe- und Aktienmärkten ...

werden können. Zwar wurde vor allem die mögliche Überbewertung der Aktienmärkte, insbesondere des US-Marktes, diskutiert, doch verdienen auch die jüngsten Kursanstiege auf den Anleihemärkten gesteigerte Aufmerksamkeit. Die starke Konvergenz der Anleiherenditen in Europa und der scharfe Rückgang der Renditen an traditionellen Hochzinsmärkten legen die Vermutung nahe, daß die jüngsten Kurssteigerungen zum Teil auf eine erhöhte Risikobereitschaft zurückzuführen sein könnten, die allerdings leicht in Risikoaversion umschlagen könnte.

... mit wenigen Ausnahmen

Auffallende Ausnahmen zum Trend steigender Kurse auf den Finanzmärkten im Berichtszeitraum bildeten der japanische Aktienmarkt und der US-Anleihermarkt. Während die anderen bedeutenden Aktienmärkte starke Kursanstiege aufwiesen, fiel der Wert der japanischen Aktien um 16%, und während die meisten wichtigen Anleihemärkte Kurserholungen verzeichneten, stiegen die langfristigen Zinssätze in den USA, was teilweise eine Reaktion auf Zeichen anhaltender wirtschaftlicher Dynamik war. Die Straffung der Geldpolitik im März dieses Jahres gab den langfristigen Zinsen in den USA zusätzlich Auftrieb und löste einen Kursrückgang am US-Aktienmarkt aus.

#### Entkopplung der Anleiherenditen

Eine bemerkenswerte Entwicklung auf den Anleihemärkten im vergangenen Jahr war der Rückgang der deutschen Renditen auf ein Niveau deutlich unter dem der USA. In jüngster Vergangenheit hat sich der Zinsabstand zwischen den USA und Deutschland am langen Ende weiter vergrößert und ist offenbar Ausdruck der unterschiedlichen Wirtschaftslage in den beiden Ländern. Noch erstaunlicher als diese – eifrig diskutierte – jüngste Entkopplung der Anleiherenditen ist aber wohl, daß sie nicht bereits früher zustande gekommen ist. Denn während der Zinsabstand am kurzen Ende zwischen den USA und Deutschland von Anfang 1993 bis Ende 1996 von fast –400 Basispunkten auf über +200 Basispunkte drehte, weitete er sich am langen Ende nur um rund 100 Basispunkte aus. So waren die trendbereinigten kurzfristigen Zinssätze im Zeitraum 1990–96 negativ korreliert – und zwar besonders ausgeprägt –, die langfristigen Zinssätze dagegen deutlich positiv.

Unterschiedliche Entwicklung der Kurzfristzinsen ...

... ohne Auswirkung auf Langfristzinsen

Der weitgehende Richtungsgleichschritt der langfristigen Zinsen in den drei größten Volkswirtschaften im Zeitraum 1990–96 bei deutlich unterschiedlicher Konjunkturlage wirft die Frage auf, ob nicht – selbst bei frei schwankenden Wechselkursen – internationale Faktoren die binnenwirtschaftlichen Determinanten für die langfristigen Zinsen überlagern. Dies würde bedeuten, daß

Korrelation bei lang- und kurzfristigen Zinssätzen*								
	USA und Deutschland				USA und Japan			
	1975–79	1980–84	1985–89	1990–96	1975–79	1980–84	1985–89	1990–96
Langfristig	0,52	0,65	0,81	0,61	0,19	0,40	0,67	0,52
Kurzfristig	0,80	0,74	0,60	–0,57	0,73	0,33	0,30	0,11

\* Zwischen den trendbereinigten Zinssätzen, berechnet als Differenz zwischen den tatsächlichen Zinssätzen und den unzentrierten gleitenden Durchschnitten der vorangegangenen zwei Jahre.  
 Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle IV.1

die Verbindung zwischen den Notenbankzinssätzen und den langfristigen Zinssätzen möglicherweise schwächer geworden ist. In Ländern, in denen die langfristigen Zinsen eine wichtige Rolle bei der geldpolitischen Transmission spielen, wäre die Geldpolitik dann in einer schwierigeren Situation. Hinsichtlich der Auseinanderentwicklung der kurz- und langfristigen Zinsen in Deutschland wird jedoch auch eine andere Erklärung vorgebracht, die in höherem Maße auf die landesspezifischen Umstände abstellt: Demnach spiegelt der Anstieg der langfristigen Zinsen in einer Phase wirtschaftlicher Schwäche Befürchtungen wider, daß der Euro weniger stark sein könnte als die D-Mark. Der Grund für die jüngste Entkopplung der Zinsen in Deutschland und den USA könnte sein, daß sich die Einschätzung in dieser Beziehung geändert hat oder die Märkte ihre Erwartungen hinsichtlich der deutschen Kurzfristzinsen aus anderen Gründen nach unten revidiert haben.

#### *Starke Konvergenz der Anleiherenditen in Europa*

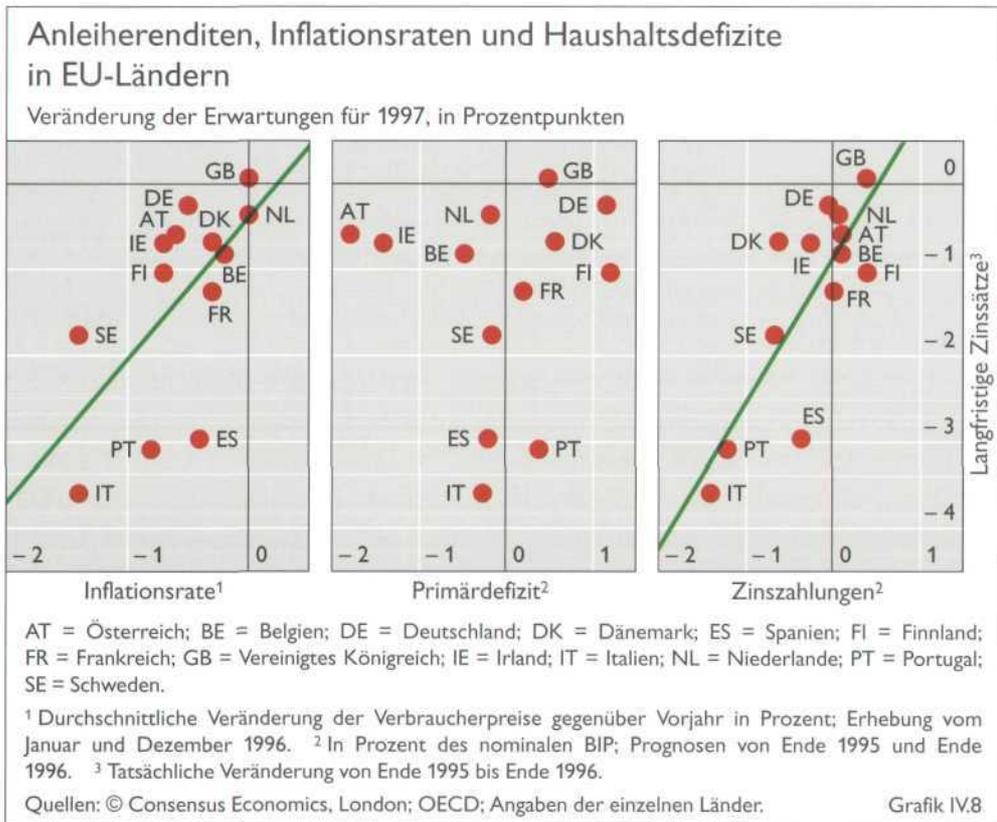
Mit dem Rückgang der deutschen Renditen unter das Niveau der US-Renditen gingen auch in Europa die Abstände gegenüber den deutschen Renditen beachtlich zurück. Der Aussicht auf die WWU kommt in Europa natürlich besondere Bedeutung zu. Da in einem künftigen gemeinsamen Währungsraum die kurzfristigen Zinssätze einheitlich sein werden, wirkt es sich deutlich auf die Renditedifferenzen aus, wenn die Teilnahme eines Landes an der WWU als wahrscheinlicher oder weniger wahrscheinlich eingeschätzt wird. Diese Wahrscheinlichkeit ist zunächst von politischen Faktoren abhängig, aber – noch wichtiger – auch davon, ob für die einzelnen Länder davon ausgegangen wird, daß sie die im Maastricht-Vertrag festgelegten Konvergenzkriterien erfüllen.

Diese Abhängigkeit von der Erfüllung der Maastricht-Kriterien, die u.a. die Konvergenz der Inflationsraten und der Anleiherenditen sowie die öffentliche Verschuldung und die öffentlichen Haushaltsdefizite im Jahr 1997 betreffen, hat zur Folge, daß die langfristigen Zinssätze stärker auf Änderungen der kurzfristigen Erwartungen hinsichtlich der Inflationsraten und der Haushaltssituation reagieren. Da die Konvergenz der langfristigen Zinsen selbst eines der Maastricht-Kriterien darstellt und niedrigere Zinsen die Erfüllung der Haushaltskriterien erleichtern, weil sie sowohl die Schuldenlast reduzieren als auch die negativen Nachfrageeffekte der Haushaltskonsolidierung teilweise kompensieren, kann eine entschlossene, auf die Erfüllung der Konvergenzkriterien gerichtete Wirtschaftspolitik einen sich selbst verstärkenden Prozeß mit niedriger Inflationsrate, verbesserter Haushaltslage und sinkenden Anleihezinsen in Gang setzen. Wenn Unsicherheiten über die Erfüllung des Inflationskriteriums und der fiskalischen Kriterien bestehen bleiben, erhöht aber die Abhängigkeit von der Erfüllung der Maastricht-Kriterien auch die Empfindlichkeit gegenüber umschlagenden Markterwartungen.

Wie bereits weiter oben erörtert wurde, ging die Konvergenz der Anleiherenditen Hand in Hand mit einer Konvergenz der Inflationsraten und einer weit verbreiteten Haushaltskonsolidierung. Wie im linken Bild von Grafik IV.8 gezeigt wird, fiel in den Ländern, in denen die langfristigen Zinsen im Jahr 1996 am stärksten zurückgingen, im selben Zeitraum auch die für 1997 erwartete durchschnittliche Inflationsrate am stärksten. Eine ähnliche Beziehung ist zwischen dem Rückgang der Anleiherenditen und der von der OECD vorgenommenen Korrektur der

Konvergenz der Anleiherenditen infolge höherer Wahrscheinlichkeit der WWU ...

... und konvergierender Fundamental-daten ...



Defiziterwartungen für 1997 nach unten festzustellen. Allerdings scheint diese Korrelation eher auf die positiven Auswirkungen niedrigerer Zinsen für die öffentliche Verschuldung als auf eine unerwartete Verstärkung der Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung zurückzuführen zu sein. Dies führt vor Augen, welche Gefahren mit einer signifikanten Umkehr der Renditenkonvergenz verbunden wären.

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten haben für die Renditenkonvergenz zwar eine Rolle gespielt, doch kann angesichts des durch niedrige Zinsen geprägten Umfelds auch das Streben nach hohen Anlagerenditen zu einer übertriebenen Zinskonvergenz geführt haben. Während der neunziger Jahre besteht eine starke positive Korrelation zwischen dem durchschnittlichen Niveau der kurzfristigen Zinsen in den drei größten Volkswirtschaften und den Renditenabständen der europäischen Hochzinsanleihen gegenüber den deutschen Anleihen. Ein weiteres Anzeichen für die Bedeutung dieses Faktors ist die Tatsache, daß die Konvergenz der Anleiherenditen nicht auf die europäischen Volkswirtschaften beschränkt geblieben ist (s. Kapitel VII). Die Erfahrungen im EWS-Wechselkursmechanismus zeigen schließlich, daß auf kurze Sicht manchmal ein Zusammenhang bestand zwischen Währungsaufwertungen und der sich daraus ergebenden Konvergenz der Zinssätze auf der einen und der Festigung des US-Dollars gegenüber der D-Mark auf der anderen Seite, wie dies z.B. auch im Jahr 1996 der Fall war (s. Kapitel V).

#### Aktienmärkte

Die Aktienkurse erreichten im vergangenen Jahr neue Rekordhöhen, wobei die Niederlande, Spanien und Schweden die größten Kursanstiege in der Berichtsperiode verzeichneten. In den meisten Fällen hatte es bereits während der

... aber weiterhin Gefahr einer partiellen Korrektur

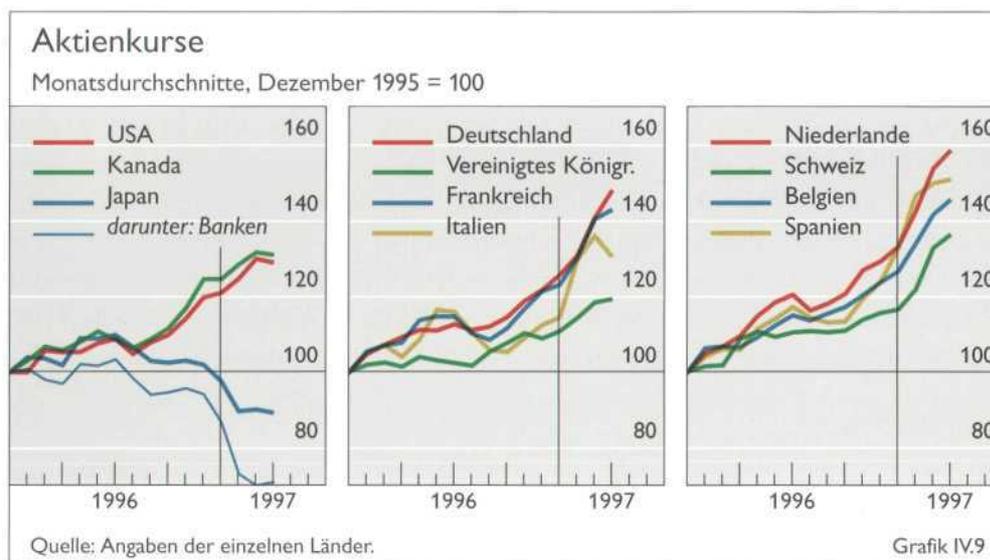
Aktienindizes auf Rekordhöhe ...

vorangegangenen vier oder fünf Jahre hohe kumulative Steigerungen gegeben. Die wichtigste Ausnahme zum Trend steigender Aktienkurse war Japan. Hier drückten die Besorgnis über die Wachstumseffekte der Haushaltskonsolidierung und die Unsicherheit über die Auswirkungen der bevorstehenden Deregulierung im Finanzbereich auf die Aktienkurse, und insbesondere japanische Bankaktien mußten starke Kursverluste hinnehmen. Ein wichtiger Faktor für den jüngsten Kursrutsch war die Auflösung gegenseitiger Aktienbeteiligungen, nachdem sich die Behörden gegen eine Hilfsaktion für die Aktionäre der in Konkurs gegangenen Hanwa Bank entschieden hatten.

In einigen Fällen wurden die jüngsten Aktienkurssteigerungen durch das kräftige Wachstum der Unternehmensgewinne unterstützt. In Schweden beispielsweise stieg der Gewinn je Aktie von Ende 1993 bis Ende 1996 jährlich um 41%. Auch die USA profitierten in diesem Zeitraum von sehr starken Gewinnzuwächsen. Der aufwertende US-Dollar hat auf einigen Märkten zu den Gewinnerhöhungen beigetragen. Multinationale Firmen mit beträchtlichen Beteiligungen in den USA oder einem großen Gewinnanteil in US-Dollar stellen einen erheblichen Anteil der Aktien, die z.B. an den deutschen, niederländischen und schweizerischen Aktienbörsen gehandelt werden. Begünstigt wurden die Unternehmensgewinne außerdem durch das größere Augenmerk, das auf die Steigerung der Effizienz und der Arbeitsproduktivität gerichtet wurde, sowie durch die aufgrund niedrigerer nominaler Zinssätze geringeren Finanzierungskosten.

... teilweise gestützt durch Gewinne ...

Hinter dem allgemeinen Ansteigen der Aktienkurse steht aber mehr als hohe Unternehmensgewinne. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis lag im März 1997 auf den meisten Märkten, einschließlich der USA, über dem Durchschnittsniveau der Jahre 1986–95; in den Niederlanden und der Schweiz war es auf Rekordhöhe. Als mögliche Ursachen für den weltweiten Trend zu höheren Kurs-Gewinn-Verhältnissen werden eine Reihe von Faktoren ins Treffen geführt: erstens die Auswirkungen niedrigerer Inflationsraten in den Industrieländern auf die Aktienrisikoprämien, zweitens niedrigere Realzinsen, soweit die jüngsten Rückgänge der nominalen Anleiherenditen geringere Realzinsen bedeuten (dieser Faktor hat zweifellos in den traditionellen Hochzinsländern Italien und Spanien eine Rolle gespielt), und drittens



Kurs-Gewinn-Verhältnisse <sup>1</sup>									
Land	Sept. 1987 <sup>2</sup>	Spitzenwert 1986–95		Durchschnitt 1986–95	Dez. 1995	Dez. 1996	März 1997	Nachrichtlich: Produktionslücke	
		Stand	Monat					1987 3.Q.	1996 4.Q.
USA	22	26	Mai 1992	18	18	21	21	0,3	0,2
Japan	70	74	Juni 1987	53	67	57	51	-2,9	-2,3
Deutschland	15	25	Dez. 1993	15	16	17	20	-1,7	-1,1
Frankreich	14	19	Jan. 1994	12	13	17	18	-2,2	-3,0
Italien	15	29	Mai 1994	17	14	17	19	-0,5	-1,5
Vereinigtes Königreich	17	21	Feb. 1994	15	16	16	16	3,5	-1,8
Kanada	18	33	Feb. 1994	17	15	20	21	2,1	-3,1
Niederlande	15	18	Feb. 1994	12	13	18	20	-0,7	-0,2
Schweiz	14	19	Feb. 1994	13	17	20	23	-1,2	-4,2
Belgien	15	20	Feb. 1994	14	14	16	18	-2,6	-3,0
Schweden	23	30	Feb. 1994	18	17	15	17	3,8	-1,5

<sup>1</sup> Verhältnis des Kurses zum ausgewiesenen Gewinn je Aktie. <sup>2</sup> Monat vor dem weltweiten Börsenkrach.  
 Quellen: Datastream; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle IV.2

zu einem gewissen Grade die verstärkte Tendenz von Unternehmen – insbesondere in den USA –, ihre eigenen Aktien zurückzukaufen.

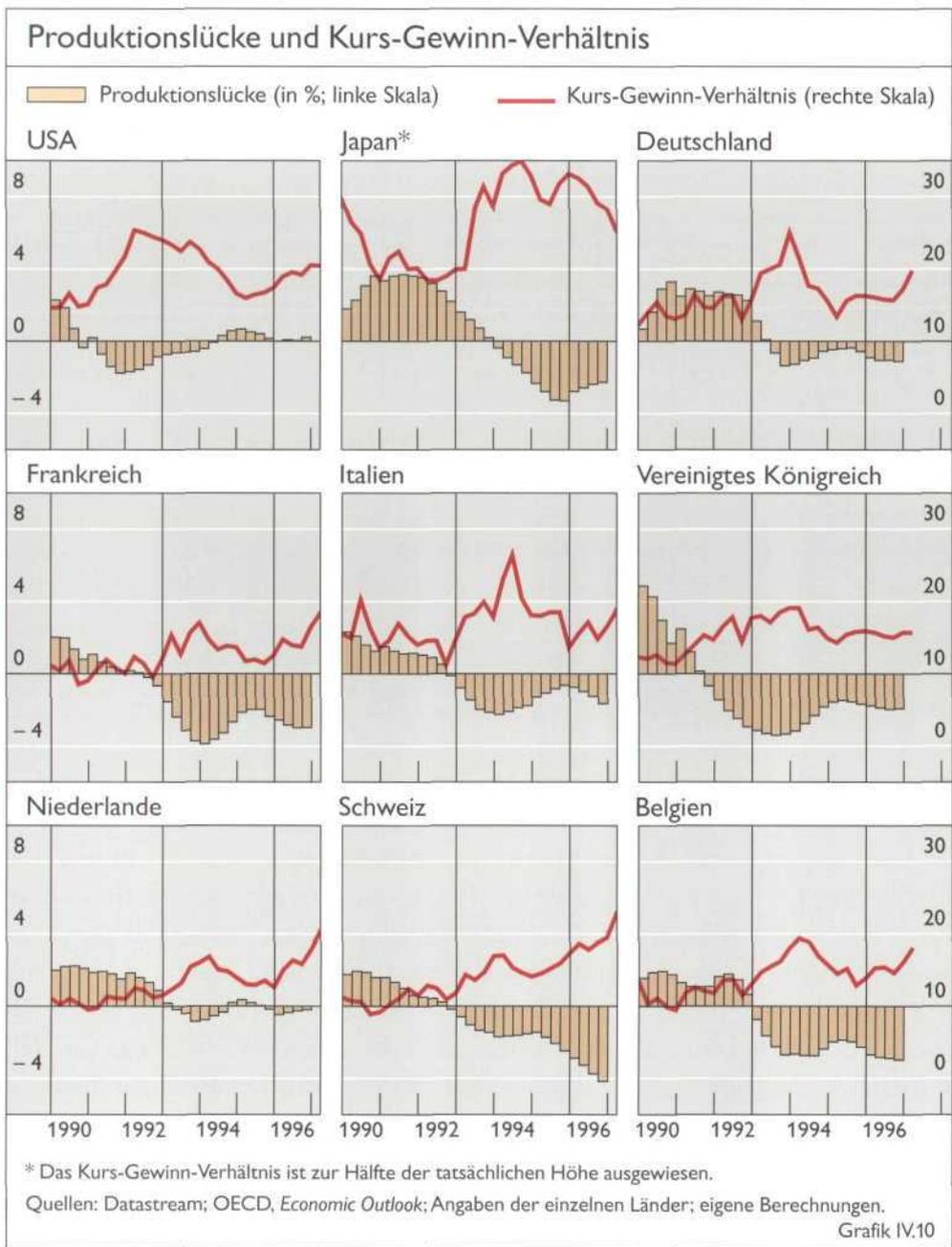
... werfen aber die Frage nach angemessenen Kursen auf

Die jüngst verzeichneten Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind besonders bemerkenswert, wenn man die jeweilige konjunkturelle Lage berücksichtigt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis erreicht üblicherweise in einem frühen Stadium der konjunkturellen Erholung seinen Höhepunkt, und zwar dann, wenn sich auf mittlere Sicht ein Potential für ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum ergibt. An diesem Standard gemessen erscheinen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse für den niederländischen und den US-Markt im März 1997 im historischen Vergleich relativ hoch, da zu diesem Zeitpunkt in beiden Volkswirtschaften die Produktionslücke im großen und ganzen schon geschlossen war.

Es könnte nützlich sein, die jüngste Situation mit jener vom September 1987 zu vergleichen. Im März 1997 war das Kurs-Gewinn-Verhältnis in Deutschland, Frankreich, Belgien und den Niederlanden höher als im September 1987, wobei sich jedes dieser Länder Anfang 1997 etwa im gleichen konjunkturellen Stadium befand

Inflationsbereinigter Gewinn je Aktie in den USA <sup>1</sup>					
	Zeitraum <sup>2</sup>				
	1965 4.Q.	1972 2.Q.	1977 1.Q.	1985 2.Q.	1994 3.Q.
Anstieg über drei Jahre <sup>3</sup>	0,2	4,7	3,3	0,6	15,4 <sup>4</sup>
Anstieg über sechs Jahre <sup>3</sup>	-3,7	3,2	-4,0	0,1	-

<sup>1</sup> Gewinn je Aktie deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex. <sup>2</sup> Quartal der geschätzten Schließung der Produktionslücke. <sup>3</sup> Ausgehend vom entsprechenden Referenzzeitraum, Jahresraten in Prozent. <sup>4</sup> Anstieg zwischen dem dritten Quartal 1994 und dem ersten Quartal 1997.  
 Quellen: OECD; nationale Angaben; eigene Schätzungen. Tabelle IV.3



wie zehn Jahre zuvor. Auf dem US-Markt war das Kurs-Gewinn-Verhältnis damals nicht außergewöhnlich hoch gewesen, und dennoch verloren die US-Aktien in der nachfolgenden weltweiten Korrekturphase ungefähr 30% ihres Wertes.

Ob sich die jüngsten Aktienkurssteigerungen als dauerhaft erweisen werden, wird teilweise von der künftigen Entwicklung der Unternehmensgewinne abhängen. Analysten rechnen für die nächsten 3–5 Jahre in den USA mit einem jährlichen durchschnittlichen Gewinnwachstum von 13%. Dabei wird argumentiert, daß es über die Konjunkturphase hinaus eine Reihe von Determinanten gibt, die das Wachstum der Unternehmensgewinne mitbestimmen, und es finden sich Anzeichen dafür, daß diese heute wahrscheinlich eine wichtigere Rolle spielen als in früheren Jahren. Seit sich die Produktionslücke in den USA im Jahr 1994 geschlossen hat, sind die Gewinne weit rascher gestiegen als in dieser Phase sonst

üblich (s. Tabelle IV.3). Erklärt werden das Gewinnwachstum der jüngsten Vergangenheit und seine erwartete Fortsetzung in der Zukunft u.a. mit rigorosen Kosteneinsparungen der Unternehmen, dem gesteigerten Tempo des technologischen Fortschritts, der sich in verminderten Kosten für Investitionsgüter niederschlägt, sowie mit der Öffnung neuer Märkte.

Die Nachhaltigkeit der jüngsten Aktienkurssteigerungen wird auch davon abhängen, inwieweit sich andere unterstützende Faktoren, wie z.B. die Aufwertung des US-Dollars 1995/96, als dauerhaft erweisen. Auch ein weiterer Anstieg der langfristigen Zinsen außerhalb der USA oder eine verminderte Risikobereitschaft der Marktteilnehmer würde die Aktienkurse unter Druck bringen. Jede deutliche Straffung der US-Geldpolitik würde sich wahrscheinlich in diese Richtung auswirken.

## Preise für Vermögenswerte und Geldpolitik

Preise für  
Vermögenswerte  
bedeutsam für  
Stabilität des  
Finanzsystems ...

Es gibt mehrere Gründe, warum Zentralbanken gegebenenfalls auf Preisbewegungen bei Vermögenswerten reagieren. Ein erster, auch in Kapitel VI und VIII diskutierter Grund ist die Gefährdung des Finanzsystems, die sich aus Fehlentwicklungen bei den Preisen für Vermögenswerte ergeben kann. In den späten achtziger Jahren stiegen die Preise von Sachvermögen und Finanzaktiva im Zusammenhang mit der Deregulierung der Finanzmärkte und einer raschen Kreditausweitung in vielen Ländern erheblich an. Als sich diese Preis- und Kurssteigerungen später als nicht dauerhaft erwiesen, kam es im Bankensystem zu umfangreichen Verlusten, die eine Verschärfung der Rezession bewirkten und den Aufschwung verzögerten. Diese Erfahrung führt die Risiken vor Augen, die sich ergeben, wenn die Geldpolitik die Preisentwicklungen bei Vermögenswerten unbeachtet läßt; allerdings muß eingeräumt werden, daß die Preissteigerungen der jüngeren Vergangenheit auf Finanzaktiva beschränkt sind und nicht mit einer raschen Kreditausweitung einhergehen. Daher dürften die Bankbilanzen heute weniger empfindlich auf Kurskorrekturen an den Finanzmärkten reagieren. Wenn sich die Bedenken hauptsächlich auf die Konsequenzen von Kurseinbrüchen für das Finanzsystem richten, erscheint es eher angemessen, die Aufsicht zu verstärken, als die Geldpolitik anzupassen.

... geldpolitische  
Transmission ...

Ein zweiter Grund, warum Zentralbanken gegebenenfalls auf Änderungen der Preise von Vermögenswerten reagieren, liegt in der Rolle, die diese Preise im geldpolitischen Transmissionsmechanismus spielen können. Steigende Preise für Vermögenswerte können sich direkt auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen auswirken und den Inflationsdruck verstärken. So können sich die Preise für Vermögenswerte, insbesondere bei Immobilien, die den Hauptteil des Vermögens der privaten Haushalte ausmachen, auf das Vermögen der privaten Haushalte und deren Konsumausgaben auswirken und die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen und somit deren Investitionsausgaben beeinflussen. Des weiteren wirken sie sich auf den Gegenwert von Sicherheiten und die Kreditbereitschaft der Banken aus. Die Bedeutung der Preise für Vermögenswerte zeigte sich im vergangenen Jahr deutlich im Vereinigten Königreich und in den Niederlanden, wo Vermögenszuwächse bei den privaten Haushalten ein wichtiger Faktor für die Konsumausgaben waren.

In der Praxis dürften die geldpolitischen Entscheidungsträger jedoch zögern, zu energisch auf Preisänderungen von Vermögenswerten zu reagieren. Insbesondere ist schwierig zu beurteilen, welches die Ursachen dieser Änderungen sind und ob es zu Auswirkungen auf die Investitions- und Konsumausgaben kommen wird. Die Kurseinbrüche an vielen Aktienmärkten im Jahr 1987 hatten offenbar nur geringe Auswirkungen auf die Konsumausgaben. Darüber hinaus ist schwer zu sagen, wie die Preise für Vermögenswerte auf geldpolitische Maßnahmen reagieren werden, da sie sehr stark von den Erwartungen hinsichtlich der künftigen Wirtschaftslage bestimmt sind. So könnte z.B. eine unerwartete Maßnahme eine viel stärkere Reaktion hervorrufen als eine erwartete. Es wäre daher wünschenswert, daß den Finanzmärkten die geldpolitischen Absichten signalisiert werden, insbesondere wenn die Politik ihren Kurs ändert. Da die Preise für Vermögenswerte von langfristigen Erwartungen bestimmt sind, muß überdies die Möglichkeit unerwünschter Reaktionen in Betracht gezogen werden. Beispielsweise könnte eine restriktivere Geldpolitik die Marktteilnehmer dazu veranlassen, von einer höheren Wahrscheinlichkeit für dauerhaftes inflationsfreies Wachstum auszugehen, was dann zu einem unmittelbaren Kursanstieg führen könnte.

Ein dritter Grund, warum Preise für Vermögenswerte für die konkrete Ausgestaltung der Geldpolitik nützlich sein könnten, liegt in ihrem Informationsgehalt, was die Erwartungen der Finanzmärkte bezüglich der künftigen Ausrichtung der Geldpolitik und der Wirtschaftslage betrifft. Zum Beispiel gibt es deutliche Hinweise darauf, daß die Neigung der Renditenstrukturkurve Rückschlüsse auf die Erwartungen in bezug auf die Geldpolitik, das Wirtschaftswachstum und die Inflation zuläßt. Da die Reaktion der Finanzmärkte auf erwartete Änderungen der Geldpolitik in der Regel schwächer ausfällt, kann die Politik rascher geändert werden, wenn die Märkte diese Änderung bereits vorweggenommen haben, was beispielsweise in den Anleiherenditen oder den Wechselkursen zum Ausdruck kommen würde.

Zwar können die Preise für Vermögenswerte nützliche Indikatoren sein, doch würde die direkte Ausrichtung der Geldpolitik an diesen Preisen die Gefahr mit sich bringen, daß sich Preisbewegungen im nachhinein selbst bestätigen. Wenn die Zentralbanken beispielsweise einen Anstieg der langfristigen Zinsen als Hinweis auf zunehmende Inflationserwartungen interpretieren, die eine restriktivere Geldpolitik rechtfertigen, würden sie damit den ursprünglichen Anstieg der langfristigen Zinsen bekräftigen. Dadurch könnte ein weiterer Anstieg der langfristigen Zinsen ausgelöst werden und dieser wiederum zu einer zusätzlichen Erhöhung der kurzfristigen Zinsen führen, die nicht durch die Fundamentaldaten gerechtfertigt wäre. Es erscheint daher unangebracht, automatisch auf Preise für Vermögenswerte zu reagieren. Die in ihnen möglicherweise enthaltenen Informationen können aber in die Prognosen der Zentralbanken zur zukünftigen Wirtschaftslage einfließen und auf diesem Weg eine Rolle bei der Formulierung der Geldpolitik spielen.

... und als  
Indikatoren für  
Erwartungen

## V. Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Zwei Themen des Jahres 1995 blieben auf den Devisenmärkten auch im vergangenen Jahr aktuell. Das erste war die Aufwärtsbewegung des US-Dollars, die sich in zwei Phasen vollzog: Fast das ganze Jahr 1996 hindurch wertete der Dollar trotz anhaltender Defizite in der US-Handelsbilanz langsam, aber stetig auf, weil die Marktteilnehmer auf seinen Zinsvorteil und dessen mögliche Ausweitung reagierten. Gegen Ende des Jahres – als sich die Stärke der US-Konjunktur deutlicher abzeichnete – legte der Dollar dann gegenüber der D-Mark und dem Yen kräftig zu.

Der steigende Dollar war von einer Festigung europäischer Währungen gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken begleitet. Dies unterstützte die Finnmark bei ihrem Eintritt in den EWS-Wechselkursmechanismus im Oktober und die italienische Lira bei ihrem Wiedereintritt im November. Festere europäische Währungen und damit einhergehende niedrigere Anleiherenditen waren Ausdruck einer erwarteten – und damit auch wahrscheinlicher werdenden – Einführung des Euro, womit das zweite Thema der Berichtsperiode angesprochen wäre.

Die Marktteilnehmer rechnen eindeutig mit der Einführung des Euro: Die Devisenterminkurse weisen auf stabile Wechselkurse zwischen einer Anzahl von Währungen hin, deren Teilnahme an der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) für am wahrscheinlichsten gehalten wird. Die Devisenmärkte werden durch die Einführung des Euro wahrscheinlich bis zu 10% der weltweiten Devisentransaktionen einbüßen und haben begonnen, ihren Schwerpunkt auf das rasch wachsende Geschäft mit dem Handel von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften zu verlagern. Die Marktkommentatoren konzentrierten sich vornehmlich auf die möglichen Umschichtungen der Währungsreserven bei Einführung des Euro, aber Veränderungen in der privaten Vermögensverwaltung und im weltweiten Schuldenmanagement könnten sich letztlich als bedeutsamer erweisen. Auch dann sollte der Effekt solcher Portfolioumschichtungen auf die Wechselkurse allerdings nicht überschätzt werden. Unterschiede in der Wachstumsdynamik in den größeren Volkswirtschaften und die damit zusammenhängenden Unterschiede in der Geldpolitik dürften einen weit stärkeren Einfluß auf die Wechselkurse haben.

Die endgültige internationale Rolle von Euro, Dollar und Yen wird zum Teil davon abhängen, inwieweit diese Währungen von Drittländern als Anker verwendet werden. Der auf einem großen Währungsraum basierende Euro könnte diese Rolle möglicherweise besser spielen als seine Vorgängerwährungen; allerdings hat der Dollar den Vorteil, schon heute eine wichtige Ankerwährung zu sein. Die Wechselkurspolitik von Ländern mit raschem Wirtschaftswachstum wird für die künftige internationale Rolle des Euro von großer Bedeutung sein.

## US-Dollar, D-Mark und Yen

Die Festigung des Dollars gegenüber Yen und D-Mark spiegelte die gegenwärtige und künftige Konjunktorentwicklung sowie die darauf basierenden Erwartungen in bezug auf die Geldpolitik wider. Sie trug dazu bei, die kurzfristige Wechselkursvolatilität 1996 meist niedrig zu halten, obwohl sich die Frage stellt, ob dabei nicht auch die zunehmende Verwendung neuer Devisenmarktinstrumente eine Rolle spielte. Da die wichtigsten Wechselkurse während des Großteils des Jahres innerhalb enger Bandbreiten notierten, gab es seitens der drei größten Volkswirtschaften während der letzten neun Monate des Jahres 1996 bemerkenswerterweise keine offiziellen Interventionen. Das Rekordwachstum der Währungsreserven ist vielmehr auf umfangreiche Kapitalzuflüsse nach Asien, Lateinamerika und in Teile Europas zurückzuführen.

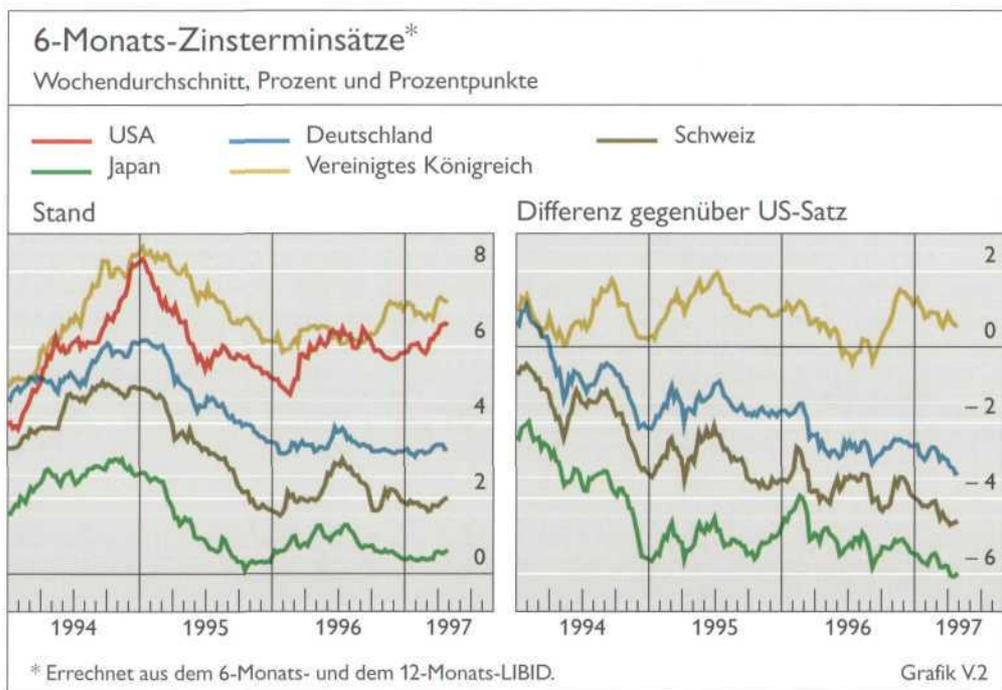
### US-Dollar und Konjunktorentwicklung

Die unterschiedliche Konjunktorentwicklung in den USA, Deutschland und Japan (s. Kapitel II) prägte die Erwartungen hinsichtlich der relativen Ausrichtung der Geldpolitik in den drei Ländern. Nachdem die Erwartungen 1996 lange Zeit geschwankt hatten, festigten sie sich gegen Ende des Jahres; für die USA wurde eine Erhöhung der Notenbankzinsen erwartet, um die robuste US-Konjunktur zu zügeln, und für Deutschland und Japan wurde mit weiterhin niedrigen Zinsen gerechnet. Die Differenzen der Zinsterminsätze (s. Grafik V.2) spiegeln diese Erwartungen wider und sind zentral für das Verständnis der Entwicklung der drei Währungen während des Jahres 1996.

In der ersten Jahreshälfte stieg der Dollar, weil für Deutschland angesichts schlechter Wirtschaftsdaten eine Lockerung der Geldpolitik erwartet und für Japan

Dollarhandel innerhalb enger Bandbreite bei sich ändernden Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik ...

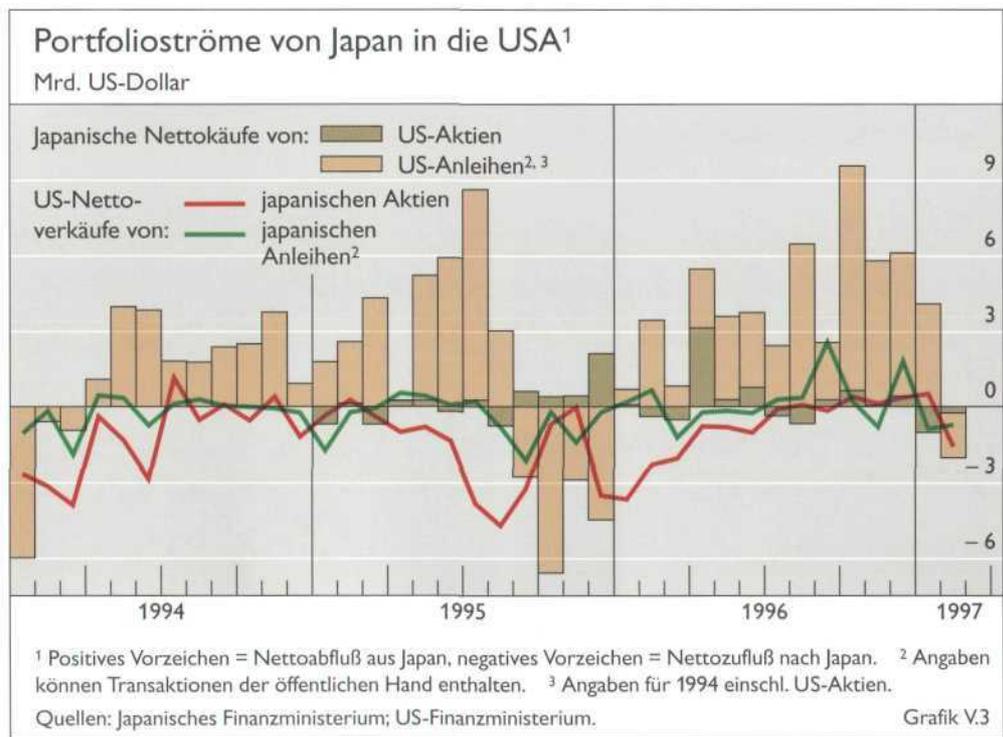




mit gleichbleibend niedrigen Zinsen gerechnet wurde. Die Erwartungen bezüglich niedriger japanischer Zinssätze änderten sich lediglich vorübergehend, als die Bank of Japan Ende April andeutete, daß eine wirtschaftliche Erholung von höheren Zinsen begleitet würde, reagierten aber überhaupt nicht, als im Juni außergewöhnlich gute Daten für das Produktionswachstum im ersten Quartal veröffentlicht wurden.

Im dritten Quartal 1996 reagierte der Dollar auf geänderte Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik in Deutschland und den USA und notierte im Bereich DM 1,47–1,53. Gegenüber dem Yen legte er auf über ¥ 110 zu, als die Aktienkurse in Japan sanken und weitere Anzeichen auftraten, daß die japanische Erholung nicht ohne weiteres Fuß fassen würde. Diese Umstände legten weiterhin niedrige japanische Zinsen nahe. Der Kursanstieg des Dollars wurde durch den Rückgang der US-Aktienkurse am 16. Juli vorübergehend unterbrochen; der Dollar verlor dabei 3 Pfennig gegenüber der D-Mark. Die Aktienanleger reagierten offenbar auf die Anzeichen raschen Wirtschaftswachstums, was Befürchtungen verstärkte, daß die Federal Reserve gezwungen sein könnte, die Zinsen – ähnlich wie 1994 – drastisch anzuheben. Die Tatsache, daß der Dollar parallel zu den Kursen an der Aktienbörse fiel, statt mit den Dollarzinsen anzusteigen, warf die allgemeinere Frage nach dem Zusammenhang zwischen dem Dollarkurs und den Preisen für US-Vermögenswerte auf.

Im letzten Quartal 1996 zog der Dollar gegenüber dem Yen weiter an, obwohl die Marktteilnehmer wieder zu der Auffassung gelangt waren, daß die US-Geldpolitik unverändert bleiben würde. In Japan verringerte sich infolge der schwachen Wirtschaftsdaten und der Befürchtungen hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Anhebung der Zinsen. Darüber hinaus begannen die japanischen Investoren den Kauf von höherrentierenden ausländischen Anleihen als weniger risikoreich zu betrachten, da zum einen die Spannungen im Handel zwischen Japan und den USA ungewöhnlich gedämpft blieben und zum anderen die Renditen japanischer Staatsanleihen unter 3% fielen



(s. Grafik V.3). Der starke Abfluß von Portfoliokapital aus Japan wurde durch das Fernbleiben ausländischer Investoren vom Tokioter Aktienmarkt verstärkt. Selbst nachdem die japanischen institutionellen und privaten Anleger wieder Fremdwährungspapiere zu kaufen begonnen haben, bleiben die grenzüberschreitenden Transaktionen jedoch deutlich unter dem Niveau vom Boomjahr 1989 (s. Tabelle V.1).

Gegen Jahresende wurde der Wechselkurs zwischen Dollar und D-Mark durch Meinungsänderungen in bezug auf die Wahrscheinlichkeit der Währungsunion und Erwartungen einer möglichen Lockerung der Geldpolitik durch die Deutsche Bundesbank beeinflusst. In einer Phase von ausgeprägtem WWU-Optimismus gewann der Dollar Ende November, als die italienische Lira wieder dem EWS-Wechselkursmechanismus beitrug, und Anfang Dezember an Stärke. Darüber hinaus verschoben sich die Erwartungen um die Jahreswende ein weiteres Mal in Richtung einer Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve, wodurch

... jedoch Dollaranstieg am Jahresende infolge unmittelbarer Aussicht auf höhere US-Zinsen

Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen <sup>1</sup>											
	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	in Prozent des BIP										
USA	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	164
Japan	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	84 <sup>2</sup>
Deutschland	5	7	33	66	57	55	85	171	159	172	200
Frankreich		5	21	52	54	79	122	187	201	180	227 <sup>3</sup>
Italien	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	468
Kanada	3	10	27	55	64	81	113	153	212	194	258

<sup>1</sup> Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden. <sup>2</sup> Ermittelt aus Angaben zur Abwicklung. <sup>3</sup> Januar–September, hochgerechnet auf Jahresbasis.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.1

Kaufkraftparität und fundamentaler Gleichgewichtswert des US-Dollars (geschätzt)						
	Wechselkurs <sup>1</sup> gegenüber dem Dollar	Kaufkraftparität		Kaufkraftparität, produktivitätsbereinigt	Fundamentaler Gleichgewichts-Wechselkurs	
		OECD <sup>2</sup>	Penn <sup>3</sup>	Goldman Sachs <sup>4</sup>	IIE	SBV <sup>4</sup>
D-Mark	1,70	2,05	2,12	1,51	1,45–1,50	1,42
Yen	123	172	188	112	100	94

<sup>1</sup> 9. Mai 1997. <sup>2</sup> Jahresdurchschnitt 1996. <sup>3</sup> 1992. <sup>4</sup> Anfang 1997.  
 Quellen: OECD; Penn World Tables 5.6; Goldman Sachs; John Williamson, unveröffentlichte Aktualisierung der Schätzungen aus *Estimating equilibrium exchange rates*, Institute for International Economics (IIE), Washington D.C. (September 1994) vom April 1996; Schweizerischer Bankverein (SBV). Tabelle V.2

der Dollar weiter anstieg. Dies veranlaßte die G7-Finanzminister im Februar 1997 zu der Äußerung, daß die deutliche Verzerrung der Wechselkurse vom Jahr 1995 nunmehr korrigiert sei. Zum Zeitpunkt ihres Treffens hatte der Dollar seit seinem Tief vom Frühjahr 1995 gegenüber der D-Mark um 20% und gegenüber dem Yen um 52% an Wert gewonnen. Gegen Ende Februar und im März stieg der Dollar weiter an, und die von den Märkten in hohem Maße vorweggenommene geldpolitische Straffung der Federal Reserve gegen Ende März wirkte sich nur geringfügig aus. Im April wertete der Dollar weiter auf, als sich in den USA Hinweise auf eine starke Nachfrage nach Arbeitskräften und auf einen zunehmenden Lohnkostendruck bestätigten, während in Deutschland die Arbeitslosigkeit hoch blieb und in Japan Steuererhöhungen die Nachfrage zu dämpfen drohten.

Bedeutung des Dollars für die Konjunktur ...

Diese allgemeinen Wechselkursbewegungen haben tendenziell dazu geführt, daß sich die weltwirtschaftliche Nachfrage zugunsten der schwächer wachsenden Volkswirtschaften verschoben hat. Die Wechselkursänderungen sind Europa gewiß zugute gekommen (s. Kapitel II), weil die Exporttätigkeit angekurbelt und das Wachstum in einer Phase unterstützt wurde, in der sich die EU-Regierungen bemühten, ihre Haushaltsdefizite vor der Einführung der gemeinsamen Währung zu verringern. Der stärkere Dollar half auch, die Gefahr einer Überhitzung der US-Wirtschaft einzudämmen. In einer längerfristigen Perspektive stellt sich allerdings die Frage, ob das aktuelle Dollarniveau den Fundamentaldaten entspricht.

... und langfristige Fundamentaldaten

An seiner Kaufkraft gemessen bleibt der Dollar unterbewertet (s. Tabelle V.2), denn für Reisende sind Waren und Dienstleistungen in den USA noch immer günstiger als in Europa oder in Japan. Gemessen an der Dynamik der US-Auslandsvermögensposition bietet sich allerdings ein anderes Bild. Langfristig befindet sich der Wechselkurs im Gleichgewicht, wenn der gewogene Außenwert einer Währung mit einer Leistungsbilanzposition kompatibel ist, bei der das Verhältnis zwischen Auslandsverschuldung und BIP konstant bleibt. Ausgehend von Marktkursen vom Mai 1997 und mit Hinweis darauf, daß solche Schätzungen zwangsläufig problematisch sind, ergibt sich für den Dollar eine leichtere Überbewertung gegenüber der D-Mark und eine stärkere Überbewertung gegenüber dem Yen. Zwar dürfte eine Vergrößerung des US-Leistungsbilanzdefizits nur langsam sichtbar werden, doch weist das Handelsbilanzdefizit vom Januar in Höhe von \$ 18 Mrd. darauf hin, daß dieser Prozeß möglicherweise schon begonnen hat. Der Überschuß Japans hat offenbar bereits im Jahr 1996 aufgehört zu sinken.

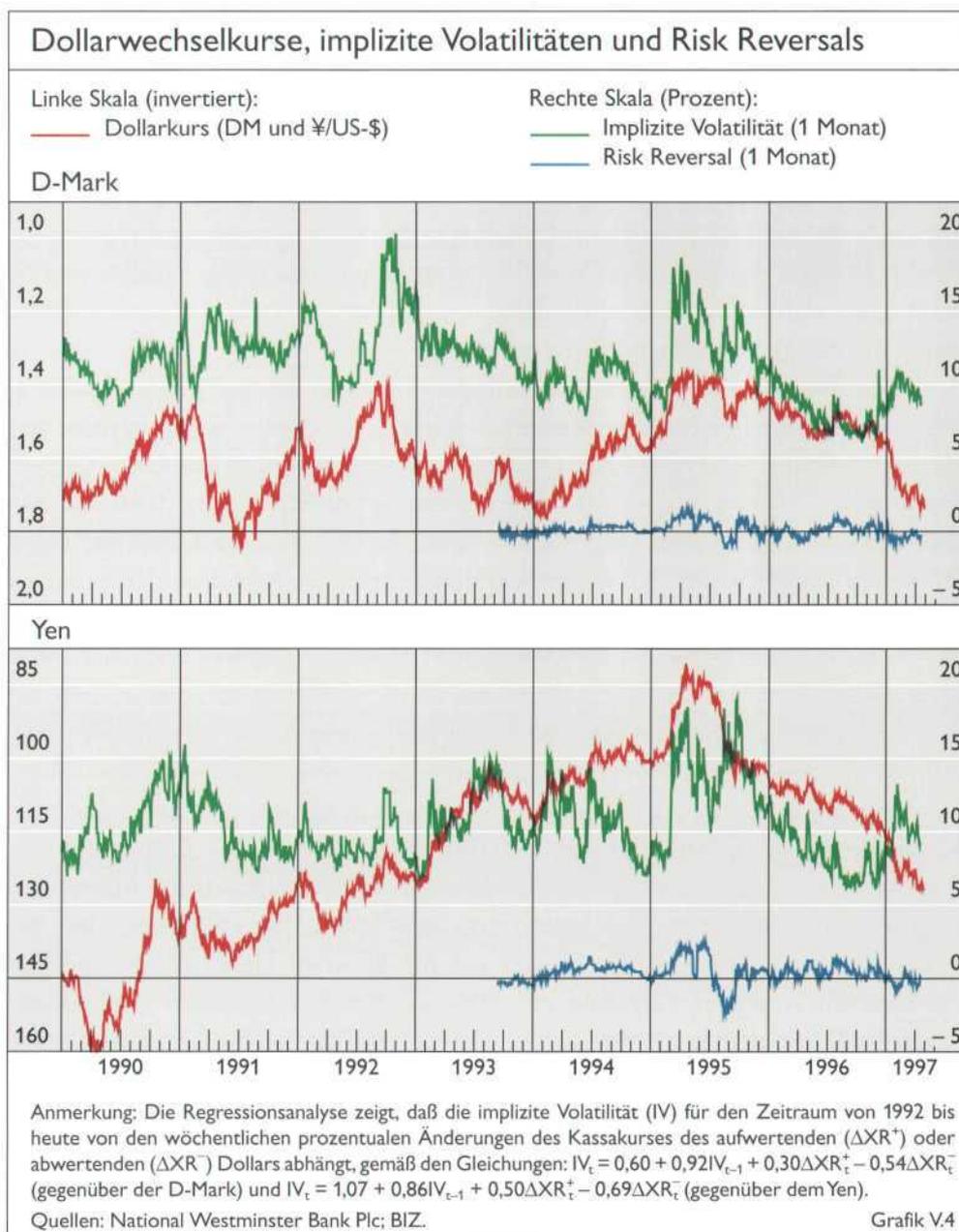
## Volatilität und Dollarzyklus

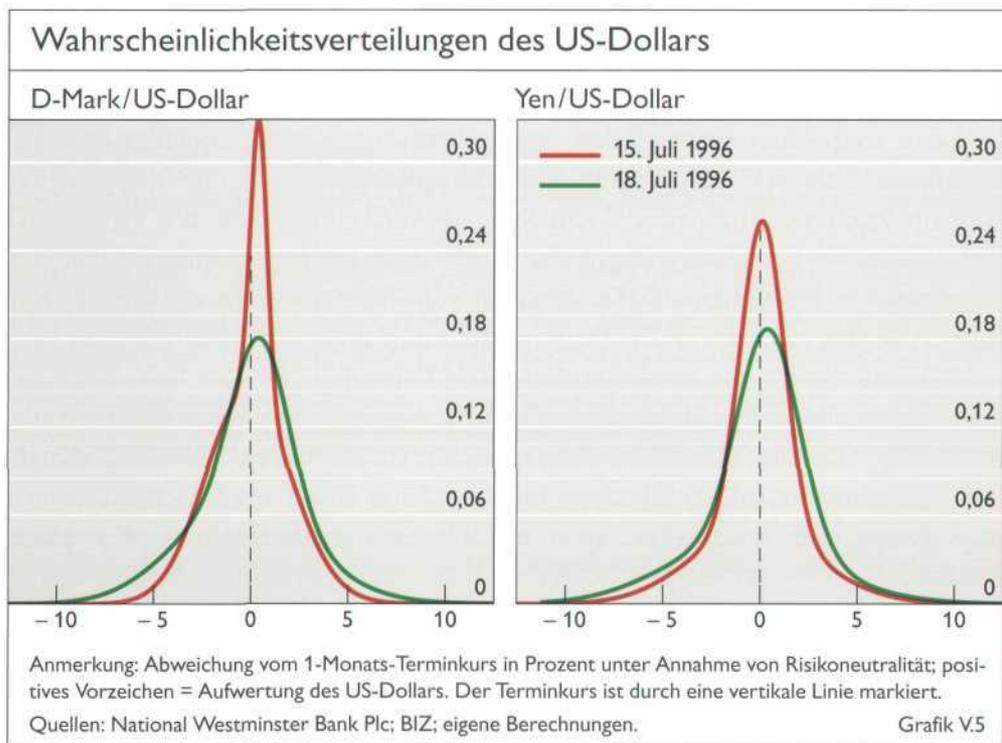
Der durchschnittliche Anstieg des Dollars seit 1995 ist leichter zu erklären als die ungewöhnlich enge Spanne kurzfristiger Schwankungen bei den wichtigsten Wechselkursen oder die niedrigen Preise für Währungsoptionen (geringe implizite Volatilität), die 1996 über weite Strecken zu verzeichnen waren (s. Grafik V.4). Die größeren Zentralbanken sahen keine Veranlassung, auf solch ruhigen Märkten zu intervenieren, und warfen die Frage nach der Nachhaltigkeit dieser niedrigen Volatilität auf. Die Diskussion konzentrierte sich auf eine neue Generation von Optionen als Ursache für eine dauerhaft niedrigere Volatilität. Allerdings muß eingeräumt werden, daß die Dollarentwicklung diese – möglicherweise nur vorübergehende – ruhige Phase begünstigt haben könnte.

Der Aufwärtstrend des Dollars ist möglicherweise einer der Gründe für seine geringe Volatilität im Jahr 1996. Da die USA gegenüber dem Ausland eine Netto-

Geringe Volatilität durch ...

... Dollartrend ...





schuld akkumuliert haben und nach wie vor ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen, haben die weltweiten Investoren und die internationalen Händler offene Nettoforderungen in Dollar. Der Druck, sich gegen einen fallenden Dollar abzusichern, resultiert in teureren Optionen (höhere implizite Volatilität) als der gleichzeitige, aber schwächere Druck, sich gegen einen steigenden Dollar zu schützen. So ließ die starke Dollaraufwertung um die Jahreswende die implizite Volatilität nicht über ihr durchschnittliches Ausmaß steigen.

Die Dollarschwäche von Mitte Juli wies auf einen Zusammenhang zwischen dem weltweiten Finanzvermögen und dem Preis von Dollaroptionen hin. Als der US-Aktienmarkt und andere Aktienmärkte und mit ihnen der US-Dollar einen Einbruch erlitten, stieg der Preis von Dollaroptionen, d.h., die implizite Volatilität erhöhte sich (was in einer breiteren Wahrscheinlichkeitsverteilung zum Ausdruck kommt), und die Marktteilnehmer setzten verstärkt auf eine weitere Abwertung des US-Dollars (was sich in einer Verdickung des linken Astes der Wahrscheinlichkeitsverteilung äußert; s. Grafik V.5).

Die generell niedrige implizite Volatilität im Jahr 1996 war möglicherweise auch Ausdruck der zunehmenden Beliebtheit einer neuen Generation von Optionen, der sogenannten Korridor- oder Binäroptionen, bei den Investoren. Bevor solche Optionen auf dem Markt waren, konnte ein Anleger, der mit weitgehend stabilen Wechselkursen rechnete, Puts und Calls um den Tageskurs verkaufen. Diese Strategie barg im allgemeinen das Risiko *unbegrenzter* Verluste für den Fall starker Wechselkursbewegungen; daher gingen nur wenige, spekulativ orientierte Anleger solche Positionen ein und auch dann nur für Kontrakte mit kurzer Laufzeit. Mit den Optionen der neuen Generation können Investoren, die nicht bereit sind, mehr als einen bestimmten Betrag zu riskieren, nun ohne weiteres auf stabile Wechselkurse setzen, und das sogar mit einem zeitlichen Horizont bis zu einem Jahr. Mit Korridoroptionen kann der Anleger gegen Zahlung

... und neue Teilnehmer am Optionsmarkt

einer *bestimmten* Prämie ein attraktives Mehrfaches dieses eingesetzten Betrags erhalten, wenn der Wechselkurs innerhalb des gegebenen Korridors *bleibt*; wenn der Wechselkurs den Korridor *verläßt*, bleibt der Verlust auf die Prämie beschränkt.

Die weltweiten Finanzmärkte waren 1996 durch hohe Liquidität und das allgemeine Streben nach höheren Renditen gekennzeichnet, und diese neuen Finanzinstrumente eröffneten noch einen weiteren Weg, um die Erträge zu steigern. Im vorhinein festgelegte Zahlungen ermöglichten es neuen Gruppen von Anlegern, Positionen auf die Volatilität von Wechselkursen einzugehen, u.a. sogar Anlegern mit einer Präferenz für Festzinsprodukte und einer geringen Verlusttoleranz ebenso wie Investmentfonds und Unternehmen. Zur Illustration sei eine Privatkundenanlage in Schweizer Franken angeführt, die nicht verzinst wurde, wenn der Franken/Dollar-Wechselkurs einen vorgegebenen Korridor verließ (ein Opportunitätsverlust), aber eine Verzinsung über dem marktüblichen Zinssatz (das attraktive Mehrfache) bot, wenn der Wechselkurs innerhalb des Korridors verblieb.

Korridoroptionen trugen im letzten Jahr möglicherweise auch zur Verringerung der Wechselkursvolatilität bei. Marktmacher, die die gegenläufigen Positionen einnahmen, sicherten sich ab, indem sie klassische Optionen verkauften oder indem sie den Dollar am Kassamarkt kauften, wenn er fiel, und verkauften, wenn er stieg. Diese beiden Absicherungsstrategien verstärkten tendenziell den Rückgang der impliziten Volatilität und halfen, die Kassakurse innerhalb der Bandbreiten zu halten. Als gegen Jahresende die Stärke der US-Wirtschaft deutlicher erkennbar wurde, konnten die neuen Optionen allerdings weder den Dollaranstieg noch die Rückkehr der Volatilität auf ein normales Niveau verhindern.

#### *Entwicklung der Währungsreserven und Finanzierung der Leistungsbilanz*

Die offiziellen Devisenreserven wuchsen im vergangenen Jahr um den Rekordbetrag von fast \$ 200 Mrd. (zu konstanten Wechselkursen), obwohl die Währungsbehörden in Deutschland und den USA 1996 und auch im ersten Quartal 1997 auf Devisenmarktinterventionen verzichteten (s. Tabelle V.3). Auch die Bank of Japan intervenierte – nachdem sich ihre Devisenreserven durch Interventionen und Zins-einkünfte im ersten Quartal 1996 um \$ 21 Mrd. erhöht hatten – während der darauffolgenden zwölf Monate offenbar nicht mehr. Die Zunahme der japanischen Reserven um \$ 14 Mrd. während der letzten neun Monate des Jahres 1996 dürfte hauptsächlich Erträge aus der Verwaltung eines Bestands an Devisenreserven widerspiegeln, der Ende des Jahres \$ 207 Mrd. erreichte. Die Ausweitung der Devisenreserven entfiel vor allem auf andere Länder Asiens, insbesondere China, sowie auf Lateinamerika. In Europa bauten Italien und Spanien ebenfalls beträchtliche Reserven auf, weil ausländische Investoren Peseta- und Lira-Anleihen kauften und die spanische und die italienische Notenbank intervenierten, um US-Dollar oder D-Mark zu kaufen.

Die USA finanzierten den Großteil ihres Leistungsbilanzdefizits im Jahr 1996 durch Kapitalimporte der öffentlichen Hand. Dies war auch 1987 und 1995 der Fall gewesen, aber im vergangenen Jahr stellten sich die Bestimmungsgründe hierfür anders dar. In den Jahren 1987 und 1995 wurde der Dollarkurs dadurch beeinträchtigt, daß die privaten ausländischen Investoren nicht bereit waren, die dem US-Leistungsbilanzdefizit gegenüberstehenden Dollarbeträge zu den geltenden

Rekordwachstum der Währungsreserven trotz begrenzter Interventionen wichtiger Zentralbanken

US-Kapitalimporte der öffentlichen Hand infolge von Kapitalzuflüssen in die aufstrebenden Volkswirtschaften

Offizielle Währungsreserven					
	1993	1994	1995	1996	Stand Ende 1996
Mrd. US-Dollar					
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	110,9	151,8	199,4	169,5	1 517,8
Industrieländer	32,0	60,9	80,1	72,9	707,0
Junge Industrieländer Asiens <sup>1</sup>	20,5	30,3	21,3	15,6	261,6
Übrige Länder	58,4	60,6	98,0	81,0	549,2
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen <sup>2</sup>				
Insgesamt	115,7	111,6	181,8	196,5	1 517,8
Reserven in US-Dollar	73,9	91,8	156,1	145,8	1 041,5
darunter:					
In den USA <sup>3</sup>	66,4	38,3	106,0	122,0	712,1
Bei Banken außerhalb der USA <sup>4</sup>	0,6	30,0	-15,4	19,2	126,2
Nicht aufgliederbar	6,9	23,5	65,5	4,6	203,2
Reserven in anderer Währung	41,8	19,8	25,7	50,7	476,3
darunter: Bei Banken <sup>4</sup>	6,2	1,8	7,7	8,0	122,1

<sup>1</sup> Hongkong, Korea, Singapur, Taiwan. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende. Differenz auf Basis der bekannten Reserven zugeordnet. <sup>3</sup> Ohne erhaltene Vorauszahlungen auf Verkäufe von Rüstungsgütern im Ausland und ohne Marktwert von Nullkuponanleihen, emittiert für die Regierungen Argentiniens, Mexikos und Venezuelas als Sicherheit für deren Brady-Anleihen. <sup>4</sup> Einlagen von Währungsinstitutionen bei den an die BIZ berichtenden Banken.

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

Wechselkursen und Zinssätzen zu akzeptieren; die sich daraus ergebende Schwäche des Dollars gegenüber wichtigen Währungen veranlaßte die Währungsbehörden der Zehnergruppe zu Stützungsinterventionen. Im Jahr 1996 festigte sich der Dollar dagegen, und das allgemeine Streben nach höheren Renditen auf den weltweiten Finanzmärkten (s. Kapitel III, VI und VII) führte zu starken Kapitalströmen in die aufstrebenden Volkswirtschaften. Da viele dieser Länder ihre Währung an den Dollar binden, bewirkten die nachfolgenden Devisenmarktinterventionen eine Zunahme der Reserven, die im allgemeinen in US-Bundesschatzpapieren und anderen liquiden Dollarpapieren angelegt wurden.

Bei der Rückschleusung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses spielte der Privatsektor im Jahr 1996 die Hauptrolle. Da die Renditen inländischer Anleihen unter 3% lagen und Handelskonflikte sowie die damit einhergehende Gefahr eines stärkeren Yen gedämpft waren, kauften japanische institutionelle Investoren ebenso wie private japanische Haushalte höherverzinsliche Anleihen aus den USA (\$ 45 Mrd.), dem Vereinigten Königreich (\$ 10 Mrd.), Kanada (\$ 4 Mrd.) und Australien (\$ 3 Mrd.).

## Europäische Währungen und kanadischer Dollar

Der letztjährige Jahresbericht hob ein Muster von Wechselkursbeziehungen hervor, das einen Zusammenhang herstellt zwischen den Richtungsänderungen der europäischen Wechselkurse und den Veränderungen des Dollar/DM-Kurses.

Dieses Muster kann durch Handelsverflechtungen, den internationalen Konjunkturzusammenhang und internationale Portfoliopräferenzen erklärt werden.

### Wechselkurszusammenhänge

Die Festigung des US-Dollars gegenüber der D-Mark während des Jahres 1996 und in den ersten Monaten des Jahres 1997 war von einer Stärkung der meisten europäischen Währungen – mit der auffallenden Ausnahme des Schweizer Frankens – gegenüber der D-Mark begleitet (s. Grafik V.6). Diese jüngsten Wechselkursbewegungen entsprechen einem bereits in der Vergangenheit beobachteten Muster: Wenn die D-Mark gegenüber dem US-Dollar abwertet, wertet der Schweizer Franken noch stärker ab; auch die meisten anderen europäischen Währungen werten gegenüber dem US-Dollar ab, aber in einem geringeren Ausmaß als die D-Mark, so daß sie gegenüber der D-Mark aufwerten. Gleichzeitig werten der kanadische und der australische Dollar gegenüber dem US-Dollar auf (s. Grafik V.7). Die Währungen der Nachbarländer Deutschlands sowie jüngst der Escudo und die Peseta zeichnen die Bewegungen der D-Mark in der Regel ziemlich genau nach. Hingegen folgen das Pfund Sterling, das irische Pfund, die italienische Lira und die schwedische Krone der D-Mark nur den halben Weg oder etwas weiter.

Reaktion auf Dollar/DM-Kurs abhängig von ...

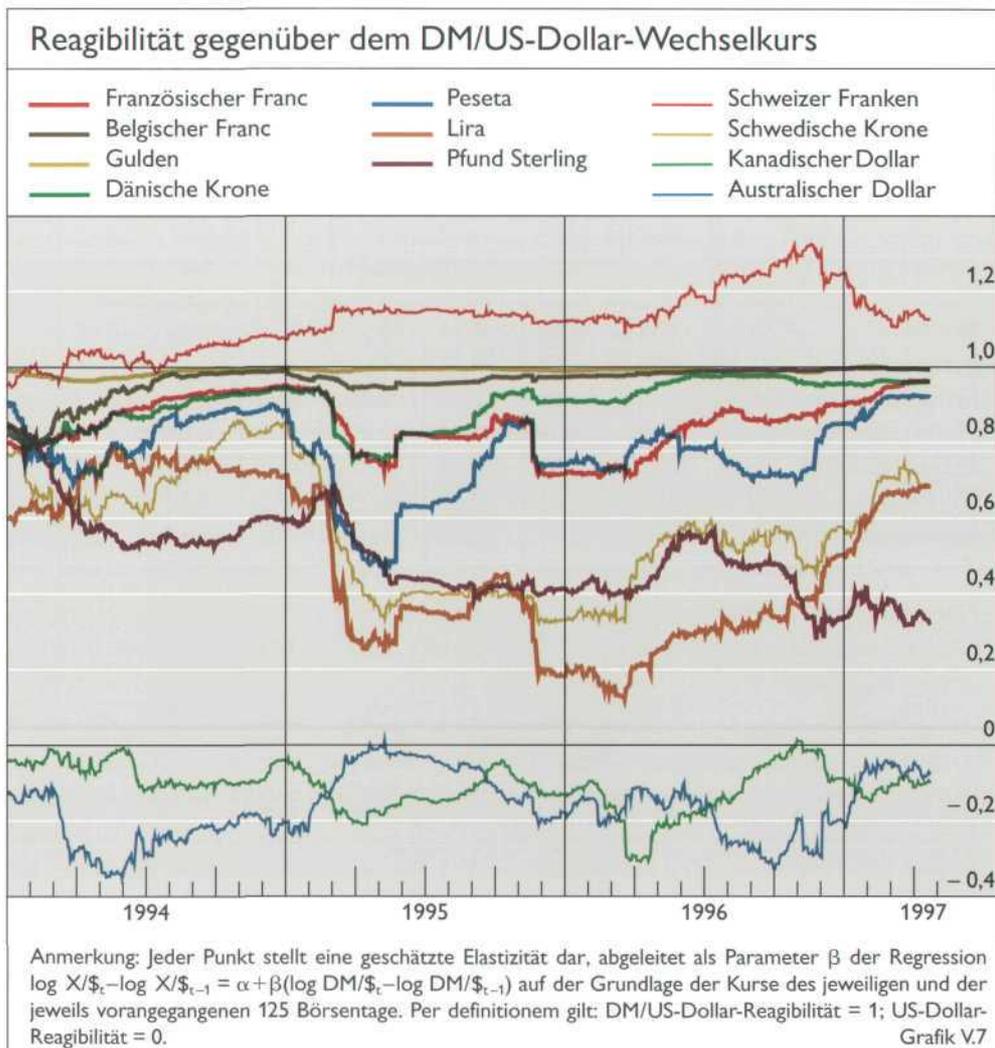


... Handels-  
verflechtung ...

Die Korrelationskoeffizienten in Tabelle V.4 zeigen, inwieweit Maßzahlen für Handelsverflechtung, internationalen Konjunkturzusammenhang und internationale Portfoliopräferenzen die Wechselkursreagibilität erklären. Am besten geeignet ist diesbezüglich die Intensität der Handelsverflechtung. Den ermittelten Elastizitäten zufolge rufen Änderungen des Wechselkurses zwischen US-Dollar und D-Mark beim gewogenen Außenwert der europäischen Währungen tendenziell Änderungen in weitgehend ähnlicher Größenordnung hervor. Zusammen mit den Handelsverflechtungen legen diese Elastizitäten aber dennoch nahe, daß sich durch die jüngste Abwertung der D-Mark die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands stärker verbessert hat als die seiner Nachbarländer.

... Parallelität  
des Konjunktur-  
verlaufs ...

Eine enge Handelsverflechtung, wie sie z.B. zwischen Deutschland und den Niederlanden besteht, kann zu engen Wechselkursbindungen führen, da aus wirtschaftspolitischer Sicht die bilaterale Wechselkursstabilität an Bedeutung gewinnt. Darüber hinaus werden durch Handel konjunkturelle Impulse ins Ausland übertragen. Länder mit parallelem Konjunkturverlauf verfolgen in der Regel eine ähnliche Geldpolitik und weisen ähnliche Veränderungen in der Zahlungsbilanz und damit auch ähnliche Wechselkursbewegungen auf. Der internationale Konjunkturzusammenhang hat für die Wechselkursbindung jedoch einen geringeren



Erklärungswert als die Handelsverflechtung. Daß der kanadische Dollar seit Ende 1996 nicht seinem typischen Muster gefolgt ist, d.h. gegenüber einem steigenden US-Dollar aufgewertet hat, liegt an der unterschiedlichen Position der beiden Länder im Konjunkturzyklus. Da in Kanada die Inflationsrate niedrig und die Arbeitslosigkeit noch immer hoch ist, wurden die Notenbankzinsen im Jahr 1996 elfmal gesenkt, und Anfang 1997 folgten die kurzfristigen Zinsen in Kanada nicht unmittelbar dem Anstieg der US-Kurzfristzinsen.

Ein weiterer Erklärungsfaktor ist der Ursprung des von Europa nach Nordamerika transferierten Kapitals. So deuten z.B. die außergewöhnlich hohen internationalen Anlagen in Schweizer Franken darauf hin, daß bei einem Anstieg des US-Dollars die Kapitalverschiebung von Europa nach Nordamerika überproportional zu Lasten des Schweizer Frankens geht, der entsprechend abwertet.

... und Verlagerungen der internationalen Kapitalströme

Erklärungsfaktoren für Wechselkursreagibilitäten										
	Wechselkursreagibilität <sup>1</sup>	Handelsverflechtung <sup>2</sup>		Internationaler Konjunkturzusammenhang				Internationale Portfoliopräferenz <sup>5</sup>	Nachrichtlich: Änderung des Dollarwechelkurses am 16. Juli 1996	
		mit DE	mit US	Produktionslücke <sup>3</sup>		Angebotschocks <sup>4</sup>			Veränderung in % <sup>6</sup>	Verhältnis zu DM/\$-Änderungen
				mit DE	mit US	mit DE	mit US			
Schweizer Franken	1,05	2,87	0,59	0,40	0,25	0,34	0,20	3,44	- 2,1	1,37
D-Mark	1,00	0,00	0,34	1,00	0,20	1,00	0,18	1,39	- 1,5	1,00
Holländischer Gulden	0,94	2,75	0,53	0,63	0,39	0,24	0,18	0,89	- 1,4	0,94
Belgischer Franc	0,93	2,22	0,48	0,52	0,09	0,39	0,15	1,05	- 1,4	0,95
Dänische Krone	0,84	2,22	0,29	0,29	0,42	0,21	0,17	-	- 1,4	0,94
Französischer Franc	0,82	1,94	0,42	0,38	0,14	0,36	0,16	0,67	- 1,3	0,82
Escudo	0,82	1,68	0,30	0,33	-0,00	0,02	-0,05	-	- 1,3	0,81
Peseta	0,73	1,87	0,33	0,10	-0,33	-0,03	-0,08	-	- 1,2	0,81
Irishes Pfund	0,53	1,15	0,75	-	-	-	-	-	- 0,5	0,33
Schwedische Krone	0,49	1,59	0,43	0,28	0,29	0,08	0,19	-	- 0,5	0,31
Pfund Sterling	0,46	1,39	0,81	-0,01	0,56	-0,05	0,13	0,89	- 0,3	0,32
Italienische Lira	0,45	1,93	0,40	0,55	0,41	0,25	0,25	0,62	- 0,6	0,39
US-Dollar	0,00	0,41	0,00	0,20	1,00	0,18	1,00	1,62	0,0	0,00
Kanadischer Dollar	-0,09	0,14	5,29	0,06	0,86	-0,24	0,22	-	0,2	-0,12
Australischer Dollar	-0,12	0,36	0,92	-0,07	0,76	-0,05	0,05	-	0,2	-0,16
<i>Nachrichtlich: Korrelation mit Wechselkursreagibilität<sup>7</sup></i>										
Korrelationskoeffizient	1,00	0,93	-0,63	0,69	-0,71	0,75	-0,06	0,58	-0,96	0,97
Rangkorrelationskoeffizient <sup>8</sup>	1,00	0,88	-0,41	0,68	-0,57	0,69	0,00	0,80	-0,95	0,95

<sup>1</sup> Wechselkursreagibilität definiert als der Neigungskoeffizient in einer Regression der täglichen prozentualen Änderungen des Dollarwechelkurses auf prozentuale Änderungen des US-Dollar/DM-Wechelkurses, geschätzt über den Zeitraum 1994–96. <sup>2</sup> Verhältnis zwischen dem Anteil des bilateralen Handels mit Deutschland (bzw. USA) zum deutschen (bzw. US-)Anteil am Welthandel. <sup>3</sup> Korrelation der Produktionslücken, berechnet als Abweichungen vom BIP-Potential (geschätzt mit Hilfe des Hodrick-Prescott-Filters). <sup>4</sup> Geschätzt nach der Methode von Bayoumi/Eichengreen, beschrieben in „Shocking Aspects of European Monetary Integration“, in *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press (1993), aber unter Verwendung von Quartalsdaten 1980–95 und mit vier Verzögerungen der Variablen. <sup>5</sup> Verhältnis von Auslandseinlagen und Fremdwährungseinlagen von Inländern in jeder Währung zum BIP des Emissionslandes 1995. Hohe Werte weisen auf eine starke internationale Verwendung der Währung im Verhältnis zur Größe des inländischen Finanzmarkts hin. <sup>6</sup> Rückgang = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar. <sup>7</sup> Da die Handelsintensität mit Deutschland (bzw. den USA) für Deutschland (bzw. die USA) nicht definiert ist, sind diese beiden Länder ausgeschlossen. <sup>8</sup> Rangkorrelationskoeffizient nach Spearman.

Tabelle V.4

Diese Portfoliopräferenz kann durch das Verhältnis von Auslandseinlagen und Fremdwährungseinlagen von Inländern zum BIP annähernd erfaßt werden. Für den Schweizer Franken ist es am höchsten, für den französischen Franc etwas niedriger und für die italienische Lira am niedrigsten.

Die Ereignisse der Jahre 1995 und 1996 lassen den Schluß zu, daß es zwischen Dollarstärke und Zusammenhalt der europäischen Währungen (bzw. Aussichten für die WWU) einen wechselseitigen Kausalzusammenhang gibt. Während die Abschwächung der europäischen Währungen gegenüber der D-Mark in Reaktion auf den Einbruch an der US-Aktienbörse am 16. Juli 1996 zeigt, wie Entwicklungen in den USA die europäischen Währungen beeinflussen können, veranschaulicht die Schwäche, mit der der Dollar im September 1995 auf Unsicherheit bezüglich des Teilnehmerkreises der WWU reagierte (s. den letztjährigen Jahresbericht), wie europäische Entwicklungen den Dollar beeinflussen können.

### *Europäische Währungen*

Mehr Mitglieder im EWS-Wechselkursmechanismus und Konvergenz auf den Anleihemärkten

Die Aufwertung des Dollars gegenüber der D-Mark im Jahr 1996 begünstigte die Festigung der europäischen Währungen gegenüber der D-Mark und trug dazu bei, daß die Finnmark am 20. Oktober in den EWS-Wechselkursmechanismus eintreten und die Lira – nach vierjähriger Abwesenheit – am 25. November in den Wechselkursmechanismus zurückkehren konnte. Dies stand in deutlichem Kontrast zu den Ereignissen des Jahres 1992, als es die D-Mark war, die aufwertete. Im Jahr 1996 führten außerdem sinkende Inflationsraten, die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und die sich verstärkenden WWU-Erwartungen über den Erwerb von Staatsanleihen zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen nach Italien (\$ 34 Mrd. bis Ende November), Spanien (\$ 16 Mrd.) und Schweden (\$ 5 Mrd.). Die Verringerung des Zinsabstands gegenüber Deutschland in diesen drei Ländern macht deutlich, wie Anleihe- und Devisenmärkte gemeinsam auf positive Nachrichten reagierten (s. Grafik V.8).

Entsprechend dem üblichen Wechselkurszusammenhang, doch in stärkerem Ausmaß, wertete im Jahr 1996 das Pfund Sterling gegenüber der D-Mark auf und der Schweizer Franken ab. Die im März erfolgte Ankündigung britischer Parlamentswahlen für den 1. Mai 1997 änderte nichts am Anstieg des Pfund Sterling auf DM 2,77 (das entspricht seinem unteren Interventionspunkt im EWS-Wechselkursmechanismus zwischen 1990 und 1992). Die Zinsterminsätze deuteten darauf hin, daß nach den Wahlen auf jeden Fall ein Zinsanstieg erwartet wurde. (Am 6. Mai wurde dann gleichzeitig mit einer Anhebung der kurzfristigen Zinssätze bekanntgegeben, daß die Bank of England mehr Unabhängigkeit erhalten würde. Daraufhin festigte sich das Pfund Sterling weiter gegenüber der D-Mark und dem Dollar.) Angesichts der Unsicherheiten um die Währungsunion wurde dem Pfund Sterling auch die Funktion des sicheren Hafens zugesprochen; nachweisbar ist jedenfalls, daß es sich im vergangenen Jahr in einer seit dem Ende der siebziger Jahre nicht mehr beobachteten Parallelität zum US-Dollar entwickelt hat (s. Grafik V.7). Was den Schweizer Franken betrifft, so waren anhaltende Anzeichen einer wirtschaftlichen Stagnation in der Schweiz und die kräftige Lockerung der Geldpolitik gegen Ende 1996 für seine Abschwächung verantwortlich.



### Einführung des Euro

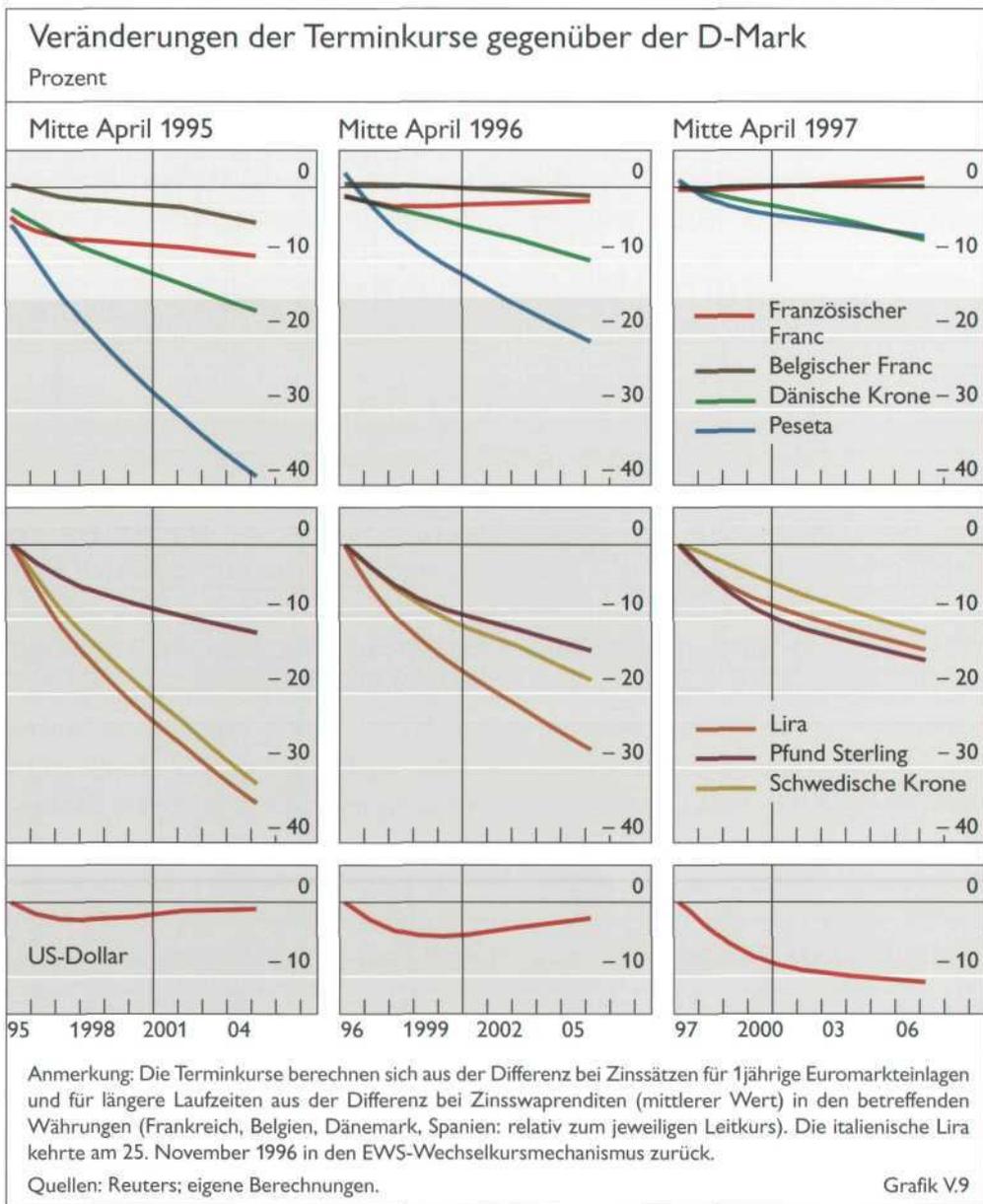
Da die geplante Verschmelzung einiger europäischer Währungen zum Euro immer wahrscheinlicher wird, richtet sich die Aufmerksamkeit auf die potentiellen Konsequenzen für den globalen Devisenmarkt und das weltweite Portfoliomanagement ebenso wie auf die mögliche Verwendung des Euro als Ankerwährung außerhalb der industrialisierten Welt.

#### Einschätzung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion durch die Märkte

Im letzten Jahr stuften die Finanzmärkte das Zustandekommen der europäischen Währungsunion als immer wahrscheinlicher ein, und ihre Meinung über die voraussichtlich teilnehmenden Währungen festigte sich. Die Renditen von Zinsswaps, die

Marktindikatoren deuten auf Währungsunion

am außerbörslichen Derivatmarkt gehandelt werden, können als Maß für den Stimmungswandel herangezogen werden. Implizite Wechselkurse – bis zu zehn Jahren in die Zukunft gerechnet – zeigen, daß die Finanzmärkte von einer Reihe von Währungen annehmen, daß sie gegenüber der D-Mark stabil sein werden (s. Grafik V.9, obere Reihe). In der Tat wiesen Forward-Swap-Kontrakte in französischen Francs mit Laufzeit 1999–2004 im vergangenen Jahr meist merklich niedrigere Festzinssätze auf als entsprechende Kontrakte in D-Mark, was darauf zurückzuführen ist, daß in Frankreich wegen der niedrigen kurzfristigen Zinsen eine starke Umschichtung zugunsten von Anleihen stattfand. Diese Zinskonstellation blieb bestehen, obwohl während der ersten drei Quartale des Jahres 1996 am internationalen Markt französische Staatsanleihen im Nettobetrag von \$ 39 Mrd. abgegeben und im Jahr 1996 insgesamt deutsche Staatsanleihen in Höhe von netto \$ 27 Mrd. erworben sowie gleichzeitig entsprechende Transaktionen mit Swapkontrakten getätigt wurden.



Für die übrigen europäischen Währungen – mit Ausnahme des Pfund Sterling – wurde Anfang 1997 eine weit größere Stabilität gegenüber der D-Mark erwartet, als dies in den Jahren 1996 und 1995 der Fall gewesen war (s. Grafik V.9, mittlere Reihe). Die jüngsten Terminkurse für den US-Dollar deuten darauf hin, daß ein Teil der Aufwertung des US-Dollars gegenüber der D-Mark in der letzten Zeit mit der Einführung des Euro wieder rückgängig gemacht werden könnte.

#### *Auswirkungen des Euro auf den Devisenmarkt*

Die Währungsunion würde die Erträge aus dem Devisenhandel und aus dem Eingehen offener Positionen verringern, auch wenn viele Finanzinstitute von der Konvergenz der Zinssätze in Europa profitiert haben. Aus der Devisenmarkterhebung vom April 1995, die von den Zentralbanken und den Währungsbehörden aus 26 Ländern durchgeführt wurde, läßt sich die Größenordnung des zu erwartenden Ertragsausfalls abschätzen. Jedoch sei gleich zu Beginn betont, daß eine solche Schätzung nur Näherungswerte liefern kann, da exakte Aufgliederungen, was z.B. den Handel von französischen Francs gegen italienische Lire in London betrifft, nicht verfügbar sind. Zudem können die Berechnungen den potentiellen Umsatzverlust insoweit unterschätzen, als der Austausch zweier europäischer Währungen derzeit mit zwei Tauschvorgängen verbunden ist, beispielsweise von französischen Francs gegen Dollar und dann von Dollar gegen italienische Lire. (Die gängige Trägerwährung bei einer solchen Transaktion ist jedoch die D-Mark, nicht der US-Dollar.) Darüber hinaus kann der Rückgang der Volatilität vieler innereuropäischer Wechselkurse (die implizite Volatilität zwischen französischem Franc und D-Mark betrug im Durchschnitt des Jahres 1996 2% gegenüber 7% im April 1995) durchaus zu einer Verringerung der Handelsaktivität geführt haben, womit ein Teil des geschätzten Umsatzverlusts schon vorweggenommen worden wäre. Unter diesen Einschränkungen kann aus der Devisenmarkterhebung 1995 abgeleitet werden, daß mit der Einführung des Euro 10% der Devisenmarktumsätze wegfallen könnten (s. Tabelle V.5).

Der zu erwartende Rückgang des Devisenhandels ist vor dem Hintergrund schrumpfender Handelsspannen zu sehen, die durch die jüngst rasche Zunahme der elektronischen Vermittlung von Devisenkassatransaktionen bedingt sind. Im Jahr 1995 machte der Direkthandel zwischen Banken zwei Drittel bis drei Viertel des Handelsvolumens aus, der Rest entfiel auf den stärker zentralisierten Handel über sogenannte „Voice-Broker“. Reuters, das ein Netz betreibt, über das die Banken Devisen direkt untereinander handeln, startete im Jahr 1992 einen elektronischen Vermittlungsdienst als Konkurrenz zu den Voice-Brokern. Dem setzte ein Bankenkonsortium ein Jahr später den „Electronic Broking Service“ (EBS) entgegen. In den vergangenen 18 Monaten hat das über den EBS (und über Reuters, doch sind hier keine Angaben verfügbar) gehandelte Volumen rapide zugenommen (s. Grafik V.10). Der elektronische Handel expandiert primär zu Lasten des Voice-Broking. Einige kleinere Banken haben jedoch ihren Direkthandel reduziert, da der elektronische Handel ihnen einen gut überschaubaren und kostengünstigen Zugang zu den jeweils aktuellsten Devisenkursen bietet. Sobald der Handel in einem bestimmten Währungspaar eine kritische Masse erreicht, können die Spannen im elektronischen Broking sehr eng werden, z.B. 1 oder 2 hundertstel Pfennig im US-Dollar/DM-Handel, was etwa einem Drittel der früheren Margen entspricht. Mit der

Aussicht auf Verschwinden europäischer Währungen ...

... zusammen mit schrumpfenden Handelsspannen wegen Ausweitung des elektronischen Handels ...

## Wirtschafts- und Währungsunion und Devisenumsätze

Mrd. US-Dollar und Prozent<sup>1</sup>

	Umsatz im April 1995						
	Tatsächlich					Unter der Annahme der WWU („Insgesamt“ minus „EWS insgesamt“)	
	Insgesamt <sup>2</sup>		gegen				
			US- Dollar <sup>2</sup>	EWS insge- samt <sup>3</sup>	darunter D-Mark <sup>2</sup>		
US-Dollar	1 313	84%	–	714	365	1 313	92%
EU-Währungen/Euro	1 099	70%	714	300	140	799	56%
D-Mark	584		365	140	–	(443)	
Französischer Franc	127		72	53	50	(74)	
Holländischer Gulden	27		18	9	7	(18)	
ECU	36		25	11	10	(25)	
Belgischer/Luxemburgischer Franc	29		20	9	8	(20)	
Schilling	8		5	3	3	(5)	
Irishes Pfund	3		2	1	0	(2)	
Finnmark	5		3	2	2	(3)	
Dänische Krone	23		17	6	5	(17)	
Schwedische Krone	26		15	10	9	(15)	
Pfund Sterling	140		103	32	29	(108)	
Peseta	33		25	8	8	(25)	
Escudo	4		2	2	1	(2)	
Italienische Lira	49		39	10	9	(39)	
Drachme	4		2	2	1	(2)	
Yen	371	24%	329		33	371	26%
Schweizer Franken	116		86		26	116	
Kanadischer Dollar	50		49		1	50	
Australischer Dollar	40		39			40	
Währungen aufstrebender Länder	25		23			25	
Hongkong-Dollar	15		14			15	
Singapur-Dollar	6		5			6	
Südafrikanischer Rand	4		4			4	
Andere berichtende Länder und nicht aufgliederbar	130		71		18	130	
Gesamtsumme	1 572	100%	1 313	1 099	584	1 422	100%

Anmerkung: Schätzungen kursiv; Beitrag der EU-Währungen zum Euro-Umsatz in Klammern.

<sup>1</sup> Umsatz, bereinigt um inländische Doppelzählungen zwischen Händlern. Tabelle zeigt den Umsatz, bei dem eine bestimmte Währung auf einer Seite einer Transaktion steht; folglich wird jede Transaktion doppelt gezählt. Um dies zu berücksichtigen, wird die Gesamtsumme durch 2 dividiert und auf 100% gesetzt. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. EU-Währungen (mit Ausnahme der ECU) geordnet nach der Wahrscheinlichkeit ihrer WWU-Teilnahme von Beginn an gemäß Erhebungsergebnissen (*Consensus Forecasts*, August 1996). Einige Transaktionen zwischen EWS-Währungen, die derzeit über den US-Dollar als Trägerwährung abgewickelt werden, würden in der WWU verschwinden. Deshalb weisen die in der letzten Spalte dargestellten Anteile die Bedeutung des Euro zu hoch und die des Yen zu niedrig, die des Dollars aber korrekt aus. <sup>2</sup> Gesonderter Ausweis nur für die D-Mark, den französischen Franc, die ECU und das Pfund Sterling möglich; Aufschlüsselung der übrigen EWS-Währungen (\$ 212 Mrd. Gesamtsumme, \$ 148 Mrd. gegen den Dollar und \$ 53 Mrd. gegen die D-Mark in Tabellen 1-D, 1-E und 1-F der unten genannten Erhebung) geschätzt anhand des Handels der jeweiligen Landeswährung gegen die betreffende(n) Währung(en) in Relation zum Handel der jeweiligen Landeswährung gegen die anderen EWS-Währungen (Tabelle 1-G). <sup>3</sup> Betrag „EWS insgesamt“ für den französischen Franc (bzw. das Pfund Sterling) geschätzt mit der Summe für den französischen Franc (bzw. das Pfund Sterling) abzüglich der Summe aus Franc/Dollar-Handel (bzw. Pfund/Dollar-Handel) und dem Handel von Francs (bzw. Pfund Sterling) gegen Yen, Schweizer Franken, kanadischen Dollar und australischen Dollar in Paris (bzw. London). Wert „EWS insgesamt“ für alle anderen EU-Währungen geschätzt mit der jeweiligen Gesamtsumme abzüglich des jeweiligen Dollar-Handels. (Der inländische Handel dieser Währungen gegen Yen, Schweizer Franken und andere Währungen fällt nicht ins Gewicht.)

Quellen: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*; eigene Berechnungen.

Tabelle V.5



Aussicht auf die WWU ist somit ein Rückgang der Aktivität auf einem Markt zu erwarten, der sich bereits jetzt auf engere Spannen einstellt.

Angesichts dieser Herausforderungen richten die Devisenhändler ihr Augenmerk auf den wachsenden Handel mit Währungen von Ländern außerhalb der industrialisierten Welt. Als Ersatz für die europäischen Wechselkurse ermöglichen die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften den Interbank-Händlern höhere Spannen (allerdings sollen diese Währungen auch im elektronischen Broking eingeführt werden). Über die Währungen vieler aufstrebender Volkswirtschaften sind Informationen nicht ohne weiteres verfügbar, auch wenn die im Dreijahresabstand stattfindende Erhebung unter den Zentralbanken 1998 mehr als die 26 Währungsbehörden umfassen wird, die im Jahr 1995 an der Erhebung teilgenommen hatten. Daten aus offiziellen Quellen und von den Finanzmärkten deuten darauf hin, daß der Handel mit Währungen, die von der Erhebung des Jahres 1995 nicht erfaßt wurden, rasch zunimmt (s. Tabelle V.6). Er beträgt bereits mehr als ein Drittel des innereuropäischen Handelsvolumens, das mit der Einführung des Euro wegfallen dürfte. So entspricht der Handel der indonesischen Rupiah gegen Dollar und Yen bereits in etwa dem Lira/DM-Umsatz im April 1995. Bei vielen „exotischen“ Währungen wird der Handel dadurch begünstigt, daß die internationalen Anleger Devisenterminkäufen den Vorzug gegenüber einer Anlage in Bankeinlagen oder Staatspapieren des betreffenden Landes geben. Denn der Terminhandel ermöglicht es den internationalen Anlegern, den Renditevorteil der Geldmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften auszunutzen, ohne Reformen hinsichtlich Zinsabschlagsteuern, Depotvereinbarungen, Mindestreserven und anderer Hemmnisse für Geldmarktanlagen in diesen Ländern abwarten zu müssen.

... führt zu strategischer Umorientierung hin zu anderen Währungen

#### *Der Euro und Portfolioumschichtungen*

Die Frage, wie weltweit agierende Portfoliomanager auf kurze und lange Sicht auf die Einführung des Euro reagieren werden, hat im vergangenen Jahr große Aufmerksamkeit gefunden. Die Akteure auf den Finanzmärkten konzentrierten sich

vor allem auf die Möglichkeit, daß offizielle Währungsreserven kurzfristig von der D-Mark in den Dollar und langfristig vom Dollar in den Euro umgeschichtet werden könnten. Die derzeitige internationale Reservehaltung in europäischen Währungen entspricht bei weitem nicht der potentiellen Bedeutung, die das Euro-Gebiet gemessen am Produktionsvolumen und am Welthandel hat. Insbesondere ist, wenn die Reservehaltung in EU-Währungen durch EU-Länder miteinander aufgerechnet wird, der Anteil der EU-Länder, die Mitglieder der Zehnergruppe sind, an der G10-Produktion insgesamt und am Welthandel doppelt so hoch wie der Anteil ihrer Währungen an den Weltwährungsreserven (s. Grafik V.11).

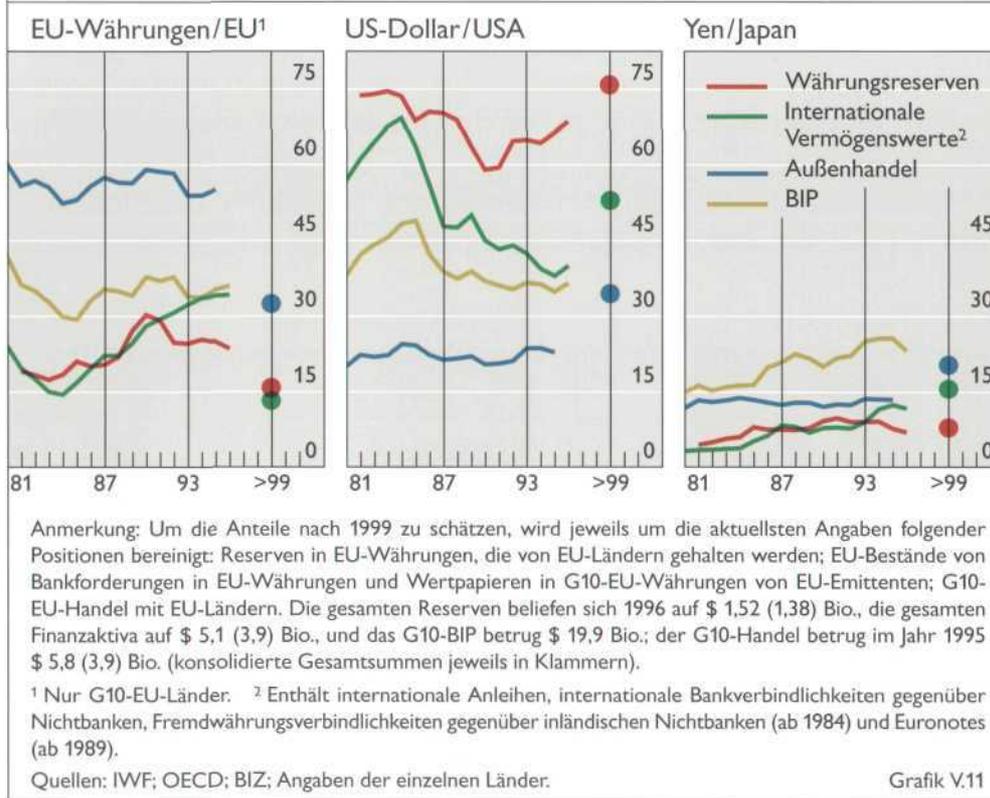
Devisenumsätze mit Währungen aufstrebender Volkswirtschaften					
Mrd. US-Dollar					
Währung	Inländischer Umsatz <sup>1</sup>		Weltweiter Umsatz		
	April 1995 <sup>2</sup>	April 1996 <sup>2</sup>	März 1996 <sup>2</sup>	April 1997 <sup>2</sup>	Anfang 1996 <sup>3</sup>
Asien	>13,6	>17,8	>16,3	>39,4	36,6
Indien: Rupie	1,6 <sup>4</sup>	1,2	1,0	n.v.	1,1
Indonesien: Rupiah	4,8 <sup>4</sup>	7,8 <sup>4</sup>	3,5	10,0	8,5
Korea: Won	3,1	3,2	1,8	2,4	2,4
Malaysia: Ringgit	n.v.	n.v.	5,0	10,0	9,5
Taiwan: Neuer Taiwan-Dollar	1,5	1,6	n.v.	3,0	1,1
Thailand: Baht	2,6 <sup>4</sup>	4,0 <sup>4</sup>	5,0	14,0	14,0
Lateinamerika	9,1	10,9	>5,8	n.v.	
Argentinien: Peso	1,7	2,0	n.v.	1,5	
Brasilien: Real	4,3 <sup>5</sup>	5,5 <sup>5</sup>	4,5	n.v.	
Chile: Peso	0,8	0,9	n.v.	n.v.	
Kolumbien: Peso	0,1 <sup>4</sup>	0,1 <sup>4</sup>	0,1	n.v.	
Mexiko: Neuer Peso	2,1	2,2	1,2	n.v.	
Peru: Neuer Sol	0,1	0,2	n.v.	n.v.	
Osteuropa	1,8	>5,9	>1,6	8,1	
Polen: Zloty	0,3 <sup>4</sup>	n.v.	0,3	0,4	
Rußland: Rubel	0,6	2,6	0,5	1,4	
Slowakische Republik: Krone	0,02	0,2	n.v.	0,4	
Tschechische Republik: Krone	0,6 <sup>4</sup>	2,5 <sup>4</sup>	0,5	5,5	
Ungarn: Forint	0,3	0,6	0,3	0,4	
Andere Währungen	5,4	6,7	>7,4	>7,0	
Israel: Neuer Schekel	0,3	0,5	n.v.	n.v.	
Saudi-Arabien: Riyal	1,4	1,5	0,3	n.v.	
Südafrika: Rand	3,7	4,7	6,0	6,0	
Türkei: Lira	0,01 <sup>4</sup>	0,02 <sup>4</sup>	1,1	1,0	
Insgesamt <sup>6</sup>	>29,9	>41,3	>31,1	>56,1	

Anmerkung: Die aufgeführten Länder (ohne Südafrika) hatten 1992 zusammengekommen ein BIP von \$ 3,4 Bio. oder 15% des Welt-BIP; im Vergleich dazu entfielen auf die Länder, die an der Zentralbank-erhebung vom April 1995 teilnahmen, 80%.

<sup>1</sup> Schätzungen laut jeweiliger Zentralbank, bereinigt um Doppelzahlungen (sofern nicht anders angegeben), für einen Zeitraum, der sich möglichst mit dem Monat April deckt. Thailand: Durchschnitt 2. Halbjahr 1995 und Jahresdurchschnitt 1996. Indonesien und Argentinien: Jahresdurchschnitt. Der April-Umsatz von Rubel und Rand lag deutlich über dem jeweiligen Jahresdurchschnitt. <sup>2</sup> Schätzungen der Citibank, bereinigt um Doppelzahlungen. <sup>3</sup> Schätzungen aus dem *Singapore Foreign Exchange Market Committee Annual Report 1996*. <sup>4</sup> Auf Bruttobasis. <sup>5</sup> Enthält andere Währungen. <sup>6</sup> Nach dem *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995* insgesamt \$ 1 136,9 Mrd. (einschl. Südafrika). Tabelle V.6

## Die internationale Rolle von Euro, Dollar und Yen

Anteile der Währungen und Länder, Prozent



Bei der Beurteilung von möglichen Portfolioumschichtungen sind vier Punkte zu beachten: Erstens könnte das Verhalten der Gebietsansässigen des Euro-Währungsraums in der Übergangsphase zum Euro von Bedeutung sein. In einem veröffentlichten Bericht erörterten die Schweizer Behörden die Möglichkeit, daß Gebietsansässige des Euro-Währungsraums in großem Umfang aus dem Euro in den Schweizer Franken gehen. Wie unwahrscheinlich dies auch immer sein mag, die Diskussion unterstreicht jedenfalls, daß Portfolioumschichtungen nicht auf Anleger beschränkt sein müssen, die außerhalb des Euro-Gebiets ansässig sind.

Zweitens entfällt auf die offiziellen Devisenreserven nur ein kleiner Teil der internationalen Portefeuilles. Mit einem Wert von \$ 1½ Bio. sind die offiziellen Reserven weit niedriger als die ausstehenden internationalen Anleihen und (Nichtbank-)Einlagen, die zusammengenommen über \$ 5 Bio. ausmachen. Dabei enthält diese Summe noch nicht einmal das Viertel der US-Schatzpapiere und das Drittel der deutschen Staatstitel, die von – vorwiegend privaten – ausländischen Anlegern gehalten werden. In einer Zeit, in der die Bedeutung der privaten Kapitalströme sichtbar geworden ist, erscheint es unangebracht, nur auf die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven zu blicken.

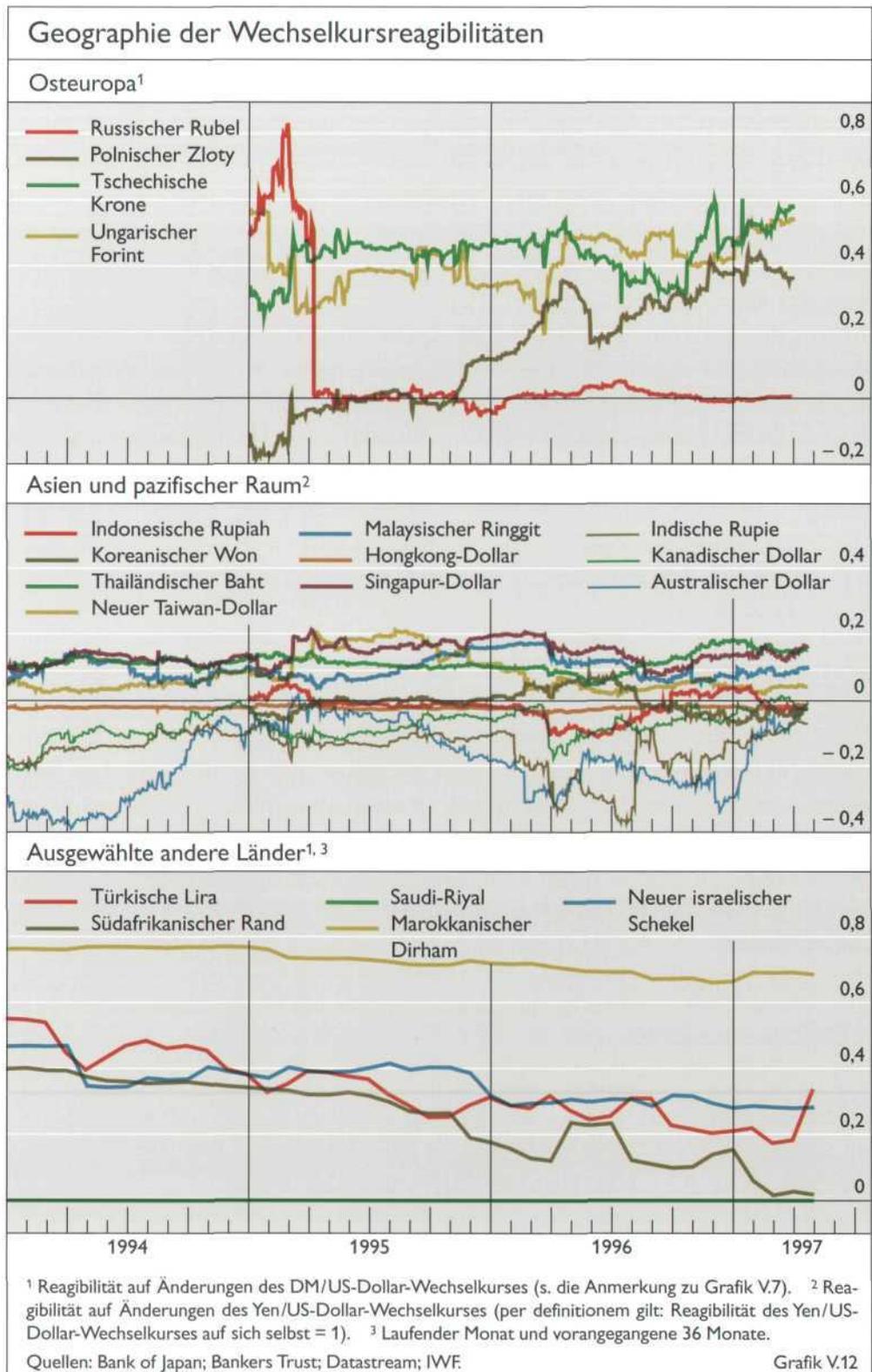
Drittens könnte sich das weltweite Management der *Passiva* so ändern, daß Umschichtungen der *Aktiva* durch Private teilweise kompensiert oder sogar überkompensiert werden. Zum Beispiel ist offenbar nur ein sehr kleiner Teil der Verbindlichkeiten von Schuldnerländern in Vorgängerwährungen des Euro denominated. Im Vergleich zu den bestehenden europäischen Finanzmärkten könnten

Bedeutung der Währungsreserven relativiert sich

Euro würde Kreditaufnahmen und Anlagen aus aller Welt anlocken

größere und liquidere Märkte für Zinstitel in Euro die Ausgabe von Schuldverschreibungen in Euro begünstigen.

Viertens schließlich sollten die Wechselkurseffekte von Portfolioumschichtungen nicht überschätzt werden. Für die Bestimmung des Euro-Außenwerts werden letzten Endes die jeweilige Lage im Konjunkturzyklus, damit



zusammenhängende Erwartungen hinsichtlich der künftigen Geldpolitik sowie die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank entscheidend sein.

#### Euro, Dollar und Yen als Ankerwährungen

Die internationale Rolle des Euro wird zum Teil davon abhängen, inwieweit er von Nicht-G10-Ländern als Ankerwährung verwendet wird. Wie die Wechselkursreagibilität von Nicht-G10-Währungen gegenüber Veränderungen des DM/US-Dollar-Wechselkurses zeigt (s. Grafik V.12), geht der Einsatz europäischer Währungen als Anker derzeit nicht über Teile Osteuropas, Afrikas und des Nahen Ostens hinaus. Der Dollar dient demgegenüber als Anker in Australien sowie für Währungen in Amerika, Asien und sogar Teilen Osteuropas. Die Rolle des Yen als internationale Währung ist selbst in Asien beschränkt, wo die meisten Währungen den Yen-Bewegungen gegenüber dem Dollar in der Regel höchstens zu 10% folgen. Daten über Devisenmarktumsätze in aufstrebenden Volkswirtschaften bestätigen, daß der Yen nur eine begrenzte Rolle spielt, und zeigen, daß der Dollaranteil am Devisenhandel in Asien weit größer ist.

In Zukunft könnte der Wechselkurspolitik Rußlands und Chinas besondere Bedeutung zukommen. Die derzeitige Ausrichtung der russischen Wirtschaftspolitik und der (offiziellen und privaten) Devisenreserven am US-Dollar sowie der Umfang der russischen Rohstoffexporte begünstigen die Dollarbindung, aber ein wachsender Handel mit Europa könnte im Laufe der Zeit zu einer Verlagerung zugunsten des Euro führen. Die feste Wechselkursbindung Hongkongs an den US-Dollar dürfte zusammen mit dem rasch wachsenden Handel zwischen den USA und China eine Neuorientierung der chinesischen Wechselkurspolitik weniger wahrscheinlich machen.

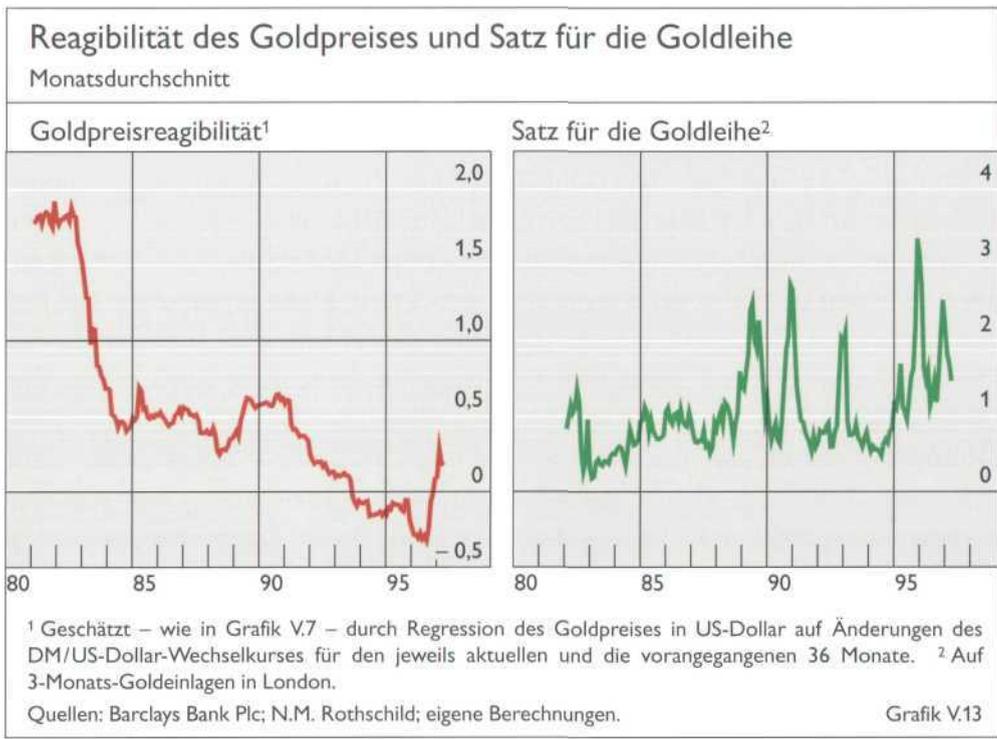
#### Gold

Die London Bullion Market Association berichtete kürzlich, daß der Clearingumsatz in Gold in London gegen Ende 1996 rund \$ 11 Mrd. pro Tag betrug. Nach einer Erhebung der Bank of England erfolgte ein Großteil des Handels am Kassamarkt, und zwar sowohl physisch als auch buchmäßig; daneben gibt es einen bedeutenden Terminmarkt und einen aktiven Markt für Goldoptionen. In London kommt der Goldhandel somit wertmäßig an den Handel von Pfund Sterling gegen D-Mark heran.

Umsatz von  
\$ 11 Mrd. pro  
Tag ...

Goldumsatz 1996							
Mrd. US-Dollar pro Tag							
Insgesamt	Barren <sup>1</sup>	Derivate				Nachrichtlich	
		börsengehandelt <sup>2</sup>		außerbörslich <sup>3</sup>		Weltjahresproduktion <sup>4</sup>	Weltreserven <sup>5</sup>
		Futures	Optionen	Forwards/ Swaps	Optionen		
14,4	11,0	1,8	0,3	1,1	0,2	29,2	408,9

<sup>1</sup> Durchschnitt im 4. Quartal. <sup>2</sup> Durchschnitt 1996. <sup>3</sup> Mai-Durchschnitt. <sup>4</sup> Durchschnittspreis 1996.  
<sup>5</sup> Jahresendbestände bei Zentralbanken, BIZ, IWF, EWI zum Jahresendpreis.  
 Quellen: London Bullion Market Association; Bank of England; COMEX; CBOT; TOCOM; BM&F; EOE; IWF; Gold Fields Mineral Services Ltd. Tabelle V.7



... infolge aktiven Goldleihemarkts

Das hohe Handelsvolumen ist darauf zurückzuführen, daß die Goldproduzenten vermehrt dazu neigen, ihre Produktionspreise durch Goldterminverkäufe abzusichern. Diese Terminverkäufe werden möglicherweise dadurch begünstigt, daß der Goldpreis keinen Aufwärtstrend aufweist, aber auch dadurch, daß die Produzenten – weniger spekulativ bedingt – die Volatilität ihrer Cash-flows verringern möchten, um ihren Zugang zu Fremdfinanzierungen zu verbessern. Die Verkäufe am Terminmarkt ziehen Verkäufe am Kassamarkt nach sich. Denn die Banken, die die Goldproduktion per Termin kaufen, sichern sich ab, indem sie Gold entleihen (d.h. Goldeinlagen hereinnehmen, die zum Satz für die Goldleihe verzinst werden) und auf dem Kassamarkt verkaufen. Obwohl der 3-Monats-Satz für die Goldleihe erhebliche saisonale Schwankungen aufweist (wobei die Spitzen zum Jahresende auf eine Angebotsverknappung von Goldausleihungen mit Laufzeit über den 31. Dezember hinaus zurückzuführen sind), kann ein längerfristiger Aufwärtstrend festgestellt werden (s. Grafik V.13, rechtes Bild). So lag in den frühen achtziger Jahren die Rendite von Goldeinlagen selten über, in der jüngeren Vergangenheit hingegen selten unter 1%.

Dollarpreis des Goldes reagiert nicht mehr auf Dollar/DM-Veränderungen

Wenn man für den Goldpreis die gleiche Elastizitätsanalyse anstellt wie zuvor für die Wechselkurse, zeigt sich, daß der Dollarpreis des Goldes seine Reagibilität gegenüber Wechselkursbewegungen verloren hat. Als der Goldpreis im Jahr 1980 seinen Höchststand erreichte, diente Gold für viele als Zuflucht vor einem als inflations- und abwertungsanfällig betrachteten Dollar. So zeichnete der Dollarpreis des Goldes die Wechselkursbewegungen der D-Mark gegenüber dem US-Dollar in größerem Maßstab nach (s. Grafik V.13, linkes Bild). Je mehr die Inflationserwartungen auf der ganzen Welt und nicht zuletzt in den USA abgenommen haben, desto weniger stark hat der Goldpreis auf Änderungen des Dollar/DM-Wechselkurses reagiert. In dieser Hinsicht hat sich der Goldpreis ähnlich entwickelt wie der Wechselkurs des südafrikanischen Rand, dessen

Reagibilität gegenüber Dollar/DM-Bewegungen während der letzten zehn Jahre gleichfalls abgenommen hat (s. Grafik V.12). Diese Parallele ist angesichts der Bedeutung des Goldes für die südafrikanische Wirtschaft nicht überraschend.

Der Wandel in der Goldpreisentwicklung dürfte auch mit dem steigenden Vermögen und den wachsenden Goldbeständen asiatischer Investoren zusammenhängen. Sofern sich durch das rasche Wirtschaftswachstum in Asien der Anteil der Goldkäufe und -bestände von Gebietsansässigen der Länder, die ihre Währung am engsten an den US-Dollar gebunden haben, erhöht hat, bleibt ein zunehmender Teil der weltweiten Goldnachfrage (in US-Dollar gerechnet) von Änderungen des Dollarwerts weitgehend unberührt. Die steigende Bedeutung von Ländern mit Dollaranbindung auf dem Goldmarkt könnte daher zum Teil erklären, warum der Dollarpreis des Goldes den Bewegungen des DM/Dollar-Wechselkurses nicht mehr folgt. Eine Frage für die Zukunft ist, ob sich die Preisbildung von Gold und anderen Rohstoffen mit Einführung des Euro teilweise vom Dollar abkoppeln wird.

## VI. Kapitalverkehrsentwicklungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

### Schwerpunkte

Im Zuge der anhaltenden Portfoliodiversifizierung bei Anlegern aus den Industrieländern erreichten die privaten Kapitalströme in die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika im vergangenen Jahr ein Rekordniveau. Der Anstieg des Absatzes an den internationalen Anleihemärkten hatte dabei den höchsten Anteil; weitaus mehr Ländern gelang es, dort entsprechende Papiere zu plazieren. Trotz des größeren Angebots gingen die Risikoaufschläge für Schuldtitel aus aufstrebenden Volkswirtschaften 1996 und Anfang 1997 zurück, weil sich die Kreditwürdigkeit einiger Länder dank der unbeirrten Fortführung der Stabilitäts- und Reformpolitik erhöhte. Darüber hinaus blieb die weltweite Liquiditätssituation entspannt, was die Investoren nach höherrentierenden und risikoreicheren Finanzanlagen suchen ließ. Die Laufzeiten verlängerten sich beträchtlich, wodurch etliche Länder ihre Auslandsverbindlichkeiten umschulden konnten. Für die aufstrebenden Volkswirtschaften mit der geringsten Kreditwürdigkeit scheinen die Kosten der Kapitalaufnahme allerdings langsamer gesunken zu sein, und sie liegen weiterhin über denen von Schuldnern aus Industrieländern mit vergleichbarem Rating.

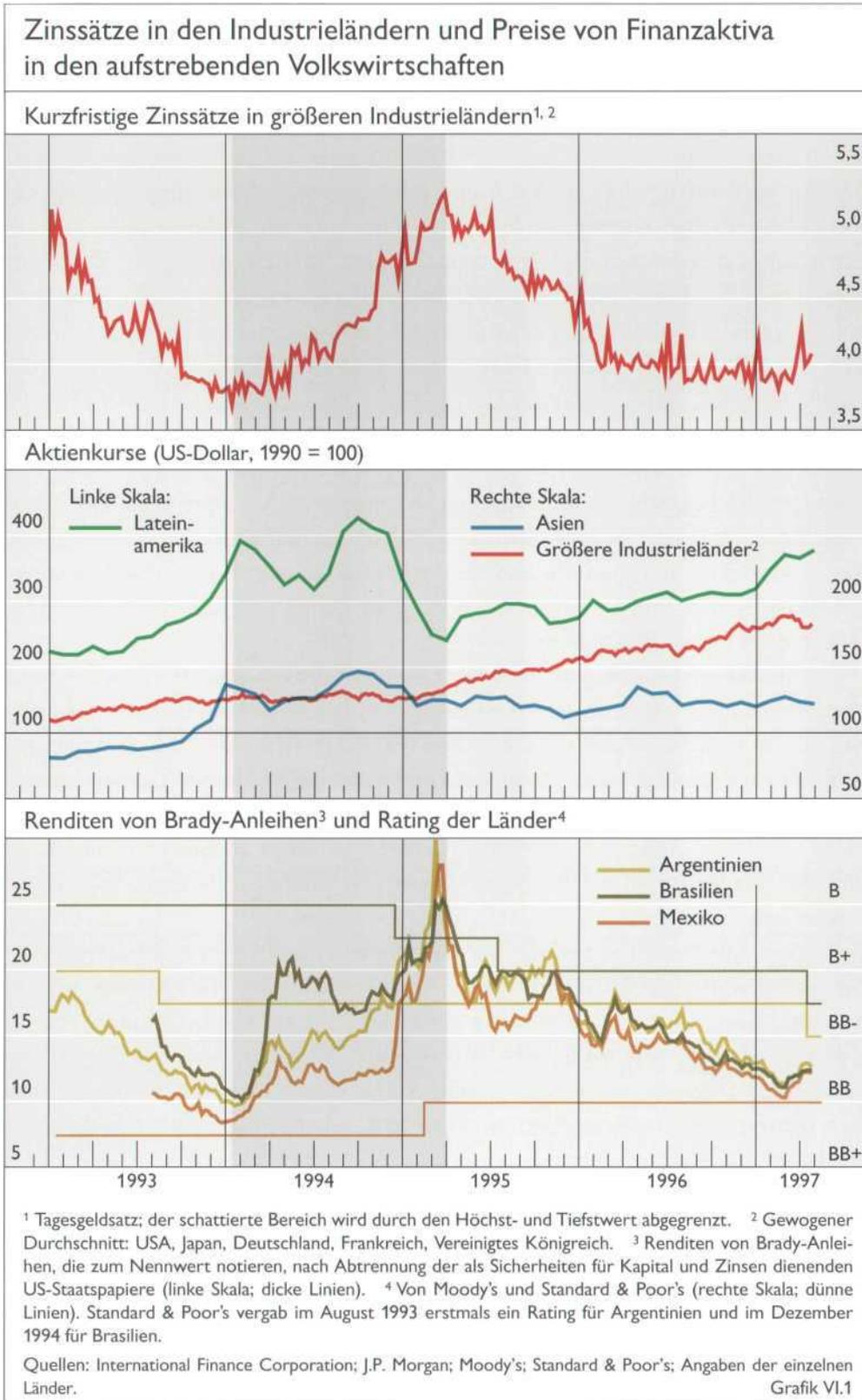
Die Aktienkurse in großen Teilen Lateinamerikas stiegen stark, wenngleich sie sich in einigen Ländern wegen politischer und anderer Unsicherheiten Anfang des Jahres zunächst rückläufig entwickelt hatten. In Asien war das Bild weniger einheitlich: Während viele größere Aktienmärkte 1996 hohe Zugewinne verzeichneten, schwächten sich die Kurse in Korea und Thailand drastisch ab. Auch haben viele der asiatischen Länder mit einer massiven Immobilienschwemme zu kämpfen, die weiterhin auf die Preise drückt und in einigen Ländern das Bankensystem belastet.

Zentrales Merkmal des sich herausbildenden Musters im Kapitalverkehr ist die größer werdende Palette von Ländern und Institutionen, die von einer breiten Schicht privater Anleger erhebliche Kapitalströme anziehen. Dadurch kommt Rating-Agenturen eine wesentlich wichtigere Rolle zu als noch zu Beginn des Jahrzehnts. Dies gilt bei der Einstufung von Ländern wie von Banken, wobei sich letztere zunehmendem Druck ausgesetzt sehen, ihre Geschäftstätigkeit in stärkerem Maße offenzulegen.

### Erholung der Kapitalströme nach der Mexiko-Krise

Die privaten Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften standen im letzten Jahr im Zeichen einer starken Erholung. Zuvor hatten sie sich beginnend mit dem Anstieg der kurzfristigen US-Zinsen Anfang 1994 nach und nach abgeschwächt, und durch die mexikanische Finanzkrise ein Jahr später waren sie vorübergehend

unterbrochen worden. Die Renditen einiger Schuldner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften hatten mit Beginn des Jahres 1994 zu steigen begonnen (s. Grafik VI.1), und der Umfang der Kapitalströme ging zurück (s. Tabelle VI.1). In den ersten Monaten von 1995 versiegt die Kapitalströme, einige Länder – besonders Mexiko und Argentinien – erlitten massive Verluste an Währungsreserven, und die



Kapitalzuflüsse und Währungsreserven in Asien und Lateinamerika							
Mrd. US-Dollar; Jahresrate							
	1980–90	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Private Nettokapitalzuflüsse							
Insgesamt	12,9	52,5	81,3	99,1	78,7	77,7	149,8
China	1,9 <sup>1</sup>	-1,9	11,7	7,8	14,6	13,9	23,0
Sonstige Länder Asiens <sup>2</sup>	4,7	26,2	19,3	34,0	26,8	37,6	56,8
Brasilien	3,8	2,5	9,1	9,9	9,1	31,8	35,4
Mexiko	1,6	20,6	23,6	30,3	10,3	-13,2	13,5
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>3</sup>	0,8	5,0	17,6	17,0	18,0	7,6	21,1
Öffentliche Nettokapitalzuflüsse							
Insgesamt	13,8	12,8	19,8	13,2	13,8	33,8	0,9
China	1,2	2,9	5,4	5,6	9,3	6,9	7,0
Sonstige Länder Asiens <sup>2</sup>	6,8	8,3	13,3	5,7	3,7	1,9	3,8
Brasilien	1,0	-1,4	-0,5	-1,2	-0,7	-0,7	-1,8
Mexiko	2,1	2,4	2,0	-0,9	0,3	24,5	-10,0
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>3</sup>	2,7	0,6	-0,4	3,9	1,2	1,1	1,8
Nettozunahme an Währungsreserven							
Insgesamt	13,3	55,5	71,4	59,2	48,5	62,6	83,2
China	2,7	14,1	23,2	1,8	30,5	22,5	31,4
Sonstige Länder Asiens <sup>2</sup>	10,5	25,2	25,7	37,1	23,8	16,2	25,8
Brasilien	-0,1	-0,4	14,7	8,7	7,2	12,9	9,3
Mexiko	0,6	8,2	1,2	6,1	-18,9	10,7	1,8
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>3</sup>	-0,4	8,4	6,6	5,5	5,9	0,4	14,9

Anmerkung: Kapitalzuflüsse berechnet aus Differenz von Leistungsbilanz und Veränderung der Währungsreserven; private Kapitalströme berechnet als Restgröße einer Schätzung der öffentlichen Kapitalströme.  
<sup>1</sup> 1982–90. <sup>2</sup> Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand. <sup>3</sup> Argentinien, Chile, Kolumbien, Peru, Venezuela.

Quellen: IWF, *Balance of Payments Statistics*; Institute of International Finance. Tabelle VI.1

Renditen von Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen auf ein außergewöhnlich hohes Niveau. Danach wurden die Kapitalabflüsse aus diesen Ländern durch eine Kombination aus straffer Wirtschaftspolitik und einer anhaltenden Verpflichtung auf offene Finanzmärkte zum Stillstand gebracht. Auch Kredite ausländischer öffentlicher Stellen wirkten dabei in starkem Maße unterstützend. Asien überstand den Sturm besser, da beträchtliche Währungsreserven vorhanden waren und die Bereitschaft bestand, sowohl die Zinsen anzuheben als auch die Vergabe kurzfristiger Kredite inländischer Banken an ausländische Kreditnehmer zu begrenzen. Ein wichtiger konjunktureller Einfluß war der kontinuierliche Rückgang der kurzfristigen US-Zinsen seit Anfang 1995, der die Liquidität an den internationalen Kapitalmärkten erhöhte und die Anleger in den Industrieländern veranlaßte, sich im Ausland nach höheren Renditen umzusehen.

... danach Erholung  
in Lateinamerika ...

Ein starker Anstieg der privaten Kapitalzuflüsse ermöglichte es den lateinamerikanischen Ländern 1996, ihre Währungsreserven aufzustocken und Schulden bei öffentlichen Gläubigern zu tilgen; das Leistungsbilanzgleichgewicht für die Region insgesamt blieb praktisch unverändert. Die Regierungen einiger lateinamerikanischer Länder, vor allem Mexikos und Argentiniens, nutzten den

wiedererlangten Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, um die Laufzeitenstruktur und die Konditionen ihrer ausstehenden Schulden zu verbessern. Mexiko emittierte in beträchtlichem Umfang Staatsanleihen, um eine vorzeitige Tilgung der 1995 durch das US-Finanzministerium und den IWF bereitgestellten öffentlichen Finanzhilfe zu finanzieren und um einige höherrentierende Brady-Anleihen abzulösen. Auch Argentinien nahm weiter in starkem Maße Gelder an den privaten internationalen Kapitalmärkten auf, wodurch ein leichter Anstieg des Leistungsbilanzdefizits finanziert wurde und die Währungsreserven stiegen. Die Laufzeit der Anleihen wurde verlängert, und es wurde eine Anleihe in Landeswährung begeben. Schließlich erwies sich im vergangenen Jahr auch die Anlage in auf Peso lautenden kurzfristigen mexikanischen Staatstiteln als besonders ertragreich für ausländische Investoren, da die Abwertung des Peso weit geringer ausfiel als der Abstand bei den nominalen Zinssätzen (die kurzfristigen Zinsen auf US-Dollar-Basis sind in Tabelle VI.2 aufgeführt). Zinsdifferenzen waren auch für den anhaltend starken Kapitalzustrom nach Brasilien verantwortlich. Den Zuflüssen standen eine Erhöhung des Leistungsbilanzdefizits und – wenngleich in abnehmendem Maße – eine weitere Aufstockung der Devisenreserven gegenüber.

In den meisten asiatischen Ländern hielt das starke Wachstum privater Nettokapitalzuflüsse, das schon 1995 wieder eingesetzt hatte, im vergangenen Jahr an. In Asien insgesamt ging mehr als die Hälfte dieser Zuflüsse in eine Ausweitung

... und anhaltende Stärke in Asien

Kurzfristige Zinssätze: <sup>1</sup> real und auf US-Dollar-Basis							
Rendite pro Jahr in Prozent							
	Real <sup>2</sup>				Auf US-Dollar-Basis <sup>3</sup>		
	1990–94	1995	1996	1997 1. Q.	1990–94	1995	1996
China	- 2,2	- 5,0	0,7	2,2	- 2,9	12,7	9,3
Indien	2,2	5,7	4,9	- 2,7	- 0,2	2,9	8,6
Hongkong	- 3,7	- 2,7	- 0,8	- 0,4	5,7	6,3	5,4
Korea	2,2	4,2	2,4	2,7	6,2	10,8	- 1,4
Singapur	1,1	0,8	1,5	1,2	9,6	5,9	4,0
Taiwan	3,3	2,5	2,3	3,9	7,2	2,2	4,6
Indonesien	8,3	6,7	8,7	11,3	12,9	11,3	13,6
Malaysia	2,7	2,5	3,5	3,9	7,8	6,7	7,7
Philippinen	5,0	3,4	3,6	5,8	15,2	4,1	12,0
Thailand	5,3	5,5	4,3	5,1	10,9	11,2	8,5
Argentinien	-12,4	8,2	7,2	6,2	21,9	11,8	7,4
Brasilien	10,6	25,5	10,3	12,7	20,6	33,1	19,3
Chile	6,6	5,9	6,9	6,8	15,0	12,6	8,6
Kolumbien	0,1	9,5	8,5	5,7	11,0	11,4	29,3
Mexiko	3,3	9,8	- 1,1	- 1,8	4,2	3,0	28,9
Peru	-12,4	4,3	3,4	5,2	-24,6	9,8	2,3
Venezuela	- 2,5	-22,0	-36,2	-37,8	4,1	-26,9	-22,4

<sup>1</sup> Auf 3-Monats-Papiere; China: Satz für 1jährige Einlagen; Indien und Brasilien: Tagesgeldsatz; Taiwan: Tagesgeldsatz und vor November 1994 gewogener Durchschnitt von 6 Geldmarktsätzen für Laufzeiten von einem Tag bis zu 6 Monaten. <sup>2</sup> Mit dem Verbraucherpreisindex deflationiert. <sup>3</sup> Berechnet aus dem monatlichen Durchschnittszinssatz und Veränderungen des Wechselkurses im Verlauf des Monats.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle VI.2

der Währungsreserven. Auf den Philippinen ermöglichten hohe inländische Zinsen, ein größeres Wirtschaftswachstum und die Erholung der internationalen Anleihemärkte nach der Mexiko-Krise umfangreiche Kapitalzuflüsse. Das Land konnte damit eine beträchtliche Erhöhung seiner Devisenreserven finanzieren und Brady-Anleihen im Wert von \$ 635 Mio. ablösen. In einigen asiatischen Ländern, besonders Korea und Thailand, stieg dagegen das Leistungsbilanzdefizit schneller als die Nettokapitalzufuhr. Wie in Kapitel III erörtert, spiegelten die sich ausweitenden Leistungsbilanzungleichgewichte in diesen und etlichen anderen asiatischen Ländern sowohl ein langsames Exportwachstum als auch eine anhaltende Zunahme der Inlandsnachfrage wider.

In Asien  
Verlagerung  
zugunsten von  
Anleihebehebungen

Ein wichtiges Merkmal der Kapitalzuflüsse in Asien im letzten Jahr war, daß die Kreditaufnahme im Ausland stärker über die Anleihemärkte erfolgte. Der Nettoabsatz internationaler Anleihen durch asiatische Entwicklungsländer verdreifachte sich, denn viele asiatische Schuldnerländer suchten ihre Kreditaufnahme zu diversifizieren, und von öffentlicher Seite gab es Bemühungen, die kurzfristige Offshore-Verschuldung bei Banken zu begrenzen (in Thailand wurde beispielsweise eine Obergrenze festgelegt, und Malaysia verschärfte die Bestimmungen). In Thailand, wo die kurzfristige Auslandsverschuldung ein hohes Niveau erreicht hatte, war sogar ein starker Rückgang der ausländischen Bankkredite an inländische Schuldner festzustellen. In anderen asiatischen Ländern stieg der Zustrom von Bankkrediten aus dem Ausland dagegen an (s. Kapitel VII, Tabelle VII.3 und Grafik VII.4).

Wertpapierkurse

Der leichtere Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten kam auch in der Entwicklung der Wertpapierkurse zum Ausdruck. Die Renditen von Brady-Anleihen hatten nach März 1995 zu sinken begonnen und sind inzwischen beinahe auf ihr Niveau von Anfang 1994 zurückgefallen. Allerdings erholten sich die lateinamerikanischen Aktienkurse, in Dollar ausgedrückt, nur teilweise, und der zusammengefaßte Index der International Finance Corporation liegt immer noch unter den 1994 erreichten Höchstwerten. In Asien, wo die Aktienkurse Anfang 1995 viel langsamer zurückgegangen waren, notierten sie allgemein schwächer als in Lateinamerika. Die meisten asiatischen Märkte verzeichneten in den ersten vier Monaten von 1997 deutliche Kursrückgänge, während die meisten lateinamerikanischen Märkte fest notierten. Die während der letzten Jahre vergleichsweise gedämpfte Entwicklung der Aktienkurse in Asien insgesamt dürfte die anhaltenden Bedenken wegen der Schwächen im Finanzsystem und der Finanzierbarkeit der großen Leistungsbilanzdefizite in einigen Ländern widerspiegeln. Wie weiter unten erörtert, verbergen sich hinter den zusammengefaßten Entwicklungen allerdings recht unterschiedliche Trends an den einzelnen Märkten.

## Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften in den neunziger Jahren

Verstärkte  
Integration der  
Kapitalmärkte

Allein im Jahr 1996 war die Summe der privaten Nettokapitalströme nach Lateinamerika und Asien höher als der entsprechende Wert für die achtziger Jahre insgesamt, während die öffentlichen Kapitalströme vergleichsweise flau blieben (s. Tabelle VI.1). Zwei wesentliche Faktoren fördern die Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in die internationalen Kapitalmärkte. Erstens hat

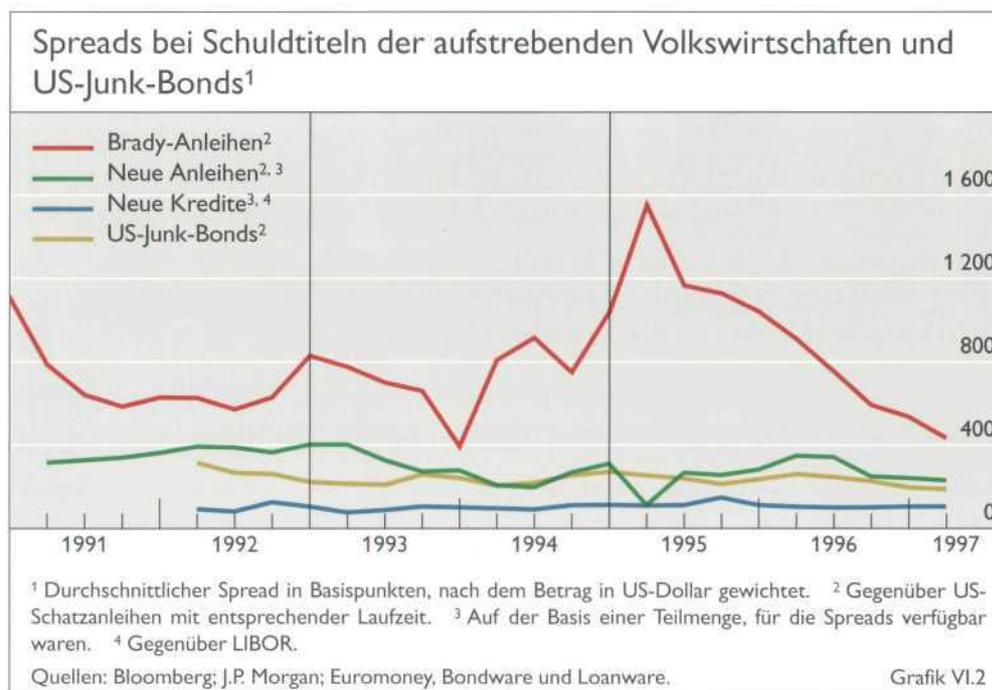
sich durch den weitverbreiteten Trend zu marktorientierten Wirtschaftsreformen in den Entwicklungsländern die Zahl der als kreditwürdig eingestuftem Länder beträchtlich erhöht und hat auch zu einer größeren Kapitalnachfrage dieser Länder zwecks Finanzierung von Investitionen geführt. Zweitens sind die Anleger in den Industrieländern nach wie vor bestrebt, ihre Wertpapierportefeuilles zu diversifizieren; dieser Trend wurde durch den konjunkturbedingten Rückgang der kurzfristigen Zinsen in den Industrieländern während der neunziger Jahre noch verstärkt.

Der Anstieg der Kapitalzuflüsse in den neunziger Jahren erstreckt sich auf Bankkredite und Wertpapieremissionen ebenso wie auf Kapitalbeteiligungen (Direkt- wie auch Portfolioinvestitionen). Wie aus Kapitel VII, Grafik VII.4 ersichtlich, haben sowohl die Kreditaufnahme bei Banken als auch der Wertpapiernettoabsatz der lateinamerikanischen und asiatischen Staaten beträchtlich zugenommen. In den asiatischen Ländern erfolgte die Mittelaufnahme vor allem über Bankkredite, die lateinamerikanischen Länder stützten sich dagegen stärker auf die Emission von Wertpapieren. Möglicherweise zogen die Banken zunächst die Kreditvergabe an asiatische Länder vor, weil lateinamerikanische Länder in den achtziger Jahren Schwierigkeiten hatten, ihre Schulden bei Geschäftsbanken zurückzuzahlen. Auch wurden die lateinamerikanischen Anleihen während der achtziger Jahre im allgemeinen nicht umgeschuldet, was sie in den neunziger Jahren als attraktive Anlageform erscheinen ließ. Auf jeden Fall dürfte sich die Art der Mittelaufnahme in den beiden Regionen, wie oben erwähnt, seit einiger Zeit einander annähern.

Zunehmende Beteiligungskapitalströme waren ein weiterer wichtiger Grund für das Anschwellen der Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften in den neunziger Jahren. Die Portfolioinvestitionen entwickelten sich dabei besonders lebhaft, und ihr Anteil an den gesamten privaten Kapitalzuflüssen der aufstrebenden Volkswirtschaften ist von 13% im Jahr 1991 auf 19% im vergangenen Jahr gestiegen. Dies ist ein weiteres Anzeichen für die globalere Streuung der

Mittelaufnahme

Beteiligungskapitalströme



Finanzaktiva in den Industrieländern und für die wachsende Bedeutung bestimmter Anlegergruppen, die sich – wie etwa Pensions- und Investmentfonds – zuvor auf Finanzanlagen im Inland beschränkt hatten.

Deutliche  
Verringerung der  
Zinsabstände ...

Die Kapitalbeschaffungskosten für Entwicklungsländer in den neunziger Jahren liefern kein ähnlich eindeutiges Bild der internationalen Finanzintegration wie die aggregierten Kapitalströme. In Grafik VI.2 werden drei Finanzierungsinstrumente von Entwicklungsländern (Brady-Anleihen, Neuemission von Staatsanleihen und Neuverschuldung bei Banken) im Hinblick auf ihren Abstand zu den US-Referenzzinssätzen mit als BB eingestuften, hochrentierenden US-Unternehmensschuldverschreibungen (Junk Bonds) verglichen. Der Spread bei Brady-Anleihen, dem meistgehandelten Verschuldungsinstrument aufstrebender Volkswirtschaften, wird oft als Barometer für die Kapitalbeschaffungskosten dieser Länder benutzt. Obwohl er in letzter Zeit stark zurückgegangen ist, liegt er immer noch über den Tiefständen von Ende 1993.

... bei Brady-  
Anleihen ...

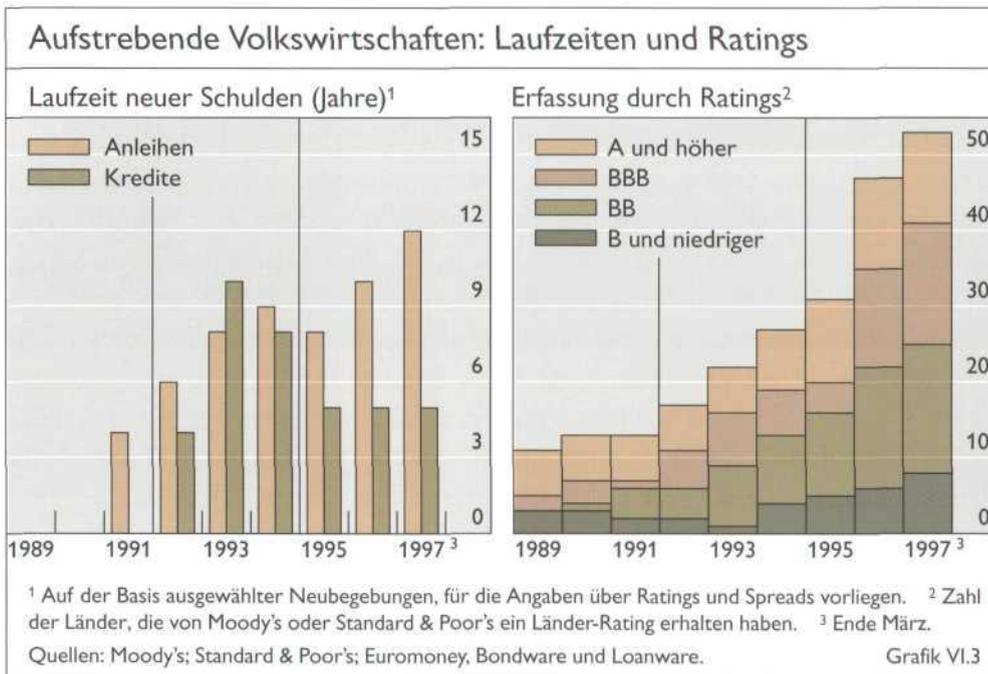
Wie aus der Grafik ersichtlich, waren die Spreads bei Brady-Anleihen im allgemeinen deutlich größer als bei neu emittierten Anleihen und Bankkrediten. Dies spiegelt zum Teil die Tatsache wider, daß Brady-Anleihen umgeschuldete Bankkredite darstellen und die Marktteilnehmer möglicherweise der Ansicht sind, daß das Risiko einer weiteren Umschuldung im Falle von Zahlungsproblemen bei ihnen größer ist als bei anderen Verschuldungsformen. Außerdem wurden Brady-Anleihen nur von Ländern emittiert, die Schwierigkeiten mit der Tilgung ihrer Auslandsschulden hatten, so daß in ihren Spreads wahrscheinlich ein größeres Risiko zum Ausdruck kommt, als es Schuldner aus aufstrebenden Märkten normalerweise zugeschrieben wird.

... bei neu  
emittierten  
Anleihen hingegen  
keine eindeutige  
Entwicklung ...

Die durchschnittlichen Spreads bei neu emittierten Anleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften sind nicht mehr so hoch wie Anfang der neunziger Jahre, obwohl sie auch hier – wie bei Brady-Anleihen – durch eine gewisse Variation im Zeitablauf gekennzeichnet waren. Ferner haben sich die Spreads bei den Junk Bonds aus den USA in ähnlichem Umfang verringert, so daß sich der Zugang der aufstrebenden Volkswirtschaften zu den Kapitalmärkten in den neunziger Jahren *relativ* betrachtet vermutlich nicht verbessert hat: Sowohl die Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften als auch die Emittenten von US-Junk-Bonds scheinen von größerer Liquidität, zunehmender Risikobereitschaft und damit geringeren Spreads profitiert zu haben. Die Zinsabstände bei Bankkrediten waren für die aufstrebenden Volkswirtschaften im Durchschnitt um etwa 200 Basispunkte niedriger als die Spreads bei Anleihen, was vor allem damit zusammenhängt, daß der Anteil asiatischer Länder mit einem guten Rating bei den Bankkrediten größer ist als bei den Anleiheemissionen. Auch die Spreads bei Bankkrediten haben sich im vergangenen Jahr verringert, weisen über die neunziger Jahre allerdings keinen erkennbaren längerfristigen Trend auf.

... infolge längerer  
Laufzeiten ...

Verschiedene Faktoren dürften die in Grafik VI.2 abgebildete tendenziell uneindeutige und nur schwer interpretierbare Entwicklung der durchschnittlichen Spreads bei neuen Anleihen und Bankkrediten beeinflußt haben. Erstens waren die Investoren bereit, längerfristig anzulegen, weil sie die Kreditwürdigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften nunmehr höher einschätzten, und diese nahmen höhere Aufschläge in Kauf, um die Laufzeit ihrer Schulden strecken zu können. Wie in Grafik VI.3 gezeigt wird, stieg die durchschnittliche Laufzeit von Anleihen



zwischen 1991 und 1996 von vier auf zehn Jahre, was zu einem geringeren Rückgang der Spreads beigetragen hat, als er sich ansonsten ergeben hätte. Die durchschnittlichen Laufzeiten von neu aufgenommenen Bankkrediten, die vereinzelt langfristige Kredite für Großprojekte einschließen, schwankten weitaus stärker und lassen in den neunziger Jahren keinen langfristigen Trend erkennen.

Ein zweiter Grund, der die durchschnittlichen Abstände bei neuen Krediten und Anleihen aufrechterhalten haben könnte, ist der Markteintritt einer großen Zahl neuer Kreditnehmer. Wenn solche Schuldner ein höheres Risiko darstellen und deshalb höhere Prämien zahlen, kann dies den durchschnittlichen Spread auf dem Markt auch dann vergrößern, wenn die Aufschläge für bestimmte Risikokategorien im Zeitablauf kleiner geworden sind. Allerdings lassen die jüngsten Verschiebungen in der Verteilung staatlicher Kreditnehmer nach Risikokategorien (s. Grafik VI.3) keinen allgemeinen Trend erkennen, was das durchschnittliche Risiko bei den einer Bonitätsbeurteilung unterzogenen aufstrebenden Volkswirtschaften angeht. (Die Volatilität der Spreads in den einzelnen Jahren ist wohl darauf zurückzuführen, daß sich der Anteil stark risikobehafteter Schuldner von Jahr zu Jahr ändert.) Trotzdem könnten die durchschnittlichen Abstände mit dem Markteintritt neuer Schuldner größer geworden sein, und zwar einfach deshalb, weil die Märkte dazu neigen, von neuen Schuldnern, deren Vorgeschichte als Kreditnehmer nicht bekannt ist, unabhängig von ihrem Rating höhere Renditen zu verlangen.

Um Einflüsse durch Veränderungen sowohl der Bonitätsstruktur der Schuldner als auch der Laufzeit der Schulden zu berücksichtigen, werden im linken Bild von Grafik VI.4 für neu emittierte Anleihen mit gleicher Laufzeit die Spreads über das gesamte Rating-Spektrum hinweg verglichen, und zwar in zwei Perioden: Mitte 1993 bis Mitte 1994 (als die Spreads ihren vorigen Tiefstand erreicht hatten) und September 1996 bis März 1997 (als sie erneut gesunken sind). In allen Kategorien außer denen mit höherem Risiko sind die Spreads zwischen 1993/94 und dem aktuellsten Beobachtungswert eindeutig zurückgegangen und stützen damit die

... und neuer Kreditnehmer

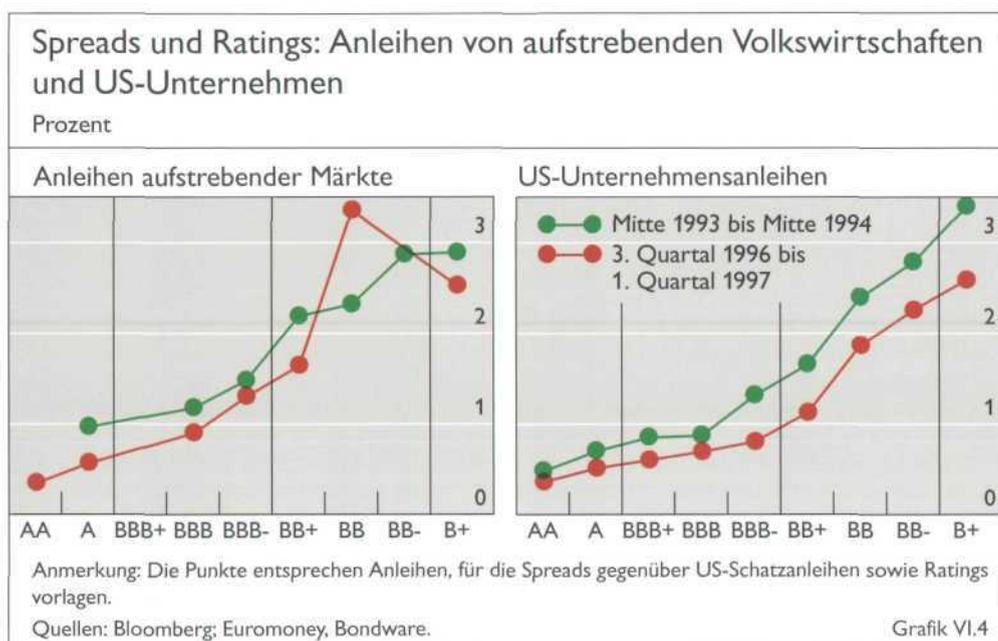
Weiterhin Zurückhaltung gegenüber Schuldnern mit hohem Risiko ...

Einschätzung, daß die aufstrebenden Volkswirtschaften bei ihrer Kreditaufnahme von verbesserten Konditionen für ihre Verbindlichkeiten profitieren. Bei den Schuldern mit hoher Risikoeinstufung, d.h. mit einem Rating von BB oder B+, sind die Spreads allerdings nicht einheitlich zurückgegangen, was vermuten läßt, daß die Anleger bei den risikoreichsten Kreditnehmern unter den aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin Vorsicht walten lassen.

Das rechte Bild der Grafik zeigt, daß die Spreads bei den US-Unternehmensanleihen bei gleicher Laufzeit und bei Zugrundelegung derselben Perioden wie bei den Anleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften seit 1994 ebenfalls kleiner geworden sind. Somit scheinen sich die Präferenzen im Hinblick auf die geographische Herkunft der Schuldner auf den ersten Blick kaum geändert zu haben. Dennoch ist festzuhalten, daß bei den am wenigsten risikobehafteten Kategorien, für die jeweils Angaben vorliegen – A und BBB –, die Spreads bei den Anleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften stärker zurückgegangen sind. Die Renditen dieser Papiere liegen inzwischen auf ungefähr demselben Niveau wie die von US-Unternehmensanleihen in den Risikokategorien AA und A. In den Kategorien mit niedrigerem Rating ist der Unterschied zwischen den Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften und denen von US-Unternehmen aber größer geworden.

... aber geringere Aufschläge für weniger risikobehaftete Schuldner

Zusammenfassend bestätigt sich bei näherer Betrachtung der Veränderungen von Spreads bei neu emittierten Anleihen, daß die weniger risikoreichen Schuldner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften von einer Kombination aus verbesserter Liquidität und – möglicherweise – höherer Risikobereitschaft profitiert haben, ebenso wie von einer größeren Bereitschaft der Investoren, die Schuldner aus diesen Ländern nach den gleichen Kriterien zu beurteilen wie diejenigen aus Industrieländern. Für Schuldner geringerer Bonität sind die Spreads im Vergleich zu ähnlich eingestuften Schuldern in den Industrieländern dagegen zwar rückläufig, aber weiterhin hoch, was darauf hindeutet, daß die Finanzmärkte auf diese Schuldnergruppe nach wie vor andere Kreditmaßstäbe anwenden.



## Aktien- und Immobilienmärkte

Die Aktienmärkte in den Entwicklungsländern haben inzwischen ein weitaus größeres Volumen als noch zu Anfang des Jahrzehnts. Gemessen am Verhältnis der Börsenkapitalisierung zum BIP lassen sie sich in vielen Ländern mittlerweile mit denen in den größeren europäischen Ländern vergleichen (s. Tabelle VI.3). Außerdem sind diese Märkte, die sich eines stark gestiegenen ausländischen Interesses erfreuen, nun enger mit den Finanzmärkten in den entwickelten Ländern verflochten. Allerdings ist die Volatilität der Aktienkurse, wenngleich rückläufig, weiterhin höher als in den Industrieländern.

Die Aktienkurse entwickelten sich 1996 und Anfang 1997 in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. Auf vielen lateinamerikanischen Märkten stiegen sie kräftig an, wobei Argentinien, Brasilien und Venezuela beachtliche Kursgewinne verzeichneten. In Chile und Kolumbien fielen sie deutlich zurück. Auf mehreren asiatischen Märkten erreichten die Kurse neue Rekordstände, während sich der

Aktienmärkte groß,  
aber nach wie vor  
volatil ...

... und mit  
deutlichen Unter-  
schieden

Aktienmärkte: Kapitalisierung, Volatilität und jüngste Ergebnisse					
	Kapitalisierung <sup>1</sup>		Volatilität <sup>2</sup>		Veränderung des Kursindex <sup>3</sup>
	1990	1996	1993/94	1995/96	
China	0,5 <sup>4</sup>	13,8	26,6	10,5	71,7
Indien	12,9	35,1	8,9	8,2	-25,3
Hongkong	111,5	280,8	10,1	5,5	32,8
Korea	43,6	25,4	6,1	6,1	-47,6
Singapur	91,6	169,0	3,9	3,1	- 1,1
Taiwan	62,7	100,5	13,9	8,5	6,6
Indonesien	7,1	41,2	8,9	7,3	17,6
Malaysia	113,6	315,5	9,0	5,8	16,7
Philippinen	13,4	97,5	10,2	6,4	8,2
Thailand	28,0	54,0	11,0	7,7	-54,1
Argentinien	2,4	15,7	9,1	9,4	28,7
Brasilien	4,0	28,6	13,6	7,6	31,3
Chile	49,1	90,8	8,7	5,1	-22,4
Kolumbien	3,5	20,8	8,2	6,7	-21,4
Mexiko	13,5	37,1	7,9	11,4	9,4
Peru	2,2	23,0	11,0	9,0	6,8
Venezuela	17,2	15,4	12,4	15,2	26,9
<i>Nachrichtlich:</i>					
USA	53,8	108,7	1,4	2,0	27,2
Japan	98,2	67,6	6,0	3,4	-25,2
Deutschland	23,6	29,4	3,2	1,7	19,4
Vereinigtes Königreich	86,7	151,0	4,2	2,5	22,6
Sonstige europäische G10-Länder <sup>5</sup>	26,9	47,8	4,7	3,8	10,9

<sup>1</sup> In Prozent des BIP. <sup>2</sup> Standardabweichung der monatlichen Veränderungen in den Zeiträumen Januar 1993–November 1994 und Januar 1995–November 1996 (um die krisenbedingten Verzerrungen vom Dezember 1994 auszuschließen). <sup>3</sup> Veränderung vom Höchststand 1995 bis Februar 1997 in Prozent, auf US-Dollar-Basis. <sup>4</sup> 1991. <sup>5</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: International Finance Corporation; Institute of International Finance; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle VI.3

Immobilienpreiszyklen in Asien					
Veränderung der realen Preise in Prozent, Jahresrate					
	Vom Tief zum Hoch	Vom Hoch zum Tief	Letzter unvollendeter Zyklus		Elastizität gegenüber dem Aktienkursindex*
			Prozent	Anfangsjahr	
Hongkong	20 24	-30	56	1995	1,07
Korea			-2	1990	-0,12
Singapur	27	-26	18	1992	0,82
Indonesien	54		-8	1990	0,13
Malaysia	26	-13	-6	1991	-0,21
Philippinen	42	- 8	7	1991	0,34
Thailand			-7	1991	-0,09

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf Jahresdaten der Preise (in der Regel in der Hauptstadt). Der letzte Zyklus basiert auf der Veränderung vom ausgewiesenen Anfangsjahr bis 1996.

\* Elastizität der Veränderung der nominalen Immobilienpreise gegenüber dem Vorjahr in Prozent in bezug auf die Veränderung der Aktienkurse gegenüber dem Vorjahr in Prozent, von 1991 bis 1996.

Quellen: Colliers Jardine; Jones Lang Wootton. Tabelle VI.4

Aktienmarkt Taiwans von einem früheren Kurseinbruch erholte, der politische Ursachen gehabt hatte. Auf zwei wichtigen Börsenplätzen gab es jedoch Kursstürze: Der koreanische und der thailändische Aktienindex waren Anfang 1997 gegenüber ihrem vorangegangenen Höchstwert um etwa die Hälfte zurückgegangen.

Immobilienpreise ebenfalls volatil ...

Immobilienpreise und Aktienkurse werden vielfach von den gleichen Einflußgrößen getrieben, d.h. Bankkredite, reales Wirtschaftswachstum, Inflationserwartungen etc. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens waren die Immobilienpreissteigerungen viel ausgeprägter als in den größeren Industrieländern. Der durchschnittliche Anstieg der inflationsbereinigten Preise während Aufschwungphasen des Immobilienmarktes war in den Ländern, für die Angaben ohne weiteres verfügbar sind (s. Tabelle VI.4), im allgemeinen größer als 20% pro Jahr, verglichen mit üblicherweise etwa 10% in den USA oder den größeren europäischen Volkswirtschaften. Ein wichtiger Grund dafür sind die rasche Industrialisierung und Verstädterung, die eine äußerst hohe Nachfrage nach zusätzlichen Gebäuden hervorrufen. Dies zeigt sich z.B. an der Entwicklung der Büromieten: Seit Mitte der achtziger Jahre haben sich die durchschnittlichen inflationsbereinigten Mieten für zentral gelegenen Büroraum in Kuala Lumpur und Singapur mehr als verdoppelt, und in Hongkong sind sie fast ebenso stark angestiegen.

... wengleich manchmal nur zögerlicher Rückgang

Im Unterschied zu den Aktienkursen gehen die Immobilienpreise bei einem Überangebot allerdings nicht immer rasch zurück. Wie in vielen entwickelten Ländern sind die Preise nach den vorangegangenen massiven Steigerungen in den letzten Jahren beträchtlich gefallen, und zwar meist im Anschluß an eine deutliche Straffung der Geldpolitik. In zwei Volkswirtschaften (Hongkong und Singapur) waren die Preiszyklen kürzer als in den anderen Ländern in Tabelle VI.4, und die Korrelation von Immobilienpreisen und Aktienkursen war hier in den neunziger Jahren höher. Zusammengekommen weist dies darauf hin, daß die

Immobilienpreise hier stärker und schneller auf ein Überangebot reagieren als in Korea, Malaysia, auf den Philippinen oder in Thailand. Während die der überzogenen Preisentwicklung in den achtziger Jahren nachfolgende Korrektur in Hongkong und Singapur inzwischen schon wieder durch einen erneuten Anstieg abgelöst worden ist, hält die Anpassung in den anderen Ländern noch an. Schätzungen des Baugewerbes zufolge könnte eine weitere starke Ausweitung des Angebots in Bangkok, Jakarta, Kuala Lumpur und Manila 1997 oder 1998 die Preise weiter nach unten drücken.

## Schwächen im asiatischen Finanzsystem

Die privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften setzten zu einem Zeitpunkt wieder verstärkt ein, als das Bankensystem in den meisten Empfängerländern durch eine beträchtliche Instabilität gekennzeichnet war. In Lateinamerika erholen sich Argentinien, Brasilien, Mexiko und Venezuela noch von den im letztjährigen Jahresbericht beschriebenen erheblichen Schwierigkeiten. Ein breit angelegter Umstrukturierungsprozeß ist im Gang. Er umfaßt staatliche Subventionen, Fusionen, verstärkte ausländische Kapitalbeteiligungen und eine strengere Bankenaufsicht in regulatoriver wie marktorientierter Hinsicht. Ganz deutlich sichtbar wurde er am einschneidenden Abbau der Beschäftigung im Bankgewerbe, die durch die bei Hyperinflation leicht zu erzielenden Gewinne oftmals aufgebläht gewesen war. Von 1990 bis 1996 wurde die Beschäftigung im Bankensektor in Brasilien um 34% und in Argentinien um 20% verringert. Der Anteil der notleidenden Kredite an den Krediten insgesamt ist deutlich gesunken (s. Tabelle VI.5), und die drastische Verschärfung der Kreditkonditionen führte zu einem abrupten Rückgang der Bankkredite.

In Lateinamerika  
Umstrukturierung  
nach früheren  
Krisen

In Asien schuf das sehr hohe Wirtschaftswachstum in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ein Klima, das einer unaufhörlichen Expansion der Nachfrage Vorschub leistete. Die Bankkredite verzeichneten dementsprechend in Relation zum BIP einen außergewöhnlich hohen Anstieg, der in den Industrieländern in der letzten Zeit keine Entsprechung fand (s. Tabelle VI.6). Am raschesten weiteten sich die Kredite in den erst seit kurzem in der Industrialisierung vorankommenden Ländern aus, d.h. Indonesien, Malaysia, den Philippinen und Thailand. In Thailand nahmen die Kredite am stärksten im Jahr 1995 zu, und im Verlauf von 1996 setzte eine beträchtliche Verlangsamung ein. Auf den Philippinen, wo sich das Wirtschaftswachstum eher später zu erholen begann als in den anderen Ländern, kam es zu einer beschleunigten Ausweitung der Kredite: Innerhalb weniger Jahre hat sich das preisbereinigte Volumen an Bankkrediten fast verdoppelt.

Asiatische Banken  
nach Jahren  
raschen Wachstums  
Risiken  
ausgesetzt

Der jüngste Konjunkturabschwung in mehreren asiatischen Ländern hat strukturelle Schwächen in deren Bankensystemen offengelegt. Ein wichtiger Einflußfaktor waren die höheren (oder anhaltend hohen) realen Zinssätze, die die äußerst rasche Kreditausweitung bremsen sollten, vor dem Hintergrund sehr hoher Leistungsbilanzdefizite aber gleichzeitig den Wechselkurs stützen sollten. Über den größten Teil des Jahres 1996 hinweg haben sich in Indonesien und Thailand die realen Zinssätze fortlaufend erhöht und lagen Anfang 1997 über 10% bzw. 8% (s. Grafik III.3). In Malaysia, wo ein höheres Maß an Wechselkursflexibilität zugelassen wurde, sind die Realzinsen etwas niedriger und viel stabiler. Auch in

Notleidende Kredite in Prozent der gesamten Kredite						
	Krisen in den achtziger Jahren		1990	1994	1995	1996 <sup>2</sup>
	Jahre <sup>1</sup>	Durchschnitt				
Indien <sup>3</sup>				23,6	19,5	17,3
Hongkong <sup>4</sup>				3,4	2,8	2,7
Korea	1986	6,7 <sup>5</sup>	2,1	1,0	0,9	0,8
Taiwan <sup>6</sup>	1986	5,5	1,2	2,0	3,1	3,8
Indonesien			4,5	12,0	10,4	8,8
Malaysia	1988	30,5	20,4	8,1	5,5	3,9
Thailand	1983–88	15,0	9,7	7,5	7,7	n.v.
Argentinien	1985	30,3	16,0	8,6	12,3	9,4
Brasilien			4,7	3,9	7,9	5,8
Chile	1983	15,5	2,1	1,0	1,0	1,0
Kolumbien <sup>7</sup>	1984	25,3	2,2	3,1	3,8	4,6
Mexiko <sup>7</sup>	1982	4,1	2,3	10,5	14,4	12,5
Peru	1985	17,7	12,8	6,9	4,8	5,1
Venezuela	1983	15,4	3,0	24,7	10,6	3,8
<i>Nachrichtlich:</i>						
USA	1987	4,1	3,3	1,9	1,3	1,1
Japan <sup>8</sup>				3,3	3,3	3,4 <sup>9</sup>
Italien			5,2	8,1	9,3	10,1
			1992 <sup>10</sup>			
Finnland			8,0	4,6	3,9	2,7
Norwegen			9,1	5,4	4,1	3,2
Schweden			11,0	6,3	4,4	3,0

<sup>1</sup> Nur ausgeprägtestes Krisenjahr. <sup>2</sup> Vorläufig. <sup>3</sup> Nur Staatsbanken. <sup>4</sup> Nur im Inland eingetragene Banken. <sup>5</sup> Amtliche Angaben erst ab 1986 verfügbar. <sup>6</sup> Überfällige Kredite. <sup>7</sup> Nur Geschäftsbanken. Mexiko: In den Daten für 1995 und 1996 sind die Auswirkungen von Sonderprogrammen zur Abwicklung notleidender Kredite berücksichtigt. Ohne diese Programme hätte der Anteil 1995 19,3% und 1996 24,2% betragen. <sup>8</sup> Haushaltsjahre. <sup>9</sup> September 1996; einschl. der umgeschuldeten Kredite beträgt der Anteil 4,5%. <sup>10</sup> Höhepunkt der Bankenkrise in den nordischen Ländern.

Tabelle VI.5

Korea bleiben sie weiterhin hoch, obwohl die Währung beträchtlich aufgewertet hat. In einigen Ländern wurden diese Schwierigkeiten durch einen Abwärtsdruck auf die Preise von Vermögenswerten noch verstärkt.

Die eigentlichen Ursachen für die Instabilität asiatischer Bankensysteme sind vielfältiger Natur. Dazu gehören u.a. vier grundsätzliche Gemeinsamkeiten, die für die Probleme des Übergangs zu einem liberaleren und offeneren Finanzumfeld bezeichnend sind – und die an sehr ähnliche Schwierigkeiten der Industrieländer vor nicht allzu vielen Jahren erinnern. Eine zentrale Ursache der Instabilität waren erstens die heftigen zyklischen Preisschwankungen bei Vermögenswerten infolge einer übermäßigen Ausweitung der Bankkredite und anderer Kreditformen. Banken, die sich in einem stark regulierten System entwickelt hatten, verfügten oftmals nicht über die notwendige Erfahrung, um Kreditrisiken in einem neuen, liberalisierten Umfeld richtig einzuschätzen. Manche gingen zu hohe Risiken ein, weil sie stillschweigend voraussetzten, daß sie Hilfe von öffentlicher Seite bekommen würden, falls sie in Schwierigkeiten gerieten. In vielen Fällen wurde die

Instabilität des Bankensektors im Zuge der Anpassung an liberales und offenes Umfeld

Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP-Wachstum						
	1981–89	1990–94	1995	1996 <sup>1</sup>	Nachrichtlich: Bankkredite an den privaten Sektor in % des BIP	
	Jahresdurchschnittliche Veränderung in %				1980	1995
China <sup>2</sup>	4,6	3,8	– 0,5	3,8	47,5	83,9
Indien	2,6	–2,0	3,8	– 2,0	20,2	23,9
Hongkong <sup>3</sup>	11,7	8,8	8,9	– 6,1	71,7	321,4
Korea	3,2	2,6	2,2	– 0,6	36,2	55,7
Singapur	2,1	0,8	7,8	5,7	62,9	84,9
Taiwan	7,1	9,2	1,1	– 3,9	49,2	143,1
Indonesien	15,1	10,4	4,4	5,7	8,1	49,1
Malaysia	6,8	3,1	10,5	13,1	33,1	76,9
Philippinen	–7,6	10,7	27,4	31,5	37,9	39,3
Thailand	6,8	10,0	11,1	5,8	27,5	88,7
Argentinien	–4,0	7,9	6,2	0,4	16,5	17,9
Brasilien	3,5	1,4	6,7	– 4,9	17,5	27,4
Chile	3,8	3,1	1,3	14,4	26,5	43,6
Kolumbien	2,0	4,1	4,2	5,0	10,8	16,4
Mexiko	–1,9	25,7	– 0,6	–36,0	12,8	33,6
Peru	–9,6	22,0	25,8	29,9	9,2	12,7
Venezuela	–2,9	–9,6	–39,4	–19,6	24,9	7,0
<i>Nachrichtlich:</i>						
USA	1,7	–3,5	4,2	– 0,6	62,1	63,3
Japan	3,8	0,3	0,5	– 1,9	81,0	115,1
Deutschland	1,4	2,5	0,8	4,6	74,2	96,1
Vereinigtes Königreich	9,6	1,3	2,3	3,3	39,9	99,7
Sonstige europäische G10-Länder <sup>4</sup>	1,7	2,0	– 2,6	– 0,8	61,0	76,2

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Ohne Kredite an den Zentralstaat. <sup>3</sup> Kredite insgesamt. Nur zugelassene Banken.  
<sup>4</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. Tabelle VI.6

Bankenaufsicht nicht hinreichend verschärft, um die höheren Risiken bewältigen zu können. Zweitens haben die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die größere Freiheit für inländische Kreditinstitute, international tätig zu werden, die Aufgabe der Geldpolitik schwieriger gemacht (wie auch in Kapitel III diskutiert). Der Einsatz des zinspolitischen Instrumentariums zur Wahrung binnenwirtschaftlicher Stabilität wurde oft durch Wechselkursziele eingeschränkt. Eine dritte Ursache ist, daß die frühere Politik der gelenkten Kreditvergabe ein Erbe an notleidenden Krediten hinterlassen hat. Viertens schließlich hat die Intensivierung des Wettbewerbs unter den inländischen Finanzinstituten nicht immer zu einer Rationalisierung des aus der Vergangenheit übernommenen, oft sehr zersplitterten Bankensystems geführt.

#### Preiszyklen bei Vermögenswerten

Preisschwankungen bei Vermögenswerten, die durch eine übermäßige Ausweitung der Bankkredite hervorgerufen wurden, zogen sich in den letzten Jahren wie ein

Preiszyklen bei Vermögenswerten durch Bankkredite verschärft ...

roter Faden durch die Finanzkrisen in Industrie- wie auch Entwicklungsländern. Da die Beziehung zwischen den Preisen für Vermögenswerte und den Veränderungen der Bankkredite – zumindest kurzfristig – selbstverstärkend wirkt, kann sich die Instabilität des Finanzsystems erhöhen, wenn sich die Volkswirtschaften an ein liberaleres finanzwirtschaftliches Umfeld anpassen. Vor der Liberalisierung sorgten Zinsobergrenzen bei Bankeinlagen dafür, daß das Bankgeschäft rentabel blieb. Auch wurden die Bankkredite üblicherweise durch den Staat beansprucht oder in den Unternehmenssektor gelenkt, wobei im allgemeinen nur ein kleiner Teil in Aktien oder Immobilien ging. Die Beseitigung solcher Beschränkungen gibt den Banken nicht nur einen größeren Handlungsspielraum, sondern ermutigt sie auch, nach neuen, ertragreichen Geschäften zu suchen, da die Gewinnmargen in ihren traditionellen Geschäftsfeldern schrumpfen.

... da neue Ertragsmöglichkeiten ...

Nach der Liberalisierung ist oft zu beobachten, daß die Banken Kredite für Aktien- und Immobilienkäufe gewähren. Auch können die Banken selbst Aktien erwerben und sogar Beteiligungen an Finanzinstituten halten, die höhere Risiken (z.B. durch massive Immobilieninvestitionen) eingehen dürfen als sie selbst. In ähnlicher Weise können die für den Immobilienerwerb bestimmten Kredite einige Jahre lang kräftig zunehmen und damit einen beispiellosen Immobilienboom auslösen. Starke Preisanstiege bei Vermögenswerten wirken auch „ansteckend“ auf die Kreditvergabe für andere Verwendungszwecke, da den Banken sowohl Aktien als auch Immobilien als gute Sicherheiten erscheinen, solange die Preise steigen.

... die Banken verleiten, zu weit zu gehen ...

Die Kreditnehmer verschulden sich dann selbst bei hohen Zinssätzen weiter, um Vermögenswerte zu erwerben, deren Wert sehr schnell zunimmt, und die Banken vergeben weiter Kredite, weil der Wert ihrer Sicherheiten steigt. Hochrentable Immobilien- und Aktienanlagen in der Frühphase einer Hausse veranlassen sowohl Kreditnehmer als auch Banken, sich noch stärker zu engagieren, was zu einem weiteren Anstieg der Preise führt. Diese Phase ist oft auch durch einen scharfen Wettbewerb unter Banken und anderen Finanzinstituten gekennzeichnet, was die Gewinnmargen gerade dann drückt, wenn das Risiko steigt. Der Punkt, an dem die Preise der Vermögenswerte ihre abdiskontierten zukünftigen Erträge überschreiten, läßt sich nicht genau feststellen, da der „richtige“ Diskontierungsfaktor unbestimmt ist und die zukünftigen Erträge selbst nur schwer abzuschätzen sind, besonders in sich rasch entwickelnden Volkswirtschaften. Eine spekulative Blase auf dem Markt für Vermögenswerte ist daher nahezu unvermeidlich.

... dadurch größere Schwierigkeiten, wenn Preisblase platzt

Wenn die Preisblase platzt, sehen sich die Banken und ihre Kunden ernsthaften Schwierigkeiten gegenüber. Zunächst dürfte sich der zunehmende Angebotsüberschuß nicht in den Preisen niederschlagen, da weder die Eigentümer noch ihre Gläubiger die jeweiligen Aktiva auf den Markt bringen und die Transaktionen zurückgehen. Mit steigenden Finanzierungskosten (die oftmals zu sich auf-türmenden Zinsrückständen führen) wird die Situation allerdings unhaltbar. Insbesondere Investoren, die mit einem hohen Fremdkapitalanteil operieren, sind oft zum Verkauf gezwungen, was die Preise nach unten drückt. Wenn der Wert der von Banken und anderen Gläubigern gehaltenen Sicherheiten sinkt, verstärkt sich der Druck zum Verkauf. Dies führt zu einem zusätzlichen Preisverfall, der seinerseits weitere Veräußerungen notwendig macht. Dies wiederum kann dazu führen, daß die Preise für Vermögenswerte unter ihren langfristigen Gleichgewichtswert sinken.

Dieser Prozeß stellt die Wirtschaftspolitik vor mehrere grundsätzliche Herausforderungen. Die eine ist die Frage, was unternommen werden kann bzw. sollte, um übermäßige Preissteigerungen bei Vermögenswerten während einer Hausse zu dämpfen. In vielen asiatischen Ländern, wo der zinspolitische Rahmen im Inland zum großen Teil durch Wechselkursziele bestimmt wird (s. unten, insbesondere Grafik VI.5), ist der Spielraum für eine Anpassung der Zinssätze begrenzt. Wenn die Preise von Vermögenswerten stark steigen, das allgemeine Preisniveau hingegen nicht, dürfte eine Straffung der Geldpolitik ohnehin schwierig sein, denn nur sehr deutliche Zinserhöhungen können die Preissteigerung bei Vermögenswerten noch bremsen, wenn sich höhere Preiserwartungen einmal festgesetzt haben.

Möglichkeiten für  
Abschwächung von  
Preisbooms?

Wie in Kapitel IV diskutiert, können steigende Preise von Vermögenswerten für eine Zentralbank vor allem dann Anlaß zu unmittelbarer Besorgnis geben, wenn die Aktiva als Sicherheiten für Bankkredite verpfändet sind oder durch Bankkredite finanziert werden. In solchen Fällen können Preisschwankungen bei Vermögenswerten die Stabilität des gesamten Finanzsystems beeinträchtigen, oft als Folge von Problemen kleiner Banken oder anderer scheinbar unbedeutender Marktteilnehmer im inländischen Bankensystem. Während beispielsweise in Thailand die größeren und mit mehr Eigenkapital ausgestatteten Banken in der Regel vergleichsweise vorsichtige Beleihungsgrenzen anwandten, war dies bei den kleineren Banken und anderen Finanzinstituten nicht immer der Fall. So weisen Finanzierungsgesellschaften in Thailand sehr hohe Positionen in Immobilien auf, und viele Banken hier halten beträchtliche Teile des Aktienkapitals von Finanzierungsgesellschaften.

Systemrisiken ...

Die Zentralbanken und andere Aufsichtsbehörden haben deshalb oft versucht, die Aufsichtsrichtlinien für die Kreditvergabe zu verschärfen, wenn die Preise von Vermögenswerten in den Sog überzogener Spekulation gerieten. So kann die Vergabe von Hypothekarkrediten von bestimmten Beleihungsgrenzen oder Rückzahlungsperioden abhängig gemacht werden. Hongkong senkte beispielsweise Anfang 1997 die empfohlene Beleihungsgrenze bei Luxuswohnungen von 70% auf 60%. Manchmal wird versucht, eine allzu rasche Ausweitung der Kredite zur Finanzierung von Vermögenswerten mit Appellen, der sogenannten „moral suasion“, zu verhindern (Malaysia, Thailand und Indonesien). Mehrfach nutzten die Zentralbanken alle ihnen zur Verfügung stehenden aufsichtsrechtlichen Möglichkeiten, um den Appellen Nachdruck zu verleihen (z.B. indem die Zulassung neuer Zweigstellen davon abhängig gemacht wurde, in welchem Maße die Banken der „moral suasion“ gefolgt waren).

... legen  
Aufsichts-  
maßnahmen  
nahe ...

Die Vergabe neuer Bankkredite hat sich in vielen Ländern drastisch abgeschwächt; in mehreren Ländern umfaßt das veröffentlichte Volumen an Bankkrediten allerdings auch die Kapitalisierung der Zinsen auf die immer größer werdende Zahl notleidender Kredite. In anderen Fällen wurden neue Kredite vergeben, um Erschließungsunternehmen über Wasser zu halten, die keine Abnehmer für ihre Gebäude fanden. Dies dürften einige der Gründe dafür sein, daß offensichtlich auch dann noch massiv Immobilieninvestitionen durch Neukredite finanziert wurden, als der Angebotsüberschuß auf vielen asiatischen Immobilienmärkten längst sichtbar war.

Ein weiterer Grund zur Besorgnis waren die Risiken, denen die Banken am Aktienmarkt ausgesetzt sind. In Korea belastete der Kursrutsch die Banken mit

... möglicherweise  
auch für den  
Aktienmarkt

Bewältigung der  
Nachwirkungen  
von Preisbooms?

hohen unrealisierten Verlusten. Als sich die Verluste immer mehr akkumulierten, wurden die Rückstellungsbestimmungen gelockert, indem die von den Banken zu bildenden Rückstellungen für geschätzte Wertverluste bei Aktien reduziert wurden. In Malaysia hielt die Hausse am Aktienmarkt bis Anfang 1997 an. Die von der malaysischen Zentralbank im März 1997 angekündigten Maßnahmen zur Begrenzung von Bankkrediten, die der Finanzierung von Aktien- und Immobilienanlagen dienen, konnten den Höhenflug der Aktienkurse bremsen. Darüber hinaus trug die flexiblere Wechselkurspolitik Malaysias dazu bei, daß sich die Zinsschläge in Grenzen hielten.

Eine zweite wirtschaftspolitische Herausforderung ist die Frage, was unternommen werden soll, wenn eine Preisblase am Immobilienmarkt platzt und Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt werden können. Üblicherweise werden die Banken in diesem Fall Eigentümer von Immobilien sein, die sich nicht ohne weiteres verkaufen lassen. Verfügen sie nicht über genug Eigenkapital, läuft es oft darauf hinaus, daß der öffentliche Sektor diesen Immobilienbesitz finanziert. Wie schnell Vermögenswerte veräußert werden sollten, hängt vom Abwägen zweier gegensätzlicher Gefahren ab: Einerseits kann es bei überstürzten Verkäufen auf einem angeschlagenen Markt zu einem Preisverfall kommen; andererseits kann der Markt für lange Zeit illiquide werden. Potentielle Käufer, die sich des großen Bestandes an unverkauften Immobilien bewußt sind, halten sich mit dem Erwerb zurück. Die notwendige Preiskorrektur wird dann hinausgeschoben, während die Belastungen durch den Schuldendienst steigen, besonders wenn die realen Zinssätze hoch sind.

Die Erfahrung der Resolution Trust Corporation in den USA, der es gelungen ist, im Zeitraum 1989-95 die Vermögenswerte von in Konkurs gegangenen Spar- und Darlehensbanken zu veräußern, ist lehrreich. Der Verkauf von Immobilienwerten per Ausschreibungsverfahren begann sehr rasch, wobei die Preise der veräußerten Werte 1990/91 ihren Höhepunkt erreichten. Der Immobilienmarkt in den USA schwächte sich durch diese Verkäufe sowie durch andere Faktoren zwar ab, erholte sich von 1991 an aber schnell, was zum Teil auch daran lag, daß die Federal Reserve eine Politik niedriger Zinsen verfolgte. In Schweden wurde die ursprüngliche Absicht, die vom Staat nach der Bankenkrise von 1991 erworbenen Immobilien über einen Zeitraum von 10-15 Jahren zu veräußern, durch eine Politik rascherer Verkäufe abgelöst. Dies wurde unterstützt durch den Beschluß von Ende 1992, die schwedische Krone frei schwanken zu lassen, was den geldpolitischen Instanzen angesichts einer tiefen Rezession einen größeren Spielraum für Zinssenkungen eröffnete.

#### *Kapitalmobilität*

Zielkonflikt  
zwischen Zins-  
sätzen und  
Wechselkurs

Die deutlich erhöhte Kapitalmobilität hat größere und dauerhaftere Leistungsbilanzdefizite möglich werden lassen als in der Vergangenheit, und sie hat den bekannten geldpolitischen Konflikt zwischen dem Wechselkurs und den Zinssätzen als Zielgröße verschärft. Ein Wechselkursziel macht es für die Zentralbank schwerer, wenn nicht sogar fast unmöglich, die Zinsen zur Dämpfung von Schwankungen in der Kreditvergabe einzusetzen. Außerdem kann ein fester Wechselkurs zu potentiell gefährlichen Wechselkursverzerrungen führen. Eine gemeinsame Problemquelle in Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften war die

Kombination aus festen Wechselkursen einerseits und vergleichsweise hohen inländischen Zinsen und Inflationsraten andererseits, die Inländer (d.h. Banken oder ihre Kunden) üblicherweise dazu veranlaßt, Gelder in fremder Währung aufzunehmen, um damit auf heimische Währung lautende Geschäftsaktivitäten oder Vermögenswerte zu finanzieren. Solche Verzerrungen können den Bankensektor in große Schwierigkeiten bringen, wenn hohe Leistungsbilanzdefizite letztendlich eine erhebliche Abwertung erzwingen.

Insgesamt stellten die meisten asiatischen Länder ihre Geldpolitik traditionell in den Dienst eines Wechselkursziels, auch wenn sie dafür oftmals stärkere Zinsbewegungen in Kauf nehmen mußten. Einige Länder gingen in den vergangenen Jahren allerdings zu größerer Wechselkursflexibilität über (beispielsweise erweiterte Indonesien kürzlich die Bandbreite seines Wechselkurses) und konnten die Zinsen stabiler halten. Ein – wenn auch unvollkommenes – Maß für das Gewicht, das dem Wechselkurs- und dem Zinsziel in der Wirtschaftspolitik beigemessen wird, ist das Verhältnis von Zins- zu Wechselkursvolatilität (s. Grafik VI.5). Danach war das Wechselkursregime in Hongkong und Thailand unter den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften am starrsten, denn hier waren die Wechselkursschwankungen in den letzten beiden Jahren sehr gering. Wenn das Vertrauen der Märkte in die Währung einmal nachläßt, erfordert diese Politik allerdings (wie in Thailand) ein hohes Niveau der realen Zinssätze.

Viele asiatische Länder verzeichneten in der ersten Hälfte der neunziger Jahre zum Teil deshalb so große und langanhaltende Kapitalzuflüsse, weil sie zögerten, einen Anstieg des Wechselkurses zuzulassen, um die einsetzenden Kapital-

Auf dem Weg zu größerer Wechselkursflexibilität?

Kapitalzuflüsse und Inlandskredite



zuflüsse einzudämmen; dies brachte eine starke Zunahme ihrer Währungsreserven mit sich. Zum Beispiel können die Schwierigkeiten des thailändischen Bankensystems teilweise auf die Einrichtung der Bangkok International Banking Facilities (BIBF) Anfang 1993 zurückgeführt werden, die neben einer Förderung Bangkoks als internationaler Finanzplatz den inländischen Banken eine Kreditaufnahme in US-Dollar ermöglichte. Da die Wechselkurspolitik darauf abzielte, den thailändischen Baht in einer ziemlich engen Bandbreite zu halten, und der US-Dollar im Währungskorb des Landes hohes Gewicht hatte, wurde das Risiko wechselkursbedingter Verluste als recht gering eingeschätzt.

Mehrere Schritte wurden unternommen, um die expansive Wirkung der Kapitalzuflüsse auf das Kreditvolumen zu begrenzen. Einige asiatische Länder behielten auf kurzfristige Fremdwährungseinlagen höhere Mindestreserven ein als auf andere Einlagen. Die thailändische Zentralbank ergriff eine Reihe von Maßnahmen, um den Anstieg der von den BIBF an den inländischen Markt weitergegebenen Kredite zu begrenzen. Ab September 1995 galt für die Netto-devisenverbindlichkeiten der inländischen Banken gegenüber dem Ausland eine Obergrenze (z.B. 20% der Aktiva). Außerdem wurden Fremdwährungseinlagen bei der Berechnung des gesetzlich vorgeschriebenen Verhältnisses von Krediten zu Einlagen, das die Banken einhalten müssen, ausgenommen.

#### *Gelenkte Kreditvergabe*

Schwächung der Kreditdisziplin durch staatlich gelenkte Kreditvergabe

Eine dritte wesentliche Ursache für die Instabilität des Bankensystems war die staatlich gelenkte Kreditvergabe. Das Erbe an notleidenden Krediten, das die frühere Politik der staatlich gelenkten Kreditvergabe hinterlassen hat, wiegt besonders in China schwer, wo rund ein Fünftel der Verbindlichkeiten uneinbringlich ist. In der zentralen Planwirtschaft spielten die Banken bei der Beurteilung von Kreditrisiken praktisch keine Rolle, und Bankkredite waren lediglich das buchhalterische Gegenstück zu den realwirtschaftlichen Plangrößen. Die Staatsbetriebe hatten unter diesem System eine Monopolstellung bei ihren jeweiligen Produkten inne und bestritten noch vor einem Jahrzehnt zwei Drittel der Industrieproduktion. Seither haben umfangreiche Wirtschaftsreformen privat und kollektiv organisierten Unternehmen sowie Joint-Venture-Unternehmen den Markteintritt ermöglicht; inzwischen tragen die Staatsbetriebe weniger als ein Drittel zur Industrieproduktion bei. Außerdem lassen sich viele ihrer Produkte nicht absetzen, so daß ihre Lagerbestände gestiegen sind. Da Konkurse von Staatsbetrieben nicht zugelassen werden (diese Unternehmen sind nicht nur wichtige Arbeitgeber, sondern sorgen auch in hohem Maße für Sozialleistungen), haben sich die Verluste angehäuft und die Banken vor das Problem notleidender Kredite gestellt. Viele Staatsbetriebe können nur deshalb weiterbestehen, weil die Banken das notwendige Betriebskapital zur Verfügung stellen. Gegenwärtig besteht eine zentrale wirtschaftspolitische Zielsetzung darin, sicherzustellen, daß die Banken Kredite zu handelsüblichen Bedingungen gewähren; Ziel ist es, bis zum Jahr 2000 die Steuerung der Kreditvergabe für Anlageinvestitionen abzuschaffen.

Auch in Indien und Indonesien konzentrieren sich die notleidenden Kredite im allgemeinen auf Banken, die in Staatsbesitz sind oder waren. Die heutigen Probleme der koreanischen Banken gehen größtenteils auf die frühere Praxis der staatlich gelenkten Kreditvergabe zurück. Diese umfaßte in früheren

Entwicklungsphasen des Landes Kredite zu Vorzugszinsen an Sektoren mit wirtschaftspolitischer Priorität und in jüngerer Zeit die Auflage, (stärker risikobehaftete) kleine und mittlere Unternehmen zu finanzieren.

#### *Wettbewerb und strukturelle Anpassung*

Ein vierter Grund für die Probleme im Finanzsektor war das Versäumnis, im Gefolge der Deregulierung im Inland auch das Finanzsystem effizienter zu gestalten. In vielen asiatischen Ländern sind die Gewinnmargen vor allem in traditionellen Geschäftsbereichen stark zurückgegangen, so daß die Banken gezwungen waren, in neue, wenig vertraute – und oft riskantere – Bereiche vorzustoßen. In vielen Industrieländern hat stärkerer Wettbewerb einen ausgeprägten Trend zu Rationalisierung und Zusammenschlüssen ausgelöst, der von den Behörden – insbesondere nach einer Bankenkrise – oftmals unterstützt wurde. In vielen asiatischen Ländern haben sich die Eigentümer von Banken solchen Zusammenschlüssen allerdings widersetzt. Allein die Zahl der Banken in Indonesien (239) läßt beispielsweise ein recht zersplittertes System vermuten; Versuche der Zentralbank, Fusionen zu fördern, führten im vergangenen Jahr zu nur einem Zusammenschluß. In Korea gab es in jüngerer Zeit keine Fusionen von Banken. In Thailand veranlaßten die jüngsten Schwierigkeiten die Behörden, ihre Rationalisierungsanstrengungen zu verdoppeln. Der Zusammenbruch des größten thailändischen Finanzinstituts im Februar 1997 – dessen Kredite etwa zur Hälfte auf Immobilien und Teilzahlungsgeschäfte entfielen – veranlaßte die Behörden, von bestimmten Instituten eine Kapitalerhöhung zu verlangen. Auch wurde ein staatliches Programm zur Unterstützung von Zusammenschlüssen angekündigt. In Malaysia dürfen unter dem zweistufigen System der Bankenaufsicht bestimmte Geschäfte nur von Banken durchgeführt werden, deren Eigenkapital eine bestimmte Schwelle überschreitet. Durch Fusionen können kleinere Banken jedoch die notwendige Größe erreichen, um sich als „Institute ersten Rangs“ zu qualifizieren. In einigen Ländern ist der Zugang zum Bankensektor leichter bzw. nur dann möglich, wenn eine bereits bestehende Bank übernommen wird.

Wettbewerb und  
Notwendigkeit der  
Rationalisierung

#### Verbesserte Offenlegung der Banken

Wirksame Marktdisziplin, ein potentiell entscheidender Mechanismus für ein umsichtiges Handeln der Banken, ist von der Transparenz abhängig. Da das Bankgeschäft aber gerade auf dem Besitz von vertraulichen Informationen über die Kunden aufbaut, war Transparenz für die Banken nicht immer selbstverständlich. Dennoch haben die Liberalisierung, die Ausbreitung komplexerer Finanzierungsinstrumente und die Globalisierung beträchtliche Impulse für eine umfassendere und genauere Berichterstattung der Banken in Entwicklungsländern ebenso wie in Industrieländern geliefert. (Die Rolle einer verbesserten Offenlegung bei der Stärkung der Aufsicht im Finanzsektor wird in Kapitel VIII erörtert.)

Wie die Schwere und die Nachhaltigkeit der jüngsten Banken Krisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften den allgemeinen Druck zu verbesserter Publizität beeinflusst haben, ist nicht ganz klar. Einerseits haben die letzten Endes oftmals vom Steuerzahler getragenen hohen Bankverluste viele nationale Behörden veranlaßt, die Offenlegungspflicht zu verschärfen. In Lateinamerika sind hierfür Argentinien

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Trend zu verbesserter Offenlegung?

und Mexiko auffallende Beispiele der jüngeren Zeit. Andererseits fürchten einige Aufsichtsbehörden, daß das Vertrauen untergraben wird, wenn der wahre finanzielle Status vieler Banken der Öffentlichkeit in allen Einzelheiten bekannt ist, und daß ein wirklicher Fortschritt in Richtung besserer Offenlegung – die sie im Grunde unterstützen würden – nicht zu erreichen ist, solange die Banken stark angeschlagen sind. Auf jeden Fall hat sich in den letzten Jahren ein gewisser Fortschritt eingestellt, denn die Genauigkeit der Rechnungslegung, die Häufigkeit und Ausführlichkeit der Abschlüsse sowie der Anspruch an den Revisionsprozeß wurden erhöht, und die Arbeit von Rating-Agenturen wurde gefördert.

Mehr Informationen über Qualität der Kredite ...

Etliche Länder ergriffen Maßnahmen, um zu gewährleisten, daß Banken verbesserte Informationen über die Qualität ihrer Kredite zur Verfügung stellen, und oft wurden auch die Vorschriften bezüglich der Rückstellungen verschärft, die gebildet werden müssen, wenn Kredite vergeben werden oder sich die Konditionen ändern. Argentinien verwendete beispielsweise die Höhe der Zinsen auf individuelle Kredite als Näherungsgröße für das damit verbundene Risiko. Indien verschärfte kürzlich die Bestimmungen für die Früherkennung notleidender Kredite. Ähnliche Maßnahmen wurden hinsichtlich der Wertpapierbestände der Banken getroffen. So wurde die Pflicht einer verstärkten Bewertung zu aktuellen Marktpreisen (Indien) oder einer detaillierteren Offenlegung der außerbilanziellen Positionen (Thailand) eingeführt. Schritte wurden auch unternommen, um sicherzustellen, daß Banken Großrisiken offenlegen (z.B. in bestimmten Bereichen wie Immobilien, gegenüber einzelnen großen Kreditnehmern etc.). Trotz all dieser Fortschritte bleibt noch viel zu tun. Viele Länder erlauben ihren Banken weiterhin, das volle Ausmaß ihrer Verluste aus Wertpapierbeständen und ihrer notleidenden Kredite zu verbergen. Nur in vergleichsweise wenigen Ländern sind Angaben über die in Bankkrediten kapitalisierten ungeleisteten Tilgungs- und Zinszahlungen öffentlich verfügbar.

... und Großrisiken ...

... aber weiterhin viele Lücken

Ausführlichere Berichte ...

Eine zweite bedeutende Entwicklung ist, daß Berichte über die Finanz- und Ertragslage der Banken ausführlicher geworden sind und häufiger erscheinen. Solche Berichte sind nicht einfach statistische Ausweise (mittels deren die Aufsichtsbehörden in vielen Ländern die finanzielle Situation aller Banken in ihrem Zuständigkeitsbereich zusammenfassen), sondern oft äußert sich darin auch die Geschäftsleitung dazu, wie mit Risiken, Problemen u.a. umgegangen wird.

... und bessere Revision bei Banken

In mehreren Ländern wurden die Bestimmungen über den Einsatz interner und externer Buchprüfer verschärft. Etliche haben die Mindestanforderungen an die interne Revision erhöht. Manchmal sind die Banken auch in der Wahl ihrer Prüfer eingeschränkt worden, oder die Prüfberichte müssen umfassender sein. Oft besteht für die Buchprüfer die Pflicht, die Aufsichtsbehörden unmittelbar über alle Probleme zu unterrichten, die bei den von ihnen geprüften Banken auftauchen.

## Die Rolle der Rating-Agenturen

Zunehmende Bedeutung von Rating-Agenturen ...

Die sich in den letzten Jahren stark ausweitenden Aktivitäten von Rating-Agenturen haben dafür gesorgt, daß die Märkte besser über die finanzielle Situation von Banken informiert sind. Die Zahl der aufstrebenden Volkswirtschaften, für die eine Bonitätsbeurteilung vorliegt, hat sich von 13 zu Anfang des Jahrzehnts auf 53 Anfang 1997 erhöht (s. Grafik VI.3). Diese entscheidende Entwicklung spiegelt

grundlegende Änderungen im Wesen sowohl der Gläubiger als auch der Schuldner auf den internationalen Finanzmärkten wider. In den späten siebziger und frühen achtziger Jahren wurde Auslandskapital vor allem von solchen Banken bereitgestellt, die – zumindest theoretisch – in der Lage waren, die Kreditwürdigkeit eines Landes unabhängig zu beurteilen und zu überwachen. Der Großteil der privaten Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer ging außerdem an eine vergleichsweise kleine Gruppe von Ländern und innerhalb dieser Länder an wohlbekannte Schuldner, gewöhnlich Regierungen. Häufig wurde davon ausgegangen, daß eine enge und dauerhafte Beziehung zwischen Gläubiger und Schuldner die Notwendigkeit einer unabhängigen Kreditwürdigkeitsprüfung verringert. Mit den neunziger Jahren wurde ausländisches Kapital allerdings durch Pensions- und Investmentfonds, Versicherungsunternehmen etc. weitergeleitet, die wenig Erfahrung damit hatten, die Kreditwürdigkeit der vielen in ihren breit gestreuten Portefeuilles enthaltenen Werte aus aufstrebenden Volkswirtschaften zu beurteilen. Gleichzeitig suchten Kreditnehmer, die bisher wenig oder gar nicht als solche in Erscheinung getreten waren – sowohl Regierungen als auch private Institutionen –, Zugang zu den internationalen Kreditmärkten.

Die großen Agenturen erstellen inzwischen Ratings für weit mehr Banken aus einer breiteren Palette von Ländern als zuvor (s. Tabelle VI.7). Dieser Trend basiert auf einer Reihe von Faktoren. Erstens haben die Aufsichtsbehörden in einigen Ländern die Banken innerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs gezwungen oder zumindest stark ermutigt, sich um ein Rating zu bemühen und es zu veröffentlichen. Dies ist bekanntlich in Neuseeland der Fall, wenngleich die Behörden davon absahen, von *allen* Banken ein Rating zu verlangen, da die kleineren Banken geltend machten, daß dies für sie mit unnötigen Kosten verbunden sei. In Argentinien und Peru müssen sich die Banken ein Rating beschaffen. In Chile bieten nicht nur private Agenturen Ratings an, sondern darüber hinaus setzen auch amtliche Revisoren für jede Bank ein zusammenfassendes Rating fest, das veröffentlicht wird.

Ein weitaus wichtigerer Grund war in vielen Ländern zweitens, daß die Banken zur Mittelbeschaffung zunehmend die internationalen Kapitalmärkte in Anspruch nehmen. Oft wird ein Rating einer bekannten Agentur verlangt, und die zuerkannte Einstufung hat gewöhnlich Einfluß auf die Kreditkonditionen. Auch ist das internationale Bankgeschäft nicht mehr nur großen, bekannten Banken vorbehalten: Viele kleine, vergleichsweise unbekannte Banken haben heute direkte grenzüberschreitende Geschäftsbeziehungen mit anderen kleinen Banken, die durch die Verfügbarkeit zuverlässiger Ratings sehr erleichtert werden.

Die durch die Tätigkeit der Rating-Agenturen erreichte verstärkte Überwachung hat viel mehr Licht in die finanzielle Situation der Banken gebracht. In etlichen Ländern haben sowohl die Banken selbst als auch die Aufsichtsbehörden Maßnahmen ergriffen, um sicherzustellen, daß die Rating-Agenturen über den finanziellen Status der Banken gut informiert sind. Darüber hinaus haben sich die Agenturen in den letzten Jahren als gewillt erwiesen, auch große und einflußreiche Banken herabzustufen, noch bevor von offizieller Seite Probleme öffentlich bekanntgemacht werden.

Allerdings darf von Ratings nicht mehr verlangt werden, als sie leisten können. Der Ansatz des Rating ist in der Regel vorsichtig, da die Agenturen vermeiden müssen, zu stark von rein konjunkturellen Entwicklungen beeinflusst zu

... die jetzt viel mehr Banken beurteilen ...

... und einen wichtigen Beitrag leisten

Banken und Ratings					
	Rating-Pflicht für Banken	Inländische Rating-Agentur vorhanden	Von den 10 größten einheimischen Banken erhielten im Februar 1997 ein Rating einer		
			inländischen Agentur <sup>1</sup>	internationalen Agentur <sup>2</sup>	
Indien	nein	ja	8	8	
Hongkong	nein	nein	–	3 <sup>3</sup>	
Korea	nein	ja	0	10	
Singapur	nein	nein	–	alle 6	
Taiwan	nein	ab Mai 1997	–	6	
Indonesien	nein	nein	–	10	
Malaysia	nein	ja	7 <sup>4</sup>	2	
Thailand	nein	ja	3 <sup>5</sup>	9	
Argentinien	ja	ja	10 <sup>6</sup>	10	
Brasilien	nein	ja	n.v.	9	
Chile	ja <sup>7</sup>	ja	10	10	
Kolumbien	nein <sup>8</sup>	nein	–	5 <sup>9</sup>	
Mexiko	nein	ja	5	10	
Peru	ja	ja	10	(6)	
Venezuela	nein	ja	alle	7	

<sup>1</sup> Für Einlagen in inländischer Währung. <sup>2</sup> Für langfristige Fremdwährungsverbindlichkeiten. Falls nur für Einlagen in inländischer Währung verfügbar, ist dies in Klammern angezeigt. <sup>3</sup> Nur Banken in inländischem Eigentum. Fünf Banken haben ein Rating für ihre langfristigen Fremdwährungsverbindlichkeiten erhalten. <sup>4</sup> Die Banken erhalten ein Rating auf der Basis der gesamten Bankgeschäfte. <sup>5</sup> Rating für langfristige Anleihen in inländischer Währung; keine Bank hat ein Rating für Einlagen in inländischer Währung erhalten. <sup>6</sup> Eine der Banken ist von der Rating-Pflicht ausgenommen, da ihre Verbindlichkeiten von der föderalen Regierung garantiert werden. <sup>7</sup> Für Bankwertpapiere müssen mindestens zwei Agenturen ein Rating abgeben. <sup>8</sup> Falls bestimmte Geschäfte getätigt werden (z.B. Verbriefung von Krediten, Begebung von Anleihen), besteht jedoch Rating-Pflicht. <sup>9</sup> Für die Begebung von American Depositary Receipts (ADR) und General Depositary Receipts (GDR).

Quelle: Zentralbanken der einzelnen Länder. Tabelle VI.7

Ratings verfolgen jedoch spezifische Zielsetzungen, sind vorsichtig ...

werden, und weil ihre Glaubwürdigkeit von einer gewissen Stabilität des Rating abhängt. Daher ist das Rating eines Landes im Zeitablauf meist viel stabiler als die inländische Konjunkturlage oder die zu zahlenden Risikoaufschläge bei der Auslandsverschuldung. In Grafik VI.1 (s. S. 110) werden die Entwicklung der Ratings und die Schwankungen der Spreads für Argentinien, Brasilien und Mexiko verglichen. Die Spreads bei Brady-Anleihen, ein Maß für die Einschätzung des zukünftigen Ausfallrisikos durch die Märkte, weisen eindeutig viel größere Schwankungen auf als die Ratings.

... und kalkulieren manchmal Rettungsaktionen offizieller Stellen ein

Ähnliche Überlegungen gelten für das Rating von Banken. Aktienanalysten und Bankenaufsicht möchten oft auch kleine – und möglicherweise kurzlebige – Veränderungen der Finanz- und Ertragslage einer Bank beobachten können, die durch ein Rating natürlich nicht erfaßt werden. Zweitens enthalten viele der für Banken oder Bankschulden festgesetzten Ratings eine Beurteilung der Wahrscheinlichkeit einer Rettungsaktion durch offizielle Stellen, sollte die Bank in Schwierigkeiten geraten. Zwar ist dies für Investoren von Bedeutung, es verfälscht aber unter Umständen das Bild von der eigentlichen Stabilität der Bank. Um diesem Punkt gerecht zu werden, haben eine Reihe von Agenturen jüngst

„Stand-alone“-Ratings entwickelt, die eine potentielle Unterstützung durch den Staat nicht einbeziehen. Ein dritter Punkt ist das Rating von Bankensystemen im Gegensatz zu dem einzelner Banken. Obwohl eine Beurteilung bestimmter systemweiter Merkmale wie z.B. die Wirksamkeit der jeweiligen Aufsichtsregelungen bei der Einstufung einzelner Banken eine Rolle spielt, ist das Rating von Bankensystemen nicht üblich. Eine Marktnachfrage besteht vor allem nach Ratings für einzelne Institute; auch bestehen konzeptionelle Schwierigkeiten bei der inhaltlichen Festlegung von Kreditrisiken für ein ganzes System. Viertens beinhalten alle Ratings ein Element der subjektiven Beurteilung (z.B. über solche Dinge wie Qualität der Führungsebene) und auch eine subjektive Gewichtung objektiver Indikatoren. Dieses Element ist um so wichtiger, je niedriger die Qualität der Jahresabschlüsse in den einzelnen Ländern ist. Ein damit zusammenhängender Punkt ist, daß in den aufstrebenden Volkswirtschaften nur wenige Banken über einen lange zurückreichenden Leistungsnachweis unter liberalisierten Rahmenbedingungen verfügen. Dagegen kann auf dem US-Markt für Unternehmensanleihen – wo Ratings eine lange Tradition haben – die Richtigkeit der Einstufungen mit Hilfe der Statistik über Zahlungsausfälle geprüft werden.

Noch keine langjährigen Ratings von Banken verfügbar

Ein letzter, wichtiger Punkt ist die Beziehung zwischen dem Rating einer Bank und dem Rating des Landes der Bankeigentümer. Das Rating, das von den größeren internationalen Agenturen für die Fremdwährungsverbindlichkeiten einer Bank festgesetzt wird, kann normalerweise nicht höher sein als das Rating für die Staatsschulden des Landes selbst. Dies gilt für private und staatliche Banken gleichermaßen, da die von Zahlungsunfähigkeit bedrohte Regierung eines Landes Maßnahmen ergreifen könnte, um die Banken in ihrem Zuständigkeitsbereich an der Bedienung ihrer Auslandsschulden zu hindern. Daher häufen sich die internationalen Ratings der Banken in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften tendenziell auf oder gerade unterhalb der durch das Rating der Staatsschulden vorgegebenen Obergrenze. Um genauer zwischen den verschiedenen Instituten differenzieren zu können, haben einige Agenturen damit begonnen, nationale Rating-Skalen zu verwenden, in denen das Länderrisiko unberücksichtigt bleiben soll. Welches Rating nützlicher ist, hängt von der Art der betreffenden Krise ab. In vielen Ländern spielen auch inländische Rating-Agenturen eine bedeutende Rolle, besonders bei der Einstufung von Verbindlichkeiten in der jeweiligen Landeswährung. Es stellt sich jedoch die Frage nach der Entwicklung international vergleichbarer Ratings – besonders wenn nationale Rating-Skalen von nationalen Aufsichtsbehörden für bestimmte Zwecke in Auftrag gegeben werden.

Beschränkung durch Länder-Ratings

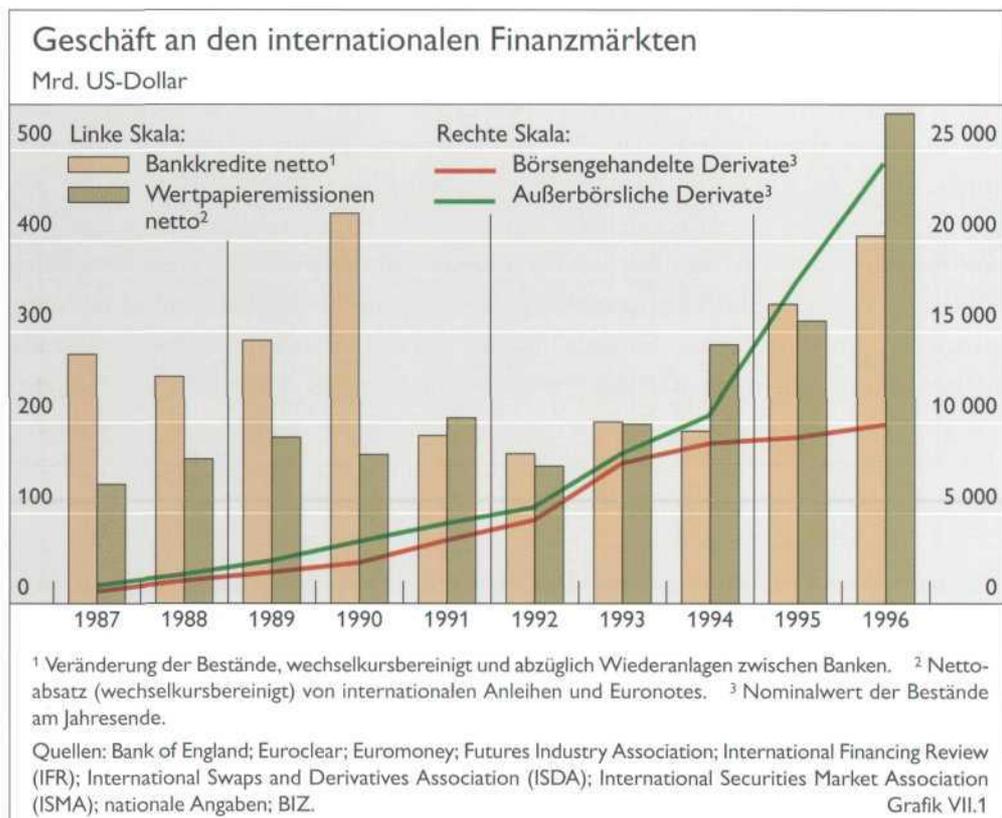
Kurz gefaßt, die Publizität und die Rolle der Rating-Agenturen werfen mehrere Fragen auf. Diese dürften mit der zunehmenden Zahl von international tätigen Banken und mit der „Atomisierung“ der heutigen internationalen Finanzmärkte an Bedeutung gewinnen.

Offene Fragen

## VII. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Reichliche Liquidität, gedämpfte Inflation, allgemeine Bemühungen um eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, erneute Fortschritte in Richtung auf die europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sowie weitere Liberalisierungsmaßnahmen ließen 1996 das Geschäft an den internationalen Finanzmärkten florieren. Diese standen denn auch oft im Zentrum der unablässigen Suche der Anleger nach höheren Renditen, was zu wachsender Akzeptanz von Emissionen mit niedrigerer Bonitätseinstufung und zur Ausbreitung immer komplexerer Produkte führte. Es wurden Wertpapiere in einem Rekordumfang begeben, und auch die Bankkredite expandierten weiter. Gleichzeitig verstärkte sich die Überlappung der beiden Marktsegmente, da der Hauptanteil der neuen Wertpapieremissionen auf Finanzinstitute entfiel und die Zunahme der Bankforderungen ausschließlich dem Erwerb von Wertpapieren durch die Banken zuzuschreiben war. An den Märkten für derivative Instrumente stagnierte der Umsatz der börsengehandelten Instrumente, während das Geschäft mit außerbörslichen Produkten weiter lebhaft war und Wertpapiere, die mit Derivaten gekoppelt sind, sich wieder zunehmender Beliebtheit erfreuten.



Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt) <sup>1</sup>							
Komponenten der internationalen Nettofinanzierung	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Stand Ende 1996
	Mrd. US-Dollar						
Auslandsforderungen von Banken <sup>2</sup>	- 48,0	185,5	316,4	274,9	680,0	496,6	8 289,9
Inlandsforderungen in Fremdwährung <i>abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken</i>	- 61,4	-39,8	-0,9	0,2	-36,0	81,2	1 355,6
A = internationale Bankkredite netto <sup>3</sup>	185,0	165,0	200,0	190,0	330,0	405,0	5 015,0
B = Euronote-Nettoabsatz	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	265,0	834,1
Bruttoabsatz internationaler Anleihen <sup>4</sup> <i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufe<sup>4</sup></i>	319,7	334,7	432,4	373,6	358,7	569,2	
C = Nettoabsatz internationaler Anleihen <sup>4</sup>	169,8	110,9	125,4	145,2	119,2	275,1	2 391,8
D = A + B + C = internationale Finanzierung insgesamt	389,7	316,3	397,6	475,4	641,6	945,1	8 240,9
<i>abzüglich Doppelzählungen<sup>5</sup></i>	34,7	71,3	122,6	60,4	111,6	200,1	1 310,9
E = internationale Finanzierung (netto) insgesamt	355,0	245,0	275,0	415,0	530,0	745,0	6 930,0

<sup>1</sup> Bankkredite und Euronote-Absatz: Veränderung der Bestände, wechsellkursbereinigt. Anleihefinanzierungen: Stromgrößen.  
<sup>2</sup> Forderungen von Banken in der Zehnergruppe sowie in Luxemburg, Dänemark, Finnland, Irland, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie von Filialen der US-Banken in Panama. <sup>3</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>4</sup> Ohne im Rahmen von Programmen zur Emission mittelfristiger Euronotes (EMTN) begebene Anleihen, die im Euronote-Nettoabsatz eingeschlossen sind. <sup>5</sup> Von den berichtenden Banken erworbene oder begebene internationale Wertpapiere, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.

Quellen: Bank of England; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BIZ.

Tabelle VII.1

Hinter diesen Entwicklungen stehen grundlegende Veränderungen von Marktusancen und -strukturen, die mit der Abschaffung von regulatorischen Hemmnissen und technologischen Neuerungen, aber auch mit tieferliegenden Marktkräften zusammenhängen. Die Emission internationaler Wertpapiere tritt zunehmend an die Stelle traditionellerer Finanzierungskanäle. Gleichzeitig ersetzen Wertpapierpensionsgeschäfte allmählich die direkten Interbankeinlagen, so daß ein größerer Kreis von Akteuren auftreten kann und sich die Unterscheidung zwischen Bank- und Wertpapiergeschäften immer mehr verwischt. Darüber hinaus tragen die rasante Entwicklung des Kredithandels und die wachsende Beliebtheit von Instrumenten wie forderungsunterlegten Wertpapieren, strukturierten Notes und Asset Swaps zu einer größeren gegenseitigen Durchdringung der Marktsegmente bei. Die im vergangenen Jahr erzielten Fortschritte beim Kreditrisikomanagement verstärkten diese Tendenz noch.

Obwohl die Verbriefung weltweit zunahm, konnten die Geschäftsbanken im allgemeinen ihre dominierende Stellung im Zentrum des Finanzsystems halten, indem sie ihre Aktiva und Passiva gezielter steuerten, neue außerbilanzielle Dienstleistungen anboten und Wertpapierhäuser und Investmentfonds übernahmen. Umgekehrt drangen Investmentbanken in bisher von den Geschäftsbanken beherrschte Bereiche vor, z.B. Konsortialkredite und Kreditrisikobewertung. Diese Entwicklungen verstärkten die Konvergenz zwischen Geschäfts- und Investmentbanken, wobei beide Gruppen auf ihrem jeweiligen Gebiet noch dem

Wettbewerb anderer Marktteilnehmer ausgesetzt sind. In diesem sich wandelnden und etwas weniger transparenten Umfeld zielen behördliche Maßnahmen vor allem darauf ab, das Spiel der Marktkräfte zu erleichtern und gleichzeitig die Stabilität des Finanzsystems zu wahren.

## Internationales Bankgeschäft

Im vergangenen Jahr wurden internationale Konsortialkredite in ungewöhnlich großem Umfang bereitgestellt (US-\$ 530 Mrd.). Ein großer Teil dieses Geschäfts entfiel auf nicht zum Finanzsektor gehörende Unternehmen aus den Industrieländern, vor allem aus Sektoren, in denen Umstrukturierungen und Privatisierungen im Gang waren. Daneben wurden jedoch auch mehr Fazilitäten für Schuldner aus aufstrebenden Ländern bereitgestellt. Reichliche Liquidität und die zunehmende Beteiligung von Investmentbanken und institutionellen Anlegern

Hohes Volumen  
an Kreditmitteln  
verfügbar ...

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts <sup>1</sup>							
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Stand Ende 1996
	Mrd. US-Dollar						
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets	6,8	66,0	11,6	36,6	120,8	123,8	1 115,6
B = Forderungen an Länder des Berichtsgebiets	-116,6	80,4	251,4	228,3	506,5	449,5	8 291,7
1) Forderungen an Nichtbanken	100,9	90,0	122,7	-49,3	189,5	305,4	2 666,6
2) Internationale Refinanzierung von Inlandskrediten der Banken	76,9	9,8	13,3	192,5	3,0	-28,7	994,6
3) Wiederanlage zwischen Banken	-294,4	-19,4	115,5	85,1	314,0	172,9	4 630,5
C = Nicht aufgliederbar	0,4	- 0,8	52,5	10,1	16,7	4,5	238,1
D = A + B + C = Internationale Bankkredite brutto	-109,4	145,6	315,5	275,1	644,0	577,9	9 645,5
E = D - B 3) = Internationale Bankkredite netto	185,0	165,0	200,0	190,0	330,0	405,0	5 015,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	- 11,7	13,2	-14,8	74,6	96,4	93,7	983,3
B = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern des Berichtsgebiets	-208,8	91,2	112,5	539,2	338,5	316,3	7 595,7
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	15,2	104,4	86,2	132,8	120,6	207,5	1 865,8
2) Inländische Refinanzierung von Auslandskrediten der Banken	117,7	40,7	85,6	-64,4	19,0	- 7,0	1 370,9
3) Wiederanlage zwischen Banken	-341,7	-53,9	-59,3	470,9	198,9	115,8	4 358,9
C = Nicht aufgliederbar	63,9	6,7	43,0	47,1	94,0	110,9	795,0
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten brutto	-156,7	111,1	140,7	660,9	528,9	520,8	9 373,9
Nachrichtlich: Konsortialkredite <sup>2</sup>	136,7	221,4	220,9	252,0	310,8	530,0	

<sup>1</sup> Veränderung der Bestände, wechselkursbereinigt. <sup>2</sup> Angekündigte neue Fazilitäten.

Quellen: Bank of England; Euromoney; BIZ.

Tabelle VII.2

hatten zur Folge, daß sich die Zins- und sonstigen Konditionen der Kredite weiter zugunsten der Schuldner entwickelten. Die niedrigen Spannen im Geschäft mit erstklassigen Schuldnern veranlaßten die Banken, das Kreditgeschäft mit anderen, lukrativeren Dienstleistungen oder mit komplexen Arrangements zu verknüpfen und durch die Kreditvergabe an Schuldner mit niedrigerer oder gar keiner Bonitätseinstufung oder durch Geschäfte im Zusammenhang mit Fusionen höhere Gewinne zu erzielen. Aus dem gleichen Grund wurde das Sekundärmarktgeschäft weiter ausgebaut; so wurde beispielsweise in den USA die Loan Syndications and Trading Association gegründet, und in Europa soll ebenfalls ein Kreditmarktverband geschaffen werden. Die Tendenz zu einer aktiveren Bewirtschaftung der Kreditportefeuilles der Banken war im Bereich des Kreditrisikos besonders ausgeprägt; die Kreditderivate breiteten sich weiter aus, und eine bedeutende US-Bank führte Anfang dieses Jahres ein Modell ein, das das „Value-at-risk“-Konzept auf das Kreditrisiko anwendet (s. unten, „Märkte für derivative Instrumente“). Dennoch mahnten die Bankenaufsichtsbehörden erneut zur Vorsicht und stellten fest, daß die Kreditkonditionen den Risiken, die sich im Konjunkturzyklus ergeben können, nicht immer ausreichend Rechnung trugen.

... aktiveres  
Management des  
Kreditrisikos ...

Im bilanzwirksamen Geschäft der internationalen Banken, zu dem umfassende BIZ-Statistiken vorliegen, waren im vergangenen Jahr unterschiedliche Entwicklungen zu verzeichnen. Die Bruttofinanzierungsströme gingen zurück, während die Nettokreditvergabe beträchtlich zunahm. Die Gegensätzlichkeit der beiden Werte ist vor allem dem Rückgang des Interbankgeschäfts zuzuschreiben. Die Bruttofinanzierungen hätten sogar noch stärker abgenommen, wenn nicht ein gewisser Ausgleich durch die bilanzwirksamen Wertpapiergeschäfte der Banken, insbesondere Pensionsgeschäfte, stattgefunden hätte. Da sich durch die zunehmende Verbreitung von Wertpapierpensionsgeschäften sowohl die Refinanzierungs- als auch die Kreditvergabemöglichkeiten verbessern, konnten etablierte Marktteilnehmer ihre Position halten, aber auch neuen Akteuren wurde der Markteintritt erleichtert. Die gesamte Kreditvergabe der Banken im vergangenen Jahr litt auch unter dem reduzierten Geschäft der japanischen Finanzinstitute und den Schwierigkeiten der Banken in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften. Aber obwohl in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften Maßnahmen ergriffen wurden, um den Import kurzfristigen Kapitals zu bremsen, dauerte der Mittelzustrom in diese Länder infolge von Zinsarbitragegeschäften an.

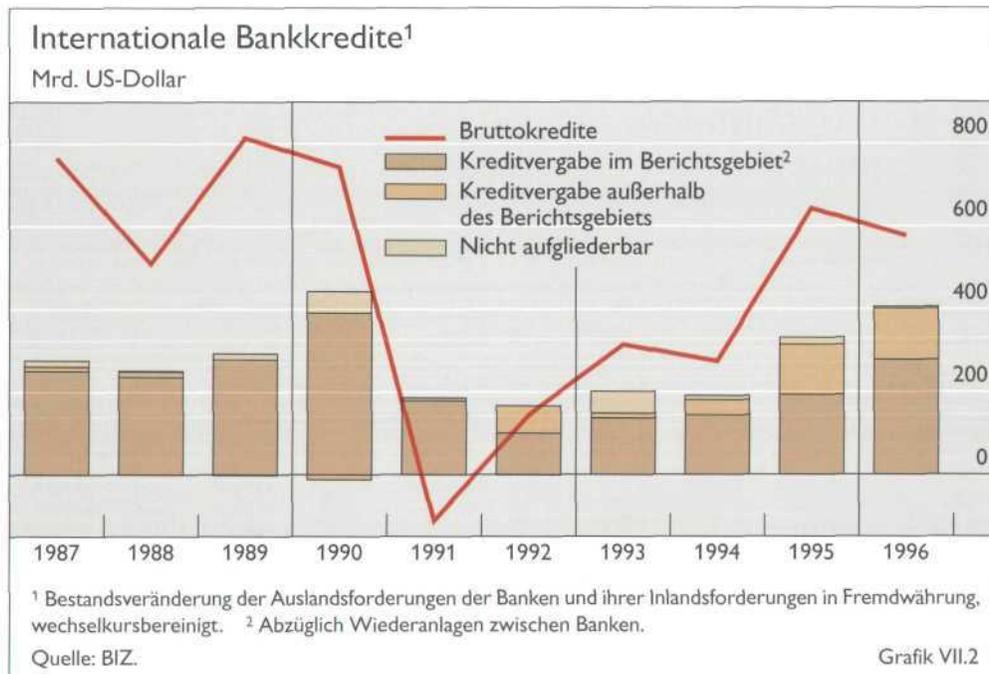
... und  
zunehmende  
Verbreitung  
von Pensions-  
geschäften ...

... daher Auswei-  
tung des Markt-  
teilnehmerkreises

#### *Entwicklung nach Sektor, Währung und Nationalität der berichtenden Banken*

Das rückläufige Interbankgeschäft wirkte sich auf das internationale Bankgeschäft insgesamt dämpfend aus. Hingegen gewann die Kreditvergabe an Nichtbanken (einschl. Finanzinstitute ohne Bankstatus) an Dynamik. Darin kommt der sich erweiternde Kreis von Akteuren am internationalen Geldmarkt zum Ausdruck. Gleichzeitig läßt das Anschwellen der Wertpapierbestände der berichtenden Banken auf eine engere Verknüpfung von Interbankgeschäften und Wertpapierhandel schließen. Daß die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Nichtbanken im Berichtsgebiet beinahe doppelt so hoch war wie die Mittelaufnahme bei ihnen, zeigt deutlich, wie wichtig die Rolle der Banken bei der Bereitstellung von Liquidität für andere Akteure im internationalen Großkundengeschäft ist. Indirekt bestätigen sich dadurch auch vereinzelte Hinweise auf

Weiterhin  
dominierende  
Stellung der  
Geschäftsbanken ...



den vermehrten Einsatz von Pensionsgeschäften durch institutionelle Anleger, die damit Mittel für das Eingehen von Positionen aufnehmen, allerdings mit geringerer Hebelwirkung und weniger systematisch als in den frühen neunziger Jahren.

Erwähnenswert war im vergangenen Jahr das weitere Abbröckeln des Marktanteils der japanischen Banken am internationalen Bankkreditgeschäft (von 24,8% auf 21,6%), das zum Teil auf die Refinanzierungsprobleme dieser Banken am internationalen Interbankmarkt zurückzuführen war. Trotz der vielfältigen Geschäftsstrategien der Finanzinstitute und der im Gang befindlichen Umstrukturierung des Finanzsektors gab es hingegen bei der relativen Bedeutung anderer wichtiger Bankengruppen kaum Verschiebungen. Dies hat mehrere Gründe. Erstens legten die Banken aus den englischsprachigen Ländern offenbar mehr Gewicht auf außerbilanzielle Geschäfte wie Wertpapieremissionen und Dienstleistungen im Risikomanagement. Zweitens lösten die an den Devisen- und Wertpapiermärkten von Zeit zu Zeit auftretenden Spannungen erhebliche kompensatorische Mittelströme aus, die stets auch über das Bankensystem des Emissionslandes der betreffenden Währung liefen, unabhängig von dessen internationaler Wettbewerbsposition. Beispielsweise waren die französischen Banken an umfangreichen Wertpapierpensionsgeschäften beteiligt, während Ausländer parallel dazu auf französische Francs lautende Wertpapiere verkauften. Drittens gab es im Zusammenhang mit der weltweiten Umstrukturierung des Finanzgewerbes verschiedene gegenläufige Einflüsse, wie z.B. die Rationalisierung der Geschäfte durch Abbau von Positionen zwischen Geschäftsstellen derselben Bank und die stärkere Konzentration der Geschäfte am Finanzplatz London.

Der Rückzug der japanischen Banken wirkte sich 1996 sehr stark auf die Gliederung der internationalen Bankfinanzierungen nach Währungen aus; insbesondere kam es zu einer Verschiebung zu Lasten des US-Dollars und des Yen. Im Falle des Dollars war diese Verschiebung jedoch infolge einer erhöhten Mittelnachfrage für andere Zwecke, z.B. Wertpapierkäufe, fast bedeutungslos.

... bei allerdings unterschiedlichen Strategien ...

... mit Währungsverschiebungen durch Rückzug der japanischen Banken ...



Gleichzeitig verbergen sich hinter der Expansion des Bankgeschäfts in europäischen Währungen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Marktsegmenten, in denen sich Veränderungen der internationalen Anlagepräferenzen widerspiegeln. Während die Kreditvergabe in D-Mark, italienischen Lire, Pfund Sterling und holländischen Gulden zunahm, wurde ein weiterer Rückgang der ECU-Bankpositionen gemeldet.

... sowie Veränderungen der internationalen Anlagepräferenzen

*Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*

Die an Länder außerhalb des Berichtsgebiets vergebenen Bankkredite nahmen 1996 weiter zu. Die Kreditgewährung an Thailand (den größten asiatischen Schuldner nach Korea) verringerte sich allerdings drastisch, denn restriktive wirtschaftspolitische Maßnahmen und ein Leistungsbilanzdefizit in Rekordhöhe dämpften die Bereitschaft der Banken, thailändischen Schuldnern Kredit zu gewähren. Dagegen bewirkten beträchtliche Transaktionen im Zusammenhang mit Projektfinanzierungen und/oder weiterer Zinsarbitrage eine rasche Zunahme der Kreditvergabe an andere große Schuldnerländer in Asien, u.a. Korea, China, Indonesien, Malaysia und die Philippinen. Im Falle Koreas schnellten die Zuflüsse zunächst hoch, als das Land der OECD beitrug und damit günstigere Quoten für die Unterlegung der Bankkredite mit Eigenmitteln galten, gingen dann aber am Jahresende zurück, als erhebliche Verluste bei Krediten an den Unternehmenssektor des Landes bekannt wurden. Insgesamt konnten asiatische Schuldner im vergangenen Jahr ihre Finanzierungsquellen diversifizieren; dies wurde ihnen durch Bestrebungen, die Abhängigkeit von kurzfristigen Bankmitteln zu reduzieren, ebenso erleichtert wie durch die wachsende Akzeptanz, die neue asiatische Emittenten bei den internationalen Anlegern für ihre Anleihen fanden. Angesichts des hohen Anteils kurzfristiger Kredite an ihrer Bankverschuldung (in Korea

Deutlicher Rückgang der Kreditvergabe an Thailand ...

... aber Beschleunigung in anderen asiatischen Ländern ...

und Thailand bis zu 70% der Gesamtverschuldung gegenüber Banken) ist diese Entwicklung zu begrüßen.

... und in  
Lateinamerika ...

Die Kreditvergabe an lateinamerikanische Länder expandierte weiter. Ein Rückgang der kurzfristigen Kredite an Brasilien wurde durch eine Erholung des Kreditgeschäfts mit Mexiko und eine Belebung des Geschäfts mit Argentinien und einigen anderen Ländern (Ecuador, Kolumbien und Peru) mehr als ausgeglichen. Daß der öffentliche Sektor in Argentinien und Mexiko Bankkredite in großem Umfang durch internationale Wertpapieremissionen ersetzt, dürfte indirekt dem privaten Sektor dieser Länder den Zugang zu Bankkrediten erleichtert haben. Diese Vermutung wird durch Anzeichen einer vermehrten Inanspruchnahme von Auslandskrediten durch Unternehmen erhärtet. In Brasilien ging ein umfangreicher internationaler Wertpapierabsatz von Schuldern aus dem Finanzsektor und anderen Wirtschaftsbereichen mit massiven Zuflüssen kurzfristiger Bankmittel einher, die durch einen großen Zinsvorsprung angelockt wurden; verschiedene staatliche Maßnahmen zur Eindämmung solcher Zuflüsse fruchteten wenig. In der übrigen Region fand die Mittelaufnahme im Ausland hauptsächlich am internationalen Wertpapiermarkt statt; hingegen ging die aktive Zinsarbitrage über die Banken der betreffenden Länder zurück.

Im Bankgeschäft mit anderen Ländern außerhalb des Berichtsgebiets wurden bedeutende Transaktionen mit Australien, Griechenland, der Türkei und Rußland getätigt. Im Falle Australiens und Griechenlands war ein hoher Anteil der Geschäfte mit Wertpapierkäufen verbunden. Die Kreditvergabe an die Türkei und Rußland wurde als risikobehaftet empfunden, so daß die meisten neuen Kredite für diese beiden Länder eine sehr kurze Laufzeit hatten. Alles in allem war jedoch das Verhalten der verschiedenen Nationalitätengruppen von Kreditgebern gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets 1996 sehr unterschiedlich. Aus den für das

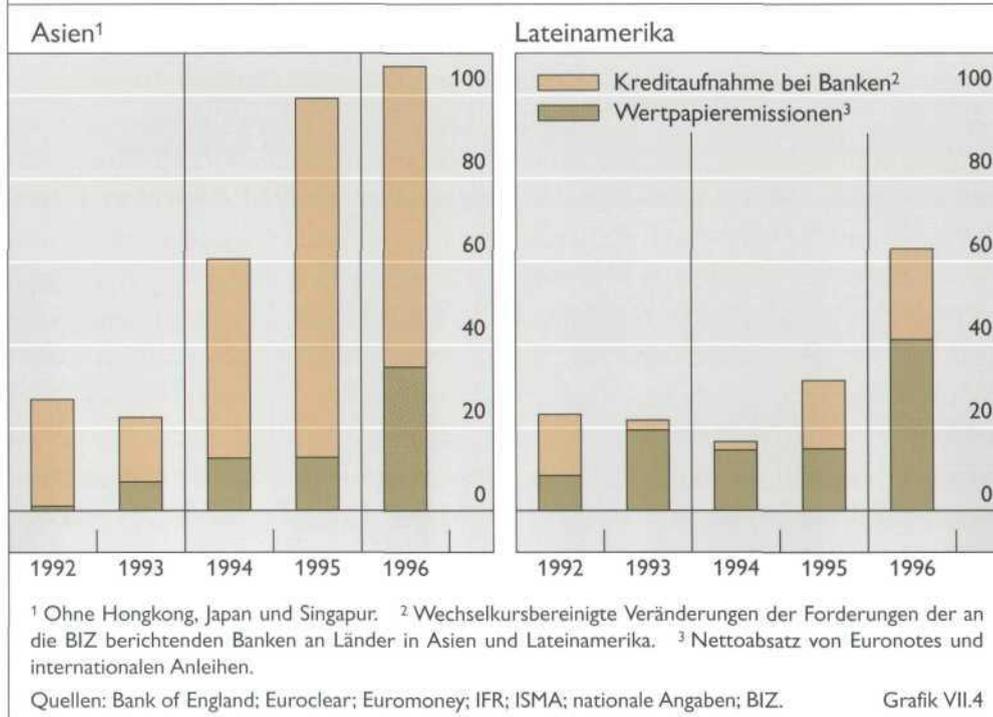
... verbunden mit  
unterschiedlichem  
Kreditvergabe-  
verhalten

Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*								
Position der Banken gegenüber:	Forderungen			Verbindlichkeiten			Stand Ende 1996	
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	Forde- rungen	Verbind- lichkeiten
	Mrd. US-Dollar							
Länder außerhalb des Berichtsgebiets	36,6	120,8	123,8	74,6	96,4	93,7	1 115,6	983,3
Entwickelte Länder	- 1,3	26,0	21,2	22,4	20,3	18,5	208,8	189,5
Osteuropa	-13,0	3,3	10,9	2,0	9,2	2,7	94,7	48,7
Entwicklungsländer	51,0	91,5	91,8	50,1	66,9	72,5	812,2	745,1
Lateinamerika	2,0	16,4	21,8	21,0	43,0	23,0	267,3	224,2
<i>Brasilien</i>	- 6,7	12,0	10,0	9,9	24,3	7,9	83,4	68,3
<i>Mexiko</i>	6,6	-4,2	1,0	0,1	7,4	3,9	73,8	37,4
Nahe Osten	3,1	-7,5	0,0	2,9	8,1	16,6	72,4	219,0
Afrika	- 2,0	-3,7	-2,4	3,3	-1,2	2,7	33,6	43,2
Asien	47,8	86,3	72,3	22,9	17,0	30,3	438,9	258,6
<i>Korea</i>	15,1	22,5	25,9	4,9	4,5	5,3	108,5	29,9
<i>Thailand</i>	19,4	38,8	8,9	2,0	4,7	-2,5	98,7	9,2

\* Veränderung der Bestände, Wechselkursbereinigt.  
Quelle: BIZ. Tabelle VII.3

## Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Asien und Lateinamerika

Mrd. US-Dollar



erste Halbjahr verfügbaren Daten geht hervor, daß ein Großteil der Neukredite für Entwicklungsländer von europäischen Banken gewährt wurde, während das entsprechende Geschäft der US-Banken eher gedämpft war und die japanischen Banken sich in der Regel nicht auf neue Kreditengagements gegenüber diesen Ländern einließen. Obwohl bei einigen Instituten externe Faktoren wie z.B. vorübergehende Refinanzierungsprobleme eine Rolle gespielt haben könnten, sind diese Divergenzen doch im größeren Zusammenhang der unterschiedlichen Strategien der Banken für das internationale Kreditgeschäft zu sehen.

### Internationale Wertpapiermärkte

Der gesamte Nettoabsatz von Euronotes und internationalen Anleihen erreichte 1996 den absoluten Höchststand von \$ 540,1 Mrd. Der Umlauf erhöhte sich um 19% und damit erheblich stärker als an den inländischen Wertpapiermärkten. Der Absatz internationaler Schuldtitel wurde durch das Streben der Anleger nach höheren Renditen bei weltweit reichlich vorhandener Liquidität, die weitere Zunahme der Verbriefung, die Verlagerung der Mittelaufnahme weg von den Inlandsmärkten und das Auftreten neuer Schuldner gefördert. Die internationalen Anleger zeigten sich bei ihrer Suche nach höheren Renditen erneut bereit, das gesamte Spektrum von Schuldnern unterschiedlicher Bonität auszuloten und neue Nischen zu erforschen. Infolgedessen war ein großer Teil der Wertpapieremissionen mit einer Neubündelung von Aktiva in irgendeiner Form und/oder mit derivativen Merkmalen verbunden. Auch die Zahl der verwendeten Währungen erhöhte sich; es gab z.B. Emissionen in argentinischen Pesos, kroatischen Kunas und polnischen Zlotys.

Renditenstreben der Anleger infolge hoher Liquidität ...

... führt zu Verringerung der Risikoprämien und fördert ...

... Absatz durch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften ...

Obwohl die Bedingungen im Segment der festverzinslichen Wertpapiere an einigen Märkten nicht immer absatzfreundlich waren, erwies sich das wiedererwachte Interesse der Anleger an Aktiva in US-Dollar und Pfund Sterling als stärker als die Zinsentwicklung. Darüber hinaus veranlaßte die lockere Geldpolitik in europäischen Kernländern und in Japan die Anleger, nach höherrentierenden Alternativen zu suchen, was eine weitere Konvergenz der langfristigen Zinssätze der „Randwährungen“ und der „Kernwährungen“ innerhalb der großen Währungsblöcke bewirkte (s. Kapitel IV). Besonders auffallend war der Kursanstieg in Europa: Die Anleger ließen das Währungsrisiko immer mehr außer acht, da sich eine größere Entschlossenheit bei der Umsetzung der für die Einhaltung der Maastricht-Kriterien erforderlichen Haushaltskorrekturen sowie Fortschritte in anderen Bereichen der wirtschaftlichen Konvergenz abzeichneten. Einen noch stärkeren Boom bewirkte das Renditenstreben jedoch bei den Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften. Dies war für die Schuldner dieser Länder äußerst vorteilhaft, und der Nettoabsatz ihrer Titel erhöhte sich auf mehr als das Dreifache (d.h. auf den Rekordbetrag von \$ 90,6 Mrd.).

Hauptmerkmale der internationalen Wertpapieremissionen <sup>1</sup>							
Sitzland, Währung und Sektor des Emittenten	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Stand Ende 1996
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	204,7	151,3	197,6	285,4	311,6	540,1	3 225,9
Internationale Anleihen <sup>2</sup>	169,8	110,9	125,4	145,2	119,2	275,1	2 391,8
Euronotes	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	265,0	834,1
Entwickelte Länder	159,0	115,3	129,7	208,4	230,5	361,5	2 421,3
<i>Europa</i> <sup>3</sup>	88,3	93,7	142,7	166,2	169,9	210,0	1 457,0
<i>Japan</i>	39,6	-3,4	-44,7	-27,0	-27,4	-17,6	203,7
<i>USA</i>	13,8	16,8	11,1	41,1	64,3	145,7	449,7
<i>Kanada</i>	15,9	10,5	19,1	18,2	10,6	9,1	186,6
Offshore-Finanzplätze	3,9	0,0	5,8	38,6	38,4	73,7	255,4
Sonstige Länder	16,0	12,8	25,7	28,7	27,3	79,9	230,1
Internationale Organisationen	25,7	23,2	36,5	9,8	15,4	24,9	319,1
US-Dollar	54,9	58,7	31,5	73,4	74,2	262,1	1 245,9
Yen	21,1	9,2	33,7	106,8	108,3	81,2	517,6
D-Mark	12,6	24,6	31,2	27,5	55,1	54,8	347,1
Sonstige Währungen	116,1	58,7	101,2	77,6	74,0	141,9	1 115,4
Finanzinstitute <sup>4</sup>	43,5	43,5	53,5	156,1	179,9	342,7	1 344,0
Öffentlicher Sektor <sup>5</sup>	79,6	83,1	132,7	107,9	98,7	123,6	1 075,1
Unternehmen	81,6	24,7	11,5	21,4	33,1	73,9	806,8
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Angekündigte internationale Anleihen<sup>2</sup></i>	317,7	334,1	446,5	361,6	356,4	575,1	
<i>Angekündigte Euronote-Fazilitäten</i>	95,9	113,2	109,8	194,0	271,6	269,3	

<sup>1</sup> Internationale Anleihen und Euronotes. Internationale Anleihen: Stromgrößen; Euronotes: Veränderung des Umlaufs, wechselkursbereinigt. <sup>2</sup> Ohne im Rahmen von Euronote-Fazilitäten begebene Anleihen. <sup>3</sup> Ohne Osteuropa. <sup>4</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. <sup>5</sup> Einschl. internationaler Organisationen.  
 Quellen: Bank of England; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BIZ.

Tabelle VII.4

Während staatliche Schuldner wie Argentinien, Mexiko und die Philippinen den internationalen Markt zur Ablösung ihrer Brady-Anleihen oder Bankkredite in Anspruch nahmen, öffnete sich dieser für etliche Länder (insbesondere in Osteuropa) erstmalig. Die internationale Nachfrage nach Wertpapieren der aufstrebenden Volkswirtschaften wurde stimuliert durch eine solidere Wirtschaftspolitik der betreffenden Länder, die Diversifizierung der Portefeuilles institutioneller Anleger, ein erhöhtes Interesse privater europäischer Anleger, eine größere Offenlegung und die breitere Verfügbarkeit von Absicherungsinstrumenten. Angesichts dieses günstigen Umfelds legten einige Staaten oft Emissionen auf, um ihren Gläubigerkreis zu diversifizieren, die Laufzeiten zu verlängern oder Referenzwerte für ihre Renditenstrukturkurve zu schaffen, noch bevor sie die Mittel wirklich benötigten.

Das unablässige Streben nach höheren Renditen wurde auch durch die verbreitete Verwendung derivativer Merkmale veranschaulicht. Beispielsweise boten zahlreiche von Finanzinstituten begebene nachrangige Anleihen den Anlegern attraktive Zinsspannen und wurden, mit verschiedenen Optionselementen ausgestattet, von Händlern oft am Sekundärmarkt weiterverkauft, um die Finanzierungskosten der Schuldner zu verringern. Die Emittenten solchermaßen ausgestatteter Titel versuchten immer wieder, die Anleger durch die schrittweise Einbeziehung komplexerer Merkmale und eine feiner gezogene Trennlinie zwischen Fremd- und Eigenkapitalmerkmalen anzulocken. Besonders beliebt waren entsprechende Emissionen im US-Dollar-Sektor, wo sich der Spielraum für Finanzierungen zu Sätzen unter LIBOR durch das niedrige Niveau der Swapsreads vermindert hatte. Die internationalen Anleger zeigten auch eine erhöhte Bereitschaft, sich auf neue Techniken einzulassen. Die forderungsunterlegten Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS) fanden vermehrt Anklang; ihr Anteil am gesamten Nettoabsatz selbständig begebener internationaler Anleihen erhöhte sich von 13% im Jahr 1995 auf 34%. Am Markt zeigte sich eine Tendenz zur Diversifizierung aus US-Geschäften; es wurden mehrere große europäische Emissionen im Zusammenhang

... verbreitete Verwendung derivativer Elemente ...

... und Entwicklung neuer Techniken



mit Privatisierungen oder Änderungen der Bilanzstruktur aufgelegt. Beispielsweise wurde mit einer Emission über \$ 5,1 Mrd. ein Pool von Unternehmenskrediten einer britischen Bank verbrieft, eine weitere Emission von \$ 4 Mrd. erfolgte im Bereich Flugzeug-Leasing, und außerdem wurden in mehreren Fällen ausstehende Schulden oder Fremdwährungsforderungen von osteuropäischen und latein-amerikanischen Schuldnern zusammengefaßt und verbrieft. Forderungsunterlegte Wertpapiere bieten den Anlegern eine höhere Rendite als Aktiva vergleichbarer Bonität, und den emittierenden Finanzinstituten ermöglichen sie Eigenkapital-einsparungen und Ertragmaximierung. Diese Wertpapiere erlauben es, Kundenbeziehungen zu pflegen und zusätzliche Geschäfte zu akquirieren, ohne Eigenmittel binden zu müssen, was für die Banken angesichts der niedrigen Zinsmargen bei Krediten an erstklassige Schuldner besonders attraktiv ist.

US-Investment-  
banken  
dominierend ...

... bei Rückgang  
der Yen-Geschäfte  
für japanische  
Händler

Die hohen Primärmarktumsätze trugen erneut zu einer besseren Ertragslage der Finanzinstitute bei. Der Wettbewerb blieb jedoch sehr intensiv. Während sich US-Investmentbanken eine dominierende Position im Emissionsgeschäft sichern konnten, versuchten europäische Geschäftsbanken besonders aggressiv, in diesem Geschäft Fuß zu fassen. Die japanischen Händler verloren etwas an Boden, was teilweise auf ein geringeres Volumen der Yen-Geschäfte zurückzuführen ist. Am Sekundärmarkt nahm der von den internationalen Clearinghäusern gemeldete Umsatz 1996 wertmäßig um 38% (auf \$ 44,6 Bio.) zu. Wie schon in den letzten Jahren war der Anstieg bei den inländischen Wertpapieren stärker (70% des Gesamtumsatzes) als bei den Euromarktpapieren. Der Marktanteil der D-Mark vergrößerte sich erneut und erreichte fast 50% des Gesamtumsatzes (1995: 47%). Allgemein erhielt das Geschäft Auftrieb durch gelegentliche Turbulenzen an den europäischen Wertpapiermärkten, das anhaltende Wachstum der Wertpapierpensionsgeschäfte und die Einbeziehung von Inlandsverbindungen in die Clearingnetze.

#### *Sektor und Sitzland des Emittenten*

Zwei Drittel des  
Nettoabsatzes  
durch Finanz-  
institute

Der Nettoabsatz an Titeln von Finanzinstituten erreichte ein Rekordvolumen und machte fast zwei Drittel des gesamten Marktwachstums aus. Da zur Begebung von forderungsunterlegten Wertpapieren oft Zweckgesellschaften eingesetzt wurden, wuchs die relative Bedeutung von Instituten ohne Bankstatus in der Gruppe der Finanzinstitute. Aber auch der Kreis der Schuldner weitete sich aus; er schließt nun staatlich unterstützte und kommunale Finanzierungsstellen sowie Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung aus den aufstrebenden Volkswirtschaften ein. Während sich die europäischen Banken oft nachrangiger Schulden bedienten, um ihre Handelsbestände mit Eigenmitteln zu unterlegen oder Übernahmen zu finanzieren, waren zahlreiche US-Institute bestrebt, Unterschiede in der aufsichtsrechtlichen und in der steuerlichen Behandlung auszunutzen. Die Kreditaufnahme von Schuldnern des öffentlichen und des Unternehmenssektors erhöhte sich ebenfalls signifikant, wobei ein großer Teil der Nettomittelaufnahme auf aufstrebende Volkswirtschaften entfiel.

#### *Instrumentkategorien*

Starke Expansion  
der Euronotes ...

Die *Euronote-Fazilitäten* waren einmal mehr ein beliebtes Emissionsvehikel; das Gesamtvolumen der seit Schaffung des Marktes bereitgestellten Programme

beläuft sich inzwischen auf über \$ 1,5 Bio. Der Nettoabsatz betrug im vergangenen Jahr \$ 265 Mrd. oder fast 50% des gesamten Nettoabsatzes internationaler Wertpapiere. Am Jahresende entfielen 26% des gesamten internationalen Wertpapierumschlufs auf Euronotes, verglichen mit 7% Ende 1990. Die Unsicherheit hinsichtlich der Zinsentwicklung in Nordamerika und Europa sowie eine wachsende Nachfrage seitens europäischer Investmentfonds gaben dem Nettoabsatz *kurzfristiger Notes* (einschl. *Euro-Commercial-Paper, ECP*) Auftrieb, und er erreichte einen Höchststand von \$ 41,1 Mrd. Aber obwohl der Umlauf der kurzfristigen Euronotes nun über \$ 170 Mrd. beträgt, ist er im Vergleich zum US-Commercial-Paper-Markt (\$ 779,4 Mrd.) immer noch sehr klein. Abgesehen davon, daß der US-Markt über eine längere Tradition verfügt, sind für diesen Unterschied noch andere Faktoren verantwortlich, z.B. die Emissionsbeschränkungen bei mehreren wichtigen europäischen Währungen und die relativ geringe Bedeutung der europäischen Geldmarktfonds. Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung könnte allerdings zum Entstehen eines gesamteuropäischen CP-Marktes beitragen.

... wengleich  
hemmende  
Faktoren am  
ECP-Markt ...

Der Nettoabsatz im Rahmen von *mittelfristigen Euronote-Fazilitäten (EMTN)* beschleunigte sich weiter und erreichte \$ 223,9 Mrd. Die Emissionen mit Übernahmeverpflichtung waren nach wie vor das wichtigste Wachstumssegment des Marktes, so daß sich ein wachsender Anteil der im Rahmen solcher Fazilitäten begebenen Notes kaum mehr von den traditionellen Eurobonds unterscheidet. Für neue Schuldner ist jedoch die Plazierung ohne Übernahmegarantie nach wie vor ein diskreterer Weg, um die Aufnahmebereitschaft des Marktes zu testen, als die Emission traditioneller Eurobonds. Für Schuldner mit regelmäßigen Emissionen bieten EMTN-Fazilitäten einen schnelleren und kostengünstigeren Weg, Zugang zu verschiedenen Anlegergruppen zu erhalten, da sie die Einführung von maßgeschneiderten Instrumenten ermöglichen, mit denen Arbitragegelegenheiten oder steuerliche und aufsichtsrechtliche Schlupflöcher oftmals besser genutzt werden können als mit selbständig aufgelegten internationalen Anleihen. Möglicherweise ist die jüngste Zunahme strukturierter Emissionen, deren Zielpublikum verschiedene Gruppen japanischer Anleger sind, auf diese Faktoren zurückzuführen, vor allem wenn man an den Spielraum denkt, den die jüngsten Liberalisierungsmaßnahmen bieten, und an die offensichtliche Vorliebe dieser Anleger für privat plazierte Offshore-Papiere.

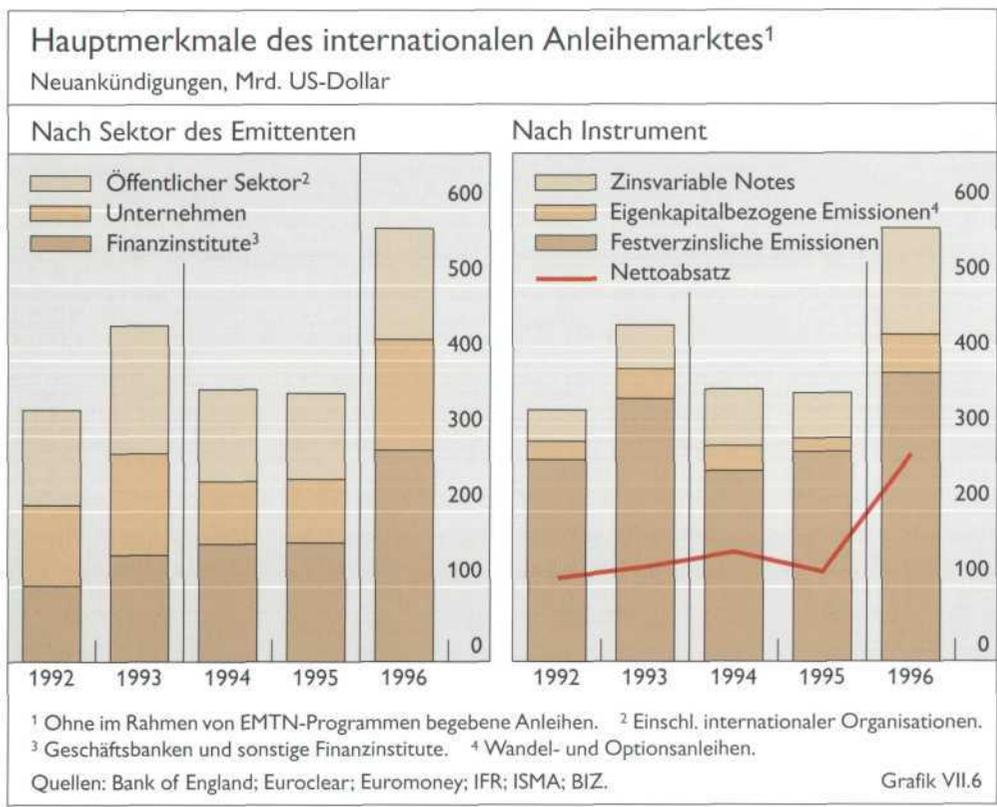
... gegenüber  
größerem Erfolg  
der EMTN

Das Jahr 1996 war ein neuer Meilenstein für den *internationalen Anleihe- markt*. Der Bruttoabsatz der selbständig und im Rahmen von Euronote-Fazilitäten begebenen Anleihen erhöhte sich insgesamt um 85% auf \$ 792,4 Mrd. Der Absatz von Globalanleihen hat sich mehr als verdreifacht (\$ 118,3 Mrd.). Anders als in der Anfangszeit des Marktes, als supranationale und staatliche Schuldner dominiert hatten, wurden allerdings die meisten Globalanleihen von Zweckgesellschaften im Zusammenhang mit Verbriefungen aufgelegt.

Neue Höchststände  
bei internationalen  
Anleihebegebungen

Die angekündigten *festverzinslichen Emissionen* machten zwei Drittel der selbständigen Anleiheemissionen aus, verglichen mit 78% im Jahr 1995. Obwohl die US-Dollar-Swapsreads niedriger waren als je zuvor, förderten eine freundlichere Stimmung gegenüber dieser Währung und die geringen Zinsspannen gegenüber den Referenzsätzen den Absatz von Dollarpapieren. Die Euro-Yen-Emissionen erlitten dagegen deutliche Einbußen; die Gründe dafür waren ungünstige Zins-

Bei festverzins-  
lichen Emissionen  
hoher Absatz von  
US-Dollar-Schuld-  
titeln ...



... aber  
verringertes  
Interesse an Euro-  
Yen-Papieren ...

... und DM-  
Anleihen

Handel mit ECU-  
Anleihen weiterhin  
gedämpft

Ankurbelung des  
FRN-Absatzes  
durch ...

erwartungen und Swapsätze, eine hartnäckige Schwäche der Währung, die jüngste Liberalisierung des Inlands- und des Samurai-Anleihemarktes sowie die den Pensionsfonds gewährte größere Freiheit bei der Diversifizierung ihrer Auslandsanlagen. Gleichzeitig wurden als Antwort auf das Streben privater japanischer Anleger nach höheren Renditen Doppelwährungsanleihen und Samurai-Anleihen aufstrebender Märkte in einem Rekordumfang aufgelegt. Die Abwendung der internationalen Anleger von DM-Anleihen ließ den Anteil dieser Währung zurückgehen. Dennoch förderten attraktive Möglichkeiten für Zinsswaps im Fünfjahresbereich einen stetigen Strom von Emissionen Gebietsfremder sowie deutscher Spezialkreditinstitute. Die Auslandsexpansion deutscher Finanzinstitute zeigte sich in einigen großen DM-Pfandbriefemissionen durch Hypothekarkreditinstitute und öffentlich-rechtliche Banken. Eine gewisse Nachfrage bestand auch nach hochverzinslichen DM-Anleihen, was sich in einer Anzahl großer oder mit langer Laufzeit ausgestatteter Emissionen für aufstrebende Volkswirtschaften zeigt. Die meisten anderen wichtigen europäischen Währungen profitierten von Erholungen im Festzinsbereich oder dem ruhigeren Klima im EWS-Wechselkursmechanismus. Dagegen litten die Schweizer-Franken-Emissionen darunter, daß sich die Bedeutung dieser Währung als Zufluchtswährung in Krisensituationen etwas abschwächte. Die offenen ökonomischen und rechtlichen Fragen im Zusammenhang mit Emissionen, die durch Swapabsichten motiviert sind, drückten schließlich erneut auf das Geschäft am ECU-Anleihemarkt.

Die Unsicherheit bezüglich der Zinsentwicklung in einigen wichtigen Ländern, die umfangreiche Liquidität der Finanzinstitute und eine lebhafte Nachfrage nach Instrumenten zur Renditenverbesserung erwiesen sich als fruchtbarer Boden für die Emission zinsvariabler Notes (FRN). Der Anteil des US-Dollars

am Bruttoabsatz erhöhte sich weiter, aber auch die Emissionen in Pfund Sterling und D-Mark verzeichneten beachtliche Zunahmen. Die Finanzinstitute bauten ihre dominierende Stellung mit umfangreichen Emissionen forderungsunterlegter Wertpapiere und nachrangiger Schuldtitel noch aus. Der Bruttoabsatz von FRN staatlicher Schuldner schnellte infolge einer Emission von \$ 5,4 Mrd. für Mexiko – der bisher größten Einzeltransaktion am Euromarkt – in die Höhe. Allerdings standen den neuen staatlichen Emissionen Tilgungen ähnlicher Größenordnung gegenüber, so daß die staatlichen Schuldner erheblich bessere (und oft auch im Vergleich zum Markt für Konsortialkredite sehr günstige) Konditionen erzielen konnten als seinerzeit für die fällig werdenden Titel. Der Marktanteil der staatlichen Emittenten ist nun kleiner als in den Anfangszeiten des FRN-Marktes.

... ABS und nachrangige Schuldtitel

Am Primärmarkt für *eigenkapitalbezogene Anleihen* schließlich war eine gewisse Erholung gegenüber dem sehr geringen Volumen von 1995 zu verzeichnen, und nach mehreren Jahren des Rückgangs nahm der Umlauf wieder leicht zu. Die Entwicklungen an den Aktienmärkten Asiens, wo in den letzten Jahren die meisten Emittenten ihren Sitz hatten, waren im allgemeinen nicht gerade günstig. Die japanischen Emittenten verdoppelten ihren Bruttoabsatz beinahe; dies reichte jedoch nicht aus, um das Volumen der zur Tilgung anstehenden Titel auszugleichen. Die meisten japanischen Neuemissionen entfielen auf den Unternehmenssektor. Eine kleine Anzahl Banken versuchte jedoch, ihre Bilanzen durch die Begebung großer Yen-Wandelanleihen zu stärken. Weitere bemerkenswerte Entwicklungen waren das vermehrte Auftreten europäischer Emittenten mit einigen großen Transaktionen im Zuge von Privatisierungen sowie das erstmalige Auftreten lateinamerikanischer Emittenten.

Begrenzte Erholung auf dem Markt für eigenkapitalbezogene Anleihen

## Märkte für derivative Instrumente

Die Märkte für derivative Instrumente entwickelten sich 1996 erneut unterschiedlich. An den Börsen stagnierte das Geschäft insgesamt, während es an den außerbörslichen Märkten florierte. Einige Marktteilnehmer schrieben die rückläufige Nachfrage nach börsengehandelten Instrumenten der geringen Volatilität an mehreren wichtigen Märkten für Schuldtitel und Währungen zu; dies entspricht jedoch nicht den Entwicklungen an allen Märkten. Der anhaltende Boom bei klassischen und exotischen außerbörslichen Instrumenten sowie die Beliebtheit von auf das Massengeschäft zugeschnittenen derivativen Instrumenten wie strukturierten Wertpapieren und Optionsscheinen lassen nämlich vermuten, daß noch andere, fundamentalere Faktoren mitspielten. Zu nennen sind z.B. die rasche Zunahme von auf kurzfristigen Instrumenten beruhenden Absicherungsstrategien (insbesondere Wertpapierpensionsgeschäften), die Flexibilität der außerbörslichen Instrumente, die eine rasche Anpassung an sich wandelnde Marktpräferenzen ermöglicht, sowie die sinkenden Kosten der außerbörslichen Transaktionen. Ein effizienteres Risikomanagement und eine stärkere Konzentration im Finanzgewerbe dürften außerdem die Notwendigkeit vermindern, übrigbleibende offene Positionen über eine Börse abzusichern. Die Börsen sahen sich erneut einem starken Innovations- und Rationalisierungsdruck ausgesetzt, der in Europa noch durch die erwartete Einführung der einheitlichen Währung verstärkt wurde.

Börsengeschäft beeinträchtigt durch Zunahme von Kassamarkt- und außerbörslichen Handelsstrategien ...

Diese Aussicht löste allgemein eine beschleunigte Umstrukturierung des Börsengeschäfts aus.

### Börsengehandelte Instrumente

... und bietet  
gemischtes Bild ...

Der Gesamtumsatz der börsengehandelten Instrumente, die von der BIZ statistisch erfaßt werden, sank 1996 zu laufenden Dollarwerten gerechnet weiter. Dieser Rückgang ist nur zum Teil auf Bewertungseffekte im Zusammenhang mit dem Kursanstieg des US-Dollars zurückzuführen. Denn bei den Zinsprodukten ging auch der zugrundeliegende volumenmäßige Umsatz zurück, während er bei den Währungskontrakten stagnierte. Bei letzteren war schon seit einiger Zeit eine Abwanderung des Geschäfts zu den außerbörslichen Märkten zu beobachten gewesen; die Zinsinstrumente litten dagegen unter der wachsenden Präferenz großer Marktteilnehmer für kassamarktorientierte und außerbörsliche Handelsstrategien. Andererseits führte die Verwendung von Aktienindexinstrumenten bei der inländischen und internationalen Portfolioallokation zu einer stetigen Expansion in diesem Marktsegment.

... mit geringerem  
Volumen bei US-  
Zinskontrakten ...

Innerhalb der großen Marktrisikokategorien gab es erhebliche Unterschiede zwischen verschiedenen Kontrakten und Börsen. In Nordamerika ging der Gesamtumsatz an Finanzprodukten wertmäßig zurück; bezieht man aber die nichtfinanziellen Kontrakte ein (die bisher aus den BIZ-Statistiken ausgeklammert sind), ergeben sich unterschiedliche Trends. Beispielsweise wurden die geringeren Umsätze der langfristigen Zinskontrakte am CBOT durch ein lebhaftes Geschäft mit Warenkontrakten ausgeglichen, so daß die Börse ihre führende Position in Nordamerika – vor der CME und der CBOE – halten konnte. Dagegen reichten an der CME die höheren Umsätze bei den Warenkontrakten nicht aus, um die rückläufigen Umsätze der kurzfristigen Zinskontrakte wettzumachen. Die LIFFE konnte ihre führende Position in Europa behaupten und schloß mit einer kräftigen

... aber mehr  
Warenkontrakten

Höherer Markt-  
anteil für LIFFE

Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Ausstehender Nominalbetrag am Jahresende					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Mrd. US-Dollar						
Börsengehandelte Instrumente	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 188,2	9 884,6
Zinsfutures	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4	5 931,1
Zinsoptionen <sup>1</sup>	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8
Währungsfutures	18,3	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3
Währungsoptionen <sup>1</sup>	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2	46,5
Aktienindexfutures	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2	198,6
Aktienindexoptionen <sup>1</sup>	132,8	158,6	229,7	238,3	329,3	380,2
Außerbörsliche Instrumente <sup>2</sup>	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 712,6	24 292,0
Zinsswaps	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	12 810,7	..
Währungsswaps <sup>3</sup>	807,2	860,4	899,6	914,8	1 197,4	..
Sonstige swapbezogene Derivate <sup>4</sup>	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	3 704,5	..

<sup>1</sup> Calls und Puts. <sup>2</sup> Nur von der ISDA erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt. <sup>3</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>4</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.

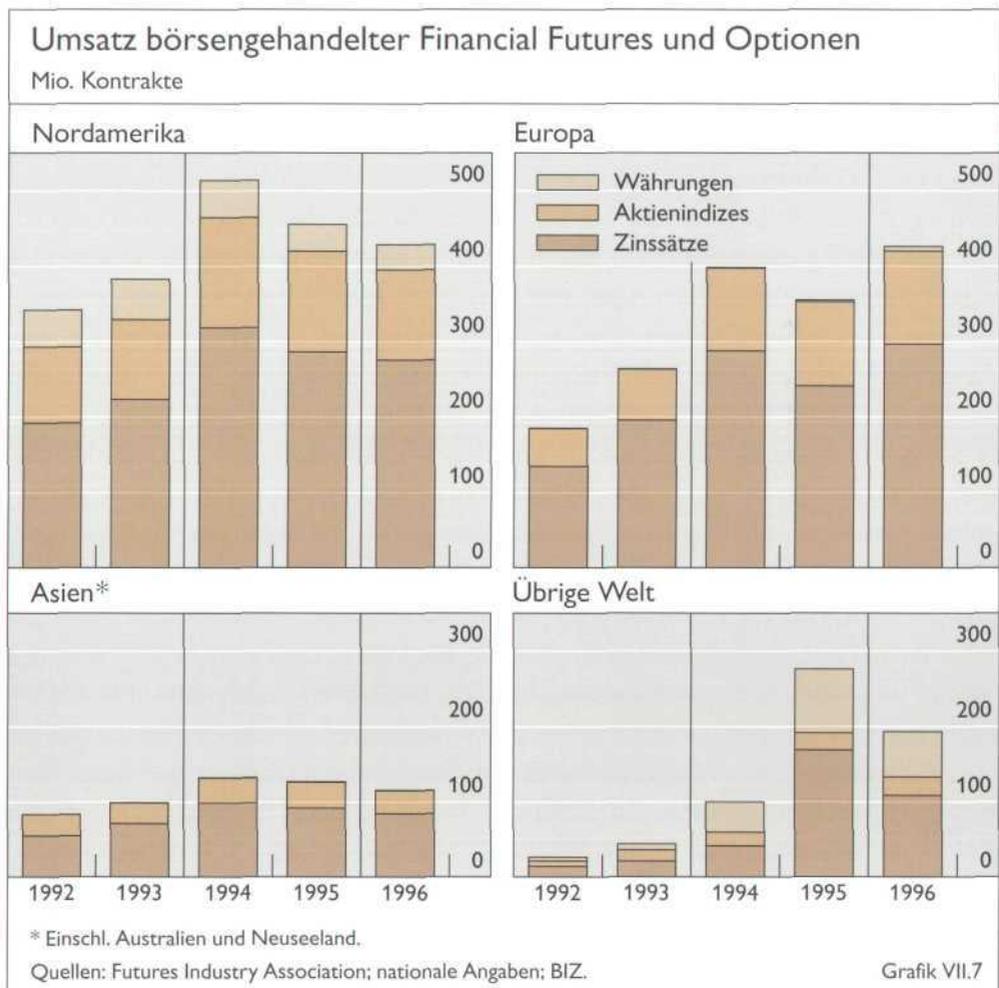
Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; ISDA; eigene Berechnungen. Tabelle VII.5

Expansion des Geschäfts im Zusammenhang mit der Konvergenz der europäischen Zinssätze sogar dicht zu den weltweit führenden Chicagoer Börsen auf. Das Geschäft an der DTB expandierte dank der Umsatzsteigerung bei den Zinskontrakten und der raschen Entwicklung der Aktieninstrumente, so daß die DTB den MATIF von seinem zweiten Platz in Europa verdrängen konnte. Der flauere Handel am MATIF war dem Zusammentreffen verschiedener Faktoren zuzuschreiben, u.a. einem ruhigeren Klima im Finanzsektor, einer weniger aktiven Teilnahme von Ausländern an den französischen Anleihemärkten und einer gewissen Verlagerung von Geschäften zugunsten der DM-Instrumente. In Asien verzeichnete Hongkong ein mäßiges Wachstum, während in Singapur und Japan die Umsätze zurückgingen; im Falle Japans bestand wegen des niedrigen Niveaus der Yen-Zinssätze nur geringer Absicherungsbedarf. An den brasilianischen Börsen ging der Umsatz von Währungs- und Zinskontrakten mit kleinem Nominalwert stark zurück; die

Börsengehandelte Derivate							
Instrument	Umsatz, Nominalbetrag						Nominal- betrag Ende 1996
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
Bio. US-Dollar							
Zinsfutures	99,6	141,0	177,3	271,7	266,3	253,5	5,9
Auf kurzfristige Anlagen	75,2	113,3	138,9	222,1	218,2	204,8	5,5
<i>darunter: 3-Monats-Eurodollarsätze<sup>1</sup></i>	41,7	66,9	70,2	113,6	104,1	97,1	2,1
<i>3-Monats-Euro-Yen-Sätze<sup>2</sup></i>	12,9	14,0	24,6	44,2	46,8	34,2	1,4
<i>3-Monats-Euro-DM-Sätze<sup>3</sup></i>	3,2	7,5	12,9	18,5	18,4	23,9	0,6
<i>3-Monats-PIBOR</i>	2,9	5,8	10,4	12,0	15,9	13,7	0,2
Auf langfristige Anlagen	24,3	27,7	38,5	49,6	48,2	48,7	0,4
<i>darunter: US-Staatsanleihen<sup>4</sup></i>	6,9	7,1	8,0	10,1	8,7	8,5	0,0
<i>Japanische Staatsanleihen<sup>5</sup></i>	2,0	2,8	3,2	4,6	3,4	3,4	0,1
<i>Deutsche Staatsanleihen<sup>6</sup></i>	10,3	9,7	14,2	13,8	16,2	12,3	0,1
<i>Französische Staatsanleihen<sup>7</sup></i>	2,0	2,9	4,2	8,1	8,0	9,3	0,0
Zinsoptionen <sup>8</sup>	17,3	25,5	32,8	46,7	43,3	41,0	3,3
Währungsfutures	2,7	2,3	2,8	3,3	3,3	3,0	0,0
Währungsoptionen <sup>8</sup>	1,5	1,4	1,4	1,4	1,0	0,9	0,0
Aktienindexfutures	7,8	6,0	7,1	9,3	10,6	13,1	0,2
Aktienindexoptionen <sup>8</sup>	6,4	5,7	6,3	8,0	9,2	10,1	0,4
Insgesamt	135,2	181,9	227,8	340,4	333,8	321,7	9,9
<i>In Nordamerika</i>	70,8	102,1	113,1	175,9	161,1	154,3	4,8
<i>In Europa</i>	26,7	42,8	61,4	83,9	87,5	100,3	2,8
<i>In Asien<sup>9</sup></i>	37,7	36,9	53,0	77,8	81,1	63,8	2,2
<i>Sonstige</i>	0,0	0,1	0,3	2,9	4,2	3,3	0,1

<sup>1</sup> Gehandelt am Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), an der Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), der London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), der Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) und der Mid-America Commodity Exchange (MIDAM). <sup>2</sup> Gehandelt an der TIFFE, der SIMEX und der LIFFE. <sup>3</sup> Gehandelt am Marché à Terme International de France (MATIF), an der LIFFE, dem CME-IMM und der SIMEX. <sup>4</sup> Gehandelt am Chicago Board of Trade (CBOT), an der MIDAM, der LIFFE, der New York Futures Exchange (NYFE) und der Tokyo Stock Exchange (TSE). <sup>5</sup> Gehandelt an der TSE, der LIFFE, dem CBOT und der SIMEX. <sup>6</sup> Gehandelt an der LIFFE und der Deutschen Terminbörse (DTB). <sup>7</sup> Gehandelt am MATIF. <sup>8</sup> Calls und Puts. <sup>9</sup> Einschl. Australien und Neuseeland.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen. Tabelle VII.6



Börsen unter  
 starkem  
 Innovationsdruck

Gründe dafür waren die Lockerung der Geldpolitik (die einen Nachfragerückgang bei Instrumenten zur Umgehung der Mindestreservepflicht bewirkte) und geringere Unsicherheiten bezüglich der Wechselkursentwicklung.

Der harte Wettbewerb unter den Börsen hielt unvermindert an, so daß diese nach wie vor unter Innovationsdruck standen. Da die Zinsinstrumente an den etablierten Märkten ihren Sättigungsgrad erreicht hatten und die Währungsinstrumente weiterhin vorwiegend außerbörslich gehandelt wurden, legten die älteren Börsen mehr Gewicht auf die Entwicklung von Aktieninstrumenten, was sich in der großen Zahl neuer Kontrakte auf Indizes, der Ausweitung des Konzepts der flexiblen Optionen und der Einführung von Kontrakten auf einzelne Aktien zeigte. Produkte, die die aufstrebenden Märkte betrafen, traten stark in Erscheinung, aber abgesehen von denjenigen, die von jüngst eröffneten Börsen (z.B. in Korea und Malaysia) angeboten werden, wurden die meisten von US-Börsen eingeführt. Mit Ausnahme der Kontrakte auf den mexikanischen Peso, die rasch Anklang fanden, kam der Handel mit solchen Instrumenten jedoch nicht recht in Schwung. Die etablierten Börsen versuchten ferner, den Handel mit bestehenden Produkten durch eine Ausdehnung der Börsenzeiten, neue Folgen von Verfallterminen und eine Herabsetzung der Handelsgebühren zu fördern; sie führten auch wieder neue Kontrakte ein, die einige Merkmale von außerbörslichen Instrumenten nachbildeten.

In Europa erkannten die Börsen die Notwendigkeit, sich vor der grundlegenden Umstrukturierung, die von der Einführung der einheitlichen europäischen Währung zu erwarten ist, eine starke Wettbewerbsposition zu sichern. Aus diesem Grund wurden staatliche und private Arbeitsgruppen gebildet, die die Folgen der WWU analysieren und Empfehlungen für die Stärkung der Position der jeweiligen nationalen Börsen erarbeiten sollten. Zu den Maßnahmen, die im Zusammenhang mit der WWU schon ergriffen wurden, gehören die Umstellung von Kontrakten auf Euro, die Einführung neuer Zinsinstrumente (einschl. Geldmarkt- und Anleihekongrate auf DM-Sätze), um die Abdeckung der verschiedenen Segmente der inländischen Renditenstrukturkurven zu verbessern und den Spread-Handel zu ermöglichen, sowie die Anpassung bestehender Kontrakte (z.B. die Herabsetzung des Kupons beim Kontrakt auf französische Staatsanleihen). Der Umfang des künftigen Anleihemarktes in Euro könnte neue Handelsgelegenheiten bieten, aber eine Nachfrage für ein so breites Spektrum nationaler Anleihe-Futures wie jetzt dürfte es wohl kaum geben. Bei den kurzfristigen Zinsprodukten dürfte die Konsolidierung sogar noch ausgeprägter sein, da diese auf generischen Interbanksätzen beruhen und daher kein Raum für mehr als nur einige wenige gesamteuropäische Kontrakte besteht. Die LIFFE hat von Anfang an auf die Rolle Londons als globaler Finanzplatz und ihre eigene Stellung als umsatzstärkste und meistdiversifizierte europäische Börse gesetzt, um auch nach der Einführung des Euro ihren dominierenden Status zu halten. Die DTB stützt sich auf den Referenzstatus deutscher Staatsschuldtitel, ihre Position als größte elektronische Börse in Europa und ihren hohen Umsatz mit Aktieninstrumenten, die vom inner-europäischen Wettbewerb etwas weniger stark betroffen sein werden. Der MATIF betont den hohen Entwicklungsstand und die Liquidität der französischen Märkte für Schuldtitel, die davon profitieren, daß sich der französische Staat verpflichtet hat, sämtliche Basisinstrumente so früh wie möglich in Euro zu konvertieren. Letztendlich wird der Erfolg jedoch von einer ganzen Reihe miteinander verbundener Faktoren abhängen, wie z.B. der Bedeutung des inländischen Finanzsystems, der Größe und der Liquidität der Basisinstrumente, den Kosten und der Effizienz der Handels- und Clearingsysteme sowie den gesamten rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen.

Die Wichtigkeit strategischer Maßnahmen im Zusammenhang mit der WWU hat im vergangenen Jahr möglicherweise eine ebenso wesentliche Herausforderung für die Börsen in den Hintergrund treten lassen, nämlich die Abwanderung von Geschäften an den außerbörslichen Markt. Am ehesten wurde diese Gefahr in den USA erkannt; dort führten die Börsen in beschleunigtem Tempo Neuerungen ein, um ihre Wettbewerbsposition gegenüber den außerbörslichen Instrumenten zu verbessern. So wurden Kontrakte für den Handel mit Zinsdifferenzen geschaffen, ebenso erstmals Flex-Optionen auf einzelne US-Aktien. Außerdem kündigten die US-Börsen neue marktübergreifende Produkte und Dienstleistungen an, z.B. die Notierung von Aktien-Optionsscheinen, die von Finanzinstituten begeben werden, und ein System für simultanen Handel und simultanes Clearing von Kassamarktinstrumenten und börsengehandelten Derivaten. Gleichzeitig verstärkte sich der Druck zur Einführung von Systemen für die Verwaltung von Swapbesicherungen, und die Banktochter eines Euromarkt-Clearinghauses bot denn auch erstmals eine solche Dienstleistung an.

Herausforderung durch WWU ...

... führt zu neuen Initiativen ...

... und erhöht Wettbewerb in Europa ...

... verschleiert aber Herausforderung durch außerbörsliche Märkte

Verknüpfungen weiterhin im Mittelpunkt der Wettbewerbsstrategien ...

Die Bemühungen, Marktanteile zu konsolidieren oder zusätzliche Handelsgeschäfte anzuziehen, hatten auch neue regionale und interkontinentale Verknüpfungen über verschiedene Kombinationen von Handels- und Clearingsystemen zur Folge. Beispielsweise führte die CME im Rahmen ihres schon lange bestehenden gegenseitigen Kompensationssystems mit der SIMEX Euro-Yen-Futures ein, während die LIFFE und die TIFFE für den Handel mit ähnlichen Kontrakten eine Verknüpfung von Präsenzhandel und elektronischem Handel vereinbarten. Die Aussichten auf die WWU begünstigten auch interkontinentale Allianzen, die hauptsächlich auf einen kontinuierlichen Präsenzhandel hinauslaufen. Der MATIF unterzeichnete z.B. eine Vereinbarung mit der CME für den Handel seiner Zinskontrakte an der CME, und die LIFFE gab bekannt, sie werde den CME-Mitgliedern den Handel mit ihren 3monatigen Euro-DM-Kontrakten auf ihrem eigenen Parkett gestatten. Außerdem schlossen mehrere europäische Börsen Partnerschaftsvereinbarungen mit den nationalen Aktienbörsen ab und/oder förderten die länderübergreifende Integration durch neue Verknüpfungen.

... aber verbunden mit neuen Fragen für Handels- und Clearingsysteme

Einige andere Entwicklungen deuten jedoch darauf hin, wie schwierig es ist, in einem von starkem Wettbewerb geprägten Umfeld zu für alle Beteiligten befriedigenden Vereinbarungen zu gelangen. Beispielsweise gaben die DTB und der MATIF im letzten Jahr ihr Projekt einer gemeinsamen elektronischen Plattform für den Handel mit Kassamarktinstrumenten und Derivaten auf, und der MATIF und die CME gaben Anfang dieses Jahres bekannt, sie würden ihre Beteiligung an der derzeitigen Version des multilateralen elektronischen Handelssystems Globex einstellen. Die Börsen zögern, Allianzen einzugehen, die eine Einschränkung der für die Schaffung neuer Produkte und Handelstechnologien als nötig erachteten Selbständigkeit oder Flexibilität bedeuten würden. Die vielfältigen Nutzungsmöglichkeiten elektronischer Systeme haben auch die standhaftesten Befürworter des Präsenzhandels veranlaßt, die möglichen Vorteile dieser Systeme nochmals zu prüfen. Vor allem in den USA werden die elektronischen Systeme offenbar nicht mehr nur als eine Ergänzung des Präsenzhandels nach den Börsenzeiten angesehen, sondern als wesentlicher Bestandteil neuer Handelssysteme, mit denen die Kassa- und die Derivatmärkte miteinander verbunden werden. Sie bilden außerdem die Grundlage für die globale Strategie einiger Börsen; ein Beispiel dafür ist die von der DTB vorgenommene Ausdehnung des Fernzugangs zu ihrem elektronischen System durch die Einrichtung von Zugangsstellen außerhalb Deutschlands und die Verlängerung der Börsenzeiten.

Hinweise auf Marktstraffung

Neben den verschiedenen Initiativen, die eine Ausweitung der Produktpaletten und der Handelsverbindungen zum Ziel hatten, war auch eine gegenläufige Entwicklung zu beobachten. Insbesondere weil die Gewinnmargen der Händler im Verhältnis zu den Börsengebühren gering waren, blieb der Druck zur Verminderung der Handelskosten durch eine Rationalisierung der Dienstleistungen nach wie vor bestehen. Wichtige Maßnahmen zur Kostensenkung waren u.a. eine Vereinbarung zwischen dem CBOT und der CME, eine gemeinsame Bankfazilität einzurichten, sowie die Fusion zwischen der LIFFE und der London Commodity Exchange.

#### *Außerbörsliche Instrumente*

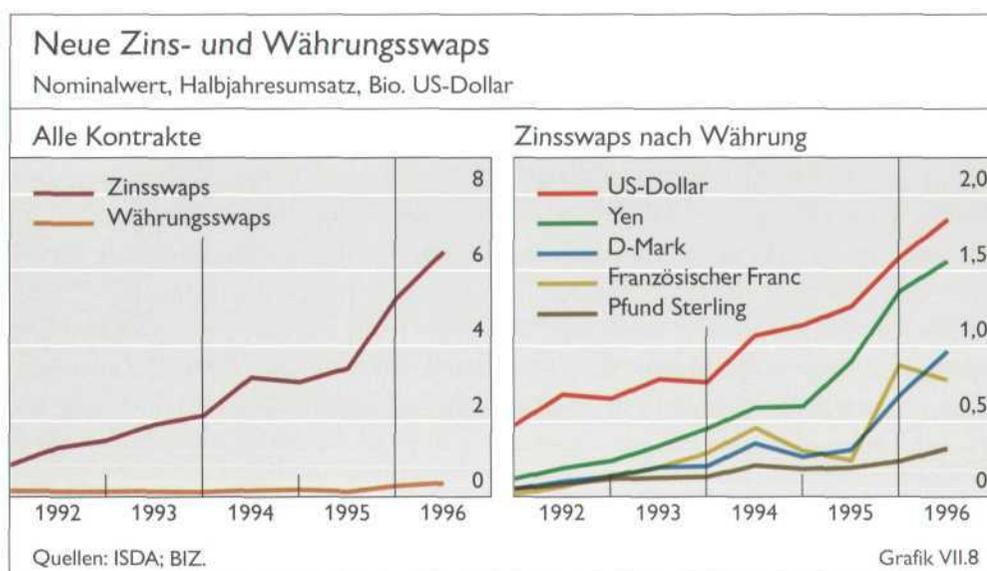
Aus ersten, noch vorläufigen Informationen von der International Swaps and

Derivatives Association (ISDA) geht hervor, daß sich der Nominalwert der offenen Swaps und swapbezogenen Positionen 1996 um 37% erhöhte. Diese Wachstumsrate war zwar kleiner als 1995 (57%), lag jedoch deutlich über denen der Börsen. Gemäß den stärker aufgegliederten Daten, die bisher lediglich für das erste Halbjahr verfügbar sind, verzeichneten die Zinsswaps das rascheste Wachstum, gefolgt von Zinsoptionen und Währungsswaps. Zinsswaps, die auf andere Währungen als US-Dollar lauteten, expandierten erneut rascher als die Dollartransaktionen; besonders lebhaft war dabei das Geschäft in Yen und D-Mark. Ein harter Wettbewerb infolge weltweit reichlich vorhandener Liquidität, das Auftreten neuer Marktteilnehmer, Verbesserungen der Marktinfrastruktur (in Bereichen wie Dokumentation und Besicherung) sowie wirksamere Absicherungsmethoden trugen zu einer größeren Markttiefe bei. Während die Margen der Händler im allgemeinen weiter schrumpften, waren die Bedingungen je nach Marktsegment unterschiedlich. Im US-Dollar-Sektor zeigte sich ein uneinheitliches Bild. Eine lebhaftere Emissionstätigkeit im festverzinslichen Bereich, zahlreiche Asset Swaps und eine verbesserte Bonität wichtiger Teilnehmer waren die Hauptursachen dafür, daß die Spreads gegenüber den Referenzsätzen auf historischen Tiefständen verharrten; den Angaben zufolge wurde das Geschäft jedoch durch die flache Renditenstrukturkurve, die geringen Schwankungen der Zinssätze und die geplante Einführung neuer US-Rechnungslegungsnormen für Derivate gedämpft. In Europa hing ein erheblicher Teil des Geschäfts mit Neuemissionen, der Konvergenz der kontinentaleuropäischen Zinssätze und der erwarteten Abflachung der Renditenstrukturkurven zusammen. In Japan weckten die laufende Liberalisierung der Finanzmärkte, das Streben nach höheren Renditen und die Refinanzierungsprobleme einiger Finanzinstitute neues Interesse an Risikomanagement-Instrumenten. Insbesondere lösten die rasante Zunahme der am Samurai-Markt begebenen Doppelwährungsanleihen und die immer noch bestehende sogenannte Japan-Prämie einen lebhaften Handel mit Zins-/Währungsswaps und Basiswaps unter Einbeziehung des Yen aus.

Weitere Vertiefung des Zinsswapmarktes ...

Obwohl komplexe renditesteigernde Instrumente wieder an Beliebtheit gewannen, scheint sich das größere Zinsänderungsrisiko eher aus einer Verlän-

... mit längeren Laufzeiten und stärkerem Spread-Handel



gerung der Laufzeit oder der Ausnutzung von Zinsdifferenzen ergeben zu haben als aus einer erhöhten Hebelwirkung. Eine Verbesserung der Rendite wurde überdies mit Strukturen angestrebt, die es den Anlegern ermöglichen, das gesamte Spektrum von Schuldnern unterschiedlicher Bonität auszuloten, wie z.B. durch Asset Swaps. Dennoch wurde auch gemeldet, daß Endverwender aus dem Unternehmenssektor exotischen Produkten gegenüber weiterhin eine vorsichtige Haltung einnahmen. Möglicherweise minderte dies den Anreiz für die Händler, neue Instrumente zu schaffen, denn abgesehen von der Entwicklung verschiedener Volatilitäts- und Overnight-Swaps erregten nur wenige Produkte die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer. Anscheinend investierten die Teilnehmer an diesen Märkten auch mehr Ressourcen in die Verbesserung der Qualität von Risikomanagement-Systemen.

Entwicklung von  
Kreditderivaten ...

Das Streben nach höheren Renditen und die dadurch bewirkte Ausweitung des Kreises der Marktteilnehmer weckten erhöhtes Interesse an einem aktiven Management des Kreditrisikos. In diesem Zusammenhang wuchs die Akzeptanz der Kreditderivate, die von Finanzinstituten in den frühen neunziger Jahren eingeführt wurden und die es ermöglichen sollten, auf das Kreditrisiko die gleichen hochentwickelten Techniken anzuwenden wie auf das Marktrisiko. Soweit diese Instrumente eine systematischere Bewertung und Übertragung des Kreditrisikos zulassen, sind sie für die Finanzinstitute bei der Steuerung und Optimierung des Risikoprofils ihrer Aktiva sehr nützlich. Weil sie noch sehr neu sind, sehen sich die Kreditderivate jedoch einer Reihe von Einschränkungen im Zusammenhang mit Marktusancen, Rechnungslegung und Aufsicht gegenüber. Auch der maßgeschneiderte Charakter der Transaktionen und die fehlende Standardisierung beeinträchtigen die Liquidität, so daß eine korrekte Preisfestsetzung und Absicherung für diese Transaktionen schwierig sind. Gleichzeitig hielt das Interesse an Strukturen an, die Zugang zum Kernsegment des Swapmarktes eröffnen, wie die Gründung neuer im Derivatgeschäft tätiger Tochtergesellschaften mit Triple-A-Rating zeigt. Aber nicht alle neuen Instrumente zur Verbesserung der Steuerung des Kreditrisikos führten zur Gründung von Instituten mit eigener Kapitalausstattung, da diese mit hohen Eigenkapital- und Anlaufkosten verbunden und daher für nur gelegentliche Verwender von Swaps weniger geeignet sind.

... und neuen  
Währungs-  
instrumenten

Was die Währungsprodukte betrifft, so veranlaßte die geringe Volatilität an den Devisenmärkten die Händler, ein breites Spektrum hochrentierender Instrumente auf der Basis von Barriers oder Kurskorridoren anzubieten (s. Kapitel V). Der Kursrückgang des US-Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark im Sommer ließ jedoch einmal mehr die potentiellen Tücken solcher Instrumente zutage treten: Die Händler mußten unvermittelt ihre Positionen abdecken, als die Wechselkurse aus den Korridoren ausbrachen. Einige Händler sollen überdies mit Korridor-Instrumenten beträchtliche Verluste erlitten haben, da die Volatilität seit 1995 – dem Abschlußjahr zahlreicher Kontrakte – erheblich zurückgegangen ist. Die Anleger zeigten wachsendes Interesse an Forwards und Optionen auf die Währungen aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften und osteuropäischer Länder sowie an Währungsswaps. „Nichtlieferbare“ Terminkontrakte, mit denen die Verwender Währungsrisiken absichern können, wenn Standard-Terminkontrakte wegen gesetzlicher Beschränkungen nicht möglich sind, waren besonders beliebt.

An den Märkten für Optionsscheine sank zwar der gesamte Dollarwert der Neuemissionen gegenüber 1995 fast um die Hälfte (von \$ 161,2 Mrd. auf \$ 87,1 Mrd.), die Zahl der einzelnen Emissionen stieg jedoch an. Das niedrige Zinsniveau in Europa und die Hausse an den europäischen Aktienmärkten sowie eine Reihe von Privatisierungen lösten eine lebhafte Nachfrage nach Aktieninstrumenten aus. Infolgedessen entfielen auf solche Instrumente 75% aller neuen Optionsscheinemissionen, und ein wachsender Anteil davon lautete auf eng definierte Indizes oder einzelne Aktien. Optionsscheine sind hochflexible verbrieftete Derivate, deren Merkmale von den Händlern rasch an neue Entwicklungen angepaßt werden können. Die Stimmung an den Aktienmärkten im vergangenen Jahr förderte laufende Neuemissionen. Die Vielzahl der Begebungen überstieg jedoch möglicherweise die Nachfrage erheblich und dürfte damit das tatsächliche Geschäft überzeichnen.

Lebhaftes  
Interesse an  
Aktienprodukten

## Entwicklung der Marktinfrastruktur

Intensiver Wettbewerbsdruck veranlaßte die Behörden verschiedener Länder im letzten Jahr, ihr Finanzwesen weiter zu liberalisieren. Dadurch wurde die strukturelle Konvergenz der Finanzsysteme in den wichtigsten Wirtschaftsböcken gefördert. So weiteten sich die Märkte für Wertpapierpensionsgeschäfte beträchtlich aus. Beispielsweise dehnte die Bank of England ihr Geldmarktgeschäft auf Pensionsgeschäfte mit Staatstiteln aus und bezog eine größere Anzahl Marktteilnehmer ein. In Deutschland und in jüngster Zeit auch in Frankreich wurden Wertpapierpensionsgeschäfte von der Mindestreservspflicht ausgenommen, und in Japan wurde ein stärker liberalisiertes System für diese Instrumente eingeführt. Die schrittweise erfolgte Umsetzung der Finanzmarkt-Richtlinien der Europäischen Union in den nationalen Rechtssystemen trug zur Harmonisierung der Markt- und Aufsichtsstrukturen bei. Nachdem Japan schon eine Reihe von Maßnahmen zur weiteren Liberalisierung der inländischen sowie der Euro-Yen-Anleiheemissionen ergriffen hatte, veröffentlichte der Premierminister im November einen umfassenden Fünfjahresplan zur Stärkung des japanischen Finanzsystems und zur besseren Anpassung des Aufsichts-, Rechnungslegungs-, Rechts- und Steuersystems an die in den übrigen Industrieländern geltenden Standards. Dieses „Big Bang“-Projekt sieht u.a. konkrete Maßnahmen zur Abschaffung der funktionalen Trennung zwischen Banken, Wertpapierhäusern und Versicherungsgesellschaften vor. In den USA prüfte die Federal Reserve eine weitere Lockerung der Bedingungen, zu denen Tochtergesellschaften von US-Bankholdinggesellschaften Wertpapiere zeichnen können. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Finanzmärkte liberalisiert; einige dieser Länder sahen sich jedoch angesichts massiver Kapitalzuflüsse gezwungen, vorübergehend Einschränkungen zu erlassen (z.B. Brasilien und Thailand).

Globalisierung  
gefördert durch  
Liberalisierungs-  
maßnahmen ...

Gleichzeitig wurden verschiedene Maßnahmen zur Stärkung des regulatorischen Rahmens der Finanzmärkte ergriffen. Einige dieser Maßnahmen waren darauf gerichtet, die Zahlungs- und Abwicklungsinfrastruktur zu verbessern und dadurch das Systemrisiko zu vermindern; eines der Hauptziele war jedoch nach wie vor die Entwicklung von Rahmenbedingungen, die eine flexiblere Handhabung der Innovation an den Finanzmärkten ermöglichen (s. Kapitel VIII). Konkret

... sowie neue  
aufsichtsrechtliche  
Initiativen ...

wurden u.a. Vorkehrungen getroffen, um den Informationsfluß auf der Ebene der Marktteilnehmer und auf der Ebene der Märkte zu fördern, Vorschriften über verschiedene Märkte hinweg zu harmonisieren, aussagekräftigere und transparentere Rechnungslegungsstandards zu entwickeln und eine angemessene Dokumentation für neue Instrumente zu schaffen.

... für Informationsaustausch ...

Was den Informationsaustausch betrifft, so schlossen sich immer mehr Institute der im März 1996 nach dem Barings-Zusammenbruch getroffenen Vereinbarung zur Förderung des Austausches zwischen Börsen und Clearinghäusern an. Die ursprüngliche Vereinbarung wurde durch eine Übereinkunft mit den Aufsichtsorganen ergänzt, die dann greift, wenn die Zusammenarbeit unter den Börsen und Clearinghäusern aus rechtlichen oder anderen Gründen erschwert ist. Im Mai 1996 gaben der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) eine gemeinsame Initiative für den Informationsaustausch zwischen Banken- und Wertpapieraufsichtsorganen bei der Aufsicht über Finanzkonglomerate bekannt. Die Nachfolgeerhebung des Basler Ausschusses und der IOSCO über die Offenlegung des Handels- und Derivatengeschäfts von international tätigen Banken und Wertpapierhäusern sowie der Beschluß der Zentralbanken der Zehnergruppe, regelmäßig Marktstatistiken über außerbörsliche Derivate zu erheben, sind weitere Beispiele für die laufenden Bemühungen auf behördlicher Ebene, die Markttransparenz zu fördern. Zur Harmonisierung trug bei, daß zahlreiche Bankenaufsichtsbehörden im Juni einen Bericht des Basler Ausschusses und der Offshore-Gruppe von Bankenaufsichtsbehörden billigten, mit dem die Umsetzung der 1992 erlassenen Mindestanforderungen für die Beaufsichtigung internationaler Bankkonzerne und ihrer Auslandsniederlassungen verstärkt werden soll. Zu diesen und weiteren Aktivitäten finden sich im Kapitel „Die Tätigkeit der Bank“ am Schluß dieses Berichts nähere Angaben. Gleichzeitig wurden in Japan und in den USA private und halbamtliche Initiativen ergriffen, um in Rechnungslegungsvorschriften die Bewertung von Derivaten zum aktuellen Marktwert zu fördern, während im Finanzgewerbe Gruppen wie z.B. die ISDA Standarddokumentationen für Pensionsgeschäfte, bestimmte Swapgeschäfte und Kreditderivate erarbeiteten.

... für verstärkte Offenlegung ...

Wenn die Marktkräfte gegenüber strengen Aufsichtsvorschriften den Vorzug bekommen, hat dies zur Folge, daß das Finanzgewerbe entsprechend mehr Verantwortung trägt. Ein Hauptziel behördlicher Maßnahmen war im vergangenen Jahr deshalb der Ausbau der Rolle von Risikomanagement-Systemen bei der Einhaltung der Zielvorgaben der Aufsichtsbehörden für die Risikobegrenzung. Neben der Forderung nach vermehrter freiwilliger Offenlegung war die Einbeziehung der Marktrisiken in die Eigenkapitalvereinbarung vom Juli 1988 mit der den Banken eingeräumten Möglichkeit, ihren Eigenkapitalbedarf zur Unterlegung der Marktrisiken anhand eigener Modelle statt mit dem Standardverfahren zu berechnen, ein wichtiger Schritt in dieser Richtung. Das in den USA derzeit geprüfte „pre-commitment“-Verfahren würde noch einen Schritt weitergehen, denn dabei würde es dem einzelnen Finanzinstitut überlassen, einen Eigenkapitalbetrag verbindlich bereitzustellen, der nach eigener Einschätzung ausreicht, den größten denkbaren Handelsverlust in einem bestimmten Zeitrahmen abzudecken. Träte ein Verlust ein, der diesen Betrag übersteigt, so zöge dies Sanktionen nach sich. Das Entstehen eines Marktes für Kreditderivate stellt eine weitere Herausforderung für die

... sowie für Verbesserung der Risikomanagement-Systeme der Institute

Entwicklung kohärenter aufsichtsrechtlicher Rahmenbedingungen dar. Nachdem die US-Behörden im August 1996 erstmals Dokumente veröffentlicht hatten, die sich mit aufsichtsrechtlichen Fragen im Zusammenhang mit Kreditderivaten befaßten, gab die Bank of England im November ein Diskussionspapier heraus, in dem ein aufsichtsrechtliches Rahmenkonzept für diesen Markt vorgeschlagen wurde. Dieses entsprach den Ansätzen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und der Europäischen Union für die schon länger bestehenden Kassamarktinstrumente und Derivate. In einem noch neueren Konsultationspapier versucht die Bank of England, den risikoorientierten Ansatz der Bankenaufsicht mittels eines flexibleren Risikoeinschätzungsverfahrens weiterzuentwickeln, das auf dem Risikoprofil aller Geschäftsaktivitäten eines Bankinstituts und auf der Bewertung seiner internen Kontrollverfahren beruht.

Bei dieser Suche nach praktikablen, markt- und risikoorientierten aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen wird es immer wichtiger, daß die Marktteilnehmer und die Aufsichtsbehörden die grundlegenden Markttendenzen und die Quellen möglicher systemweiter Störungen erkennen. Im obenstehenden Überblick über die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten im Jahr 1996 wurde das anhaltend rasche Wachstum der besicherten Kreditvergabe und des außerbörslichen Derivatengeschäfts hervorgehoben. Die damit verbundene Ausweitung des Kreises der Akteure an den Großkundenmärkten und die Verflechtung von Risiken werfen eine Reihe von Fragen auf, die sich auf Art und Rolle der wichtigsten Marktteilnehmer, die zunehmende Akzeptanz von Basisinstrumenten und Gegenparteien geringerer Bonität, die möglichen Folgen des Ausfalls eines oder mehrerer großer Teilnehmer für das Finanzsystem insgesamt sowie auf die Angemessenheit der derzeitigen Managementstrukturen der Finanzinstitute beziehen. Diese Entwicklungen zeigen deutlich, daß Anpassungen der derzeitigen aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen notwendig sind. In der jetzigen Phase des Finanzmarktzyklus mit reichlicher Liquidität und nach höheren Renditen strebenden Anlegern ist nicht zu übersehen, daß ein Potential noch vielfältigerer und subtilerer Risiken besteht, die durch Modellrechnungen und Risikoeinschätzungsverfahren nicht angemessen erfaßt werden. Damit aber werden erhöhte Vorsicht und Verantwortlichkeit jedes einzelnen Marktteilnehmers wichtiger denn je.

Auf dem Weg zu einer flexibleren aufsichtsrechtlichen Risikoeinschätzung ...

... mit größerer Verantwortlichkeit der Marktteilnehmer

## VIII. Entwicklung des Zentralbankwesens

### Schwerpunkte

Die vergangenen 25 Jahre waren für das Zentralbankwesen eine ereignisreiche Zeit. Im Bereich der Geldpolitik war die Zeit seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems durch Bemühungen gekennzeichnet, die Inflation nach ihrem beträchtlichen weltweiten Anstieg im Gefolge der ersten Ölpreiskrise dauerhaft unter Kontrolle zu bringen. Im Bereich der Finanzmärkte wurden unter der Ägide der Zentralbanken aus den G10-Ländern zum ersten Mal Schritte unternommen, die Bankenaufsicht und die Beobachtung und Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen international zu koordinieren. Diese Initiativen waren Teil eines umfassenderen Bemühens, nach mehreren krisenhaften Anspannungen auf den Finanzmärkten und tiefgreifenden Veränderungen in deren Rahmenbedingungen die Schutzmechanismen gegen Instabilität zu verstärken.

Dieses Kapitel zeichnet die historische Entwicklung des Zentralbankwesens seit Anfang der siebziger Jahre nach, um sowohl Brüche mit der Vergangenheit als auch Nachklänge früherer Erfahrungen besser verständlich zu machen. Im Mittelpunkt stehen dabei zwei Zielsetzungen, nämlich die Geldwertstabilität und die Stabilität im Finanzsektor, die durch die Aufgabenerfüllung in drei Bereichen – Geldpolitik, Bankenaufsicht und Überwachung der Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme – verfolgt werden. Während die Zielsetzungen von Beginn an in unterschiedlichem Maße mit dem *Zentralbankwesen* in Verbindung gebracht wurden, sind nicht alle der genannten Aufgabenbereiche immer und ausschließlich den *Zentralbanken* zugeordnet worden. Hier sollen die parallele Entwicklung in der Konzeption und Durchführung der Aufgaben sowie ihre zunehmend deutlicher gewordenen Wechselbeziehungen untereinander betont werden.

### Hintergrund, Ziele und Beschränkungen

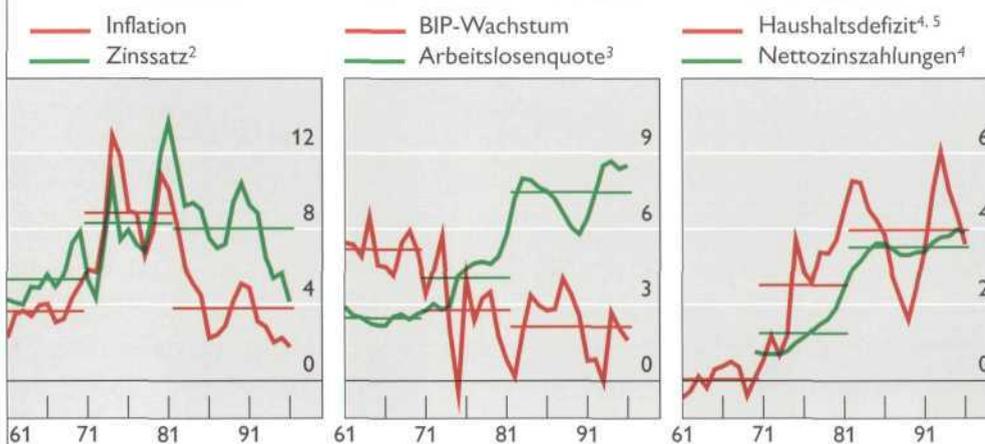
Ein Großteil der Geschichte des Zentralbankwesens in den vergangenen 25 Jahren kann als Versuch gesehen werden, die Auswirkungen zweier neuer Entwicklungen in den Griff zu bekommen: der in den frühen siebziger Jahren aufgekommenen Stagflation sowie des radikalen Wandels der Rahmenbedingungen im Finanzsektor, der sich in den achtziger Jahren durch Liberalisierung und Finanzinnovationen beschleunigte.

Stagflation ...

Die Stagflation stellte das Vertrauen der Nachkriegszeit in die Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung sowie einen nutzbaren Trade-off zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation grundlegend in Frage. Die schematischen Reaktionen auf die erste Ölpreiskrise, nämlich eine expansive Fiskal- und eine akkommodierende Geldpolitik, brachten keine anhaltenden Produktions- oder Beschäftigungsgewinne. Chronische Inflation und die sich immer weiter

## Zentrale makroökonomische Indikatoren für die G10-Länder<sup>1</sup>

Jahresdurchschnitt in Prozent



<sup>1</sup> Ungewichtete Durchschnitte; die dünnen Linien zeigen jeweils den Durchschnitt der Zeiträume 1961–70, 1971–81 und 1982–96 an. <sup>2</sup> 3-Monats-Satz; vor 1971: ohne Italien, Schweiz und Vereinigtes Königreich. <sup>3</sup> Vor 1971: ohne Frankreich und Niederlande. <sup>4</sup> In Prozent des BIP. <sup>5</sup> Vor 1971: ohne Frankreich, Niederlande und Vereinigtes Königreich.

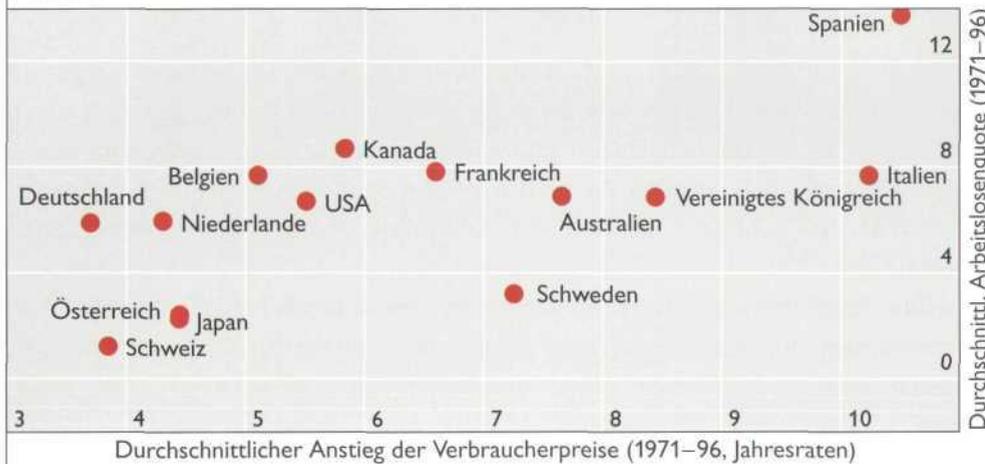
Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik VIII.1

verschlechternde Situation der öffentlichen Finanzen führten der breiten Öffentlichkeit die Kosten monetärer Instabilität und die Grenzen eines makroökonomischen Aktivismus vor Augen (s. Grafik VIII.1 und VIII.2). Die vergleichsweise positive Erfahrung der Länder, die – wie z.B. Deutschland und die Schweiz – vor allem in der Geldpolitik größere Vorsicht angewandt hatten, ließ die Vorzüge eines behutsamen makroökonomischen Vorgehens deutlich werden. Diese Entwicklungen bereiteten den Boden für eine nüchternere Beurteilung der Fähigkeit des Staates, wirtschaftliche Entwicklungen in den Griff zu bekommen, und für ein Wiederaufleben des Laissez-faire-Gedankens. Sie waren der Ausgangspunkt für den anschließenden entschlossenen Kampf gegen die Inflation.

## Inflation und Arbeitslosigkeit im Länderquerschnitt

Prozent



Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

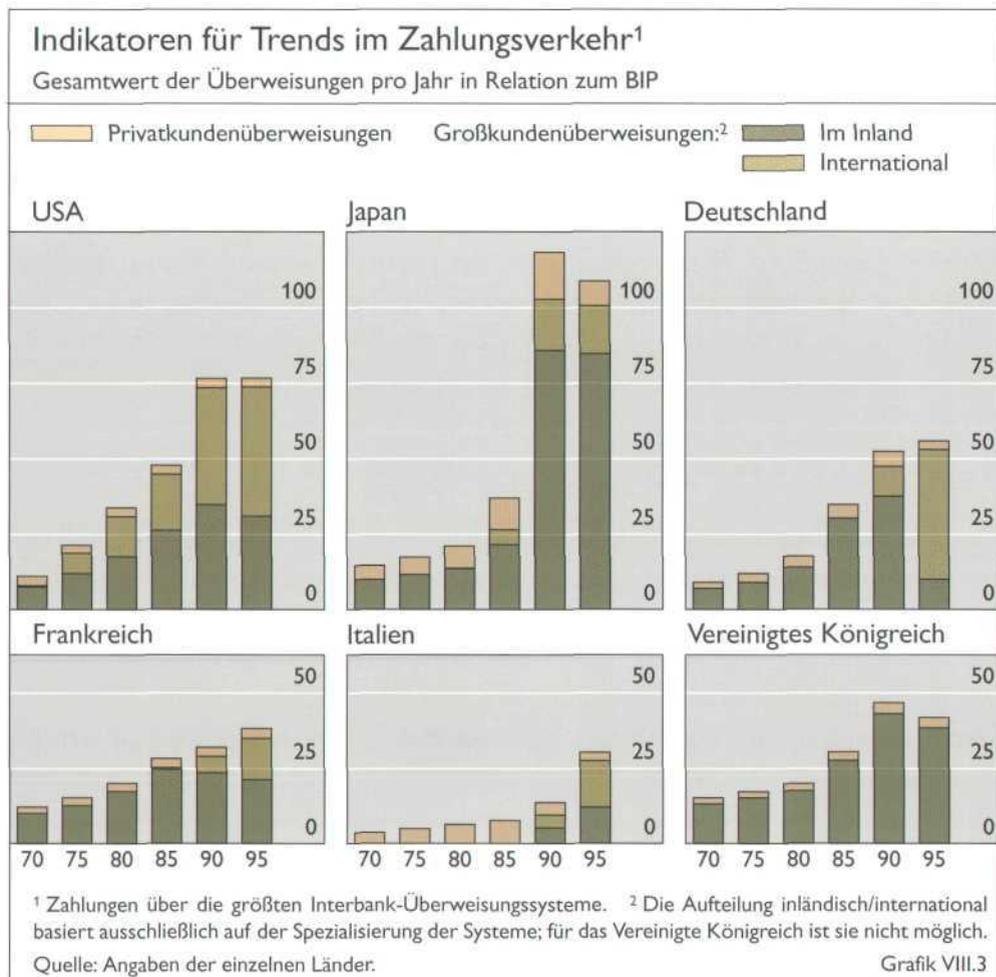
Grafik VIII.2

... und Wandel im Finanzsystem ...

Genauso weitreichende Konsequenzen hatte die Umgestaltung des Finanzsystems. Teilweise das Ergebnis der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedingungen selbst, nicht zuletzt der hohen und schwankenden Inflationsraten, wurde dieser Prozeß dadurch begünstigt, daß die Idee des freien Marktes bestimmenden Einfluß erlangt hat, sich der Fortschritt in der Informationstechnologie beschleunigt hat und ganz neue Finanzierungskonzepte entwickelt wurden. Seine Merkmale sind inzwischen wohlbekannt (s. den 62. Jahresbericht der BIZ): breit angelegte Deregulierung, ein Quantensprung hinsichtlich der Palette von Finanzinstrumenten sowie der Breite und Tiefe der Märkte, Internationalisierung der Finanzierung, Institutionalisierung der Ersparnis, Verschwinden der Unterschiede zwischen einzelnen Arten von Finanzinstituten und von Finanzinstrumenten, ein stark zunehmender Wettbewerbsdruck und ein imposanter volumen- und wertmäßiger Anstieg der Transaktionen und damit der Zahlungen (s. Grafik VIII.3 sowie Kapitel V, Tabelle V.1). Das Ergebnis war, daß sich der Finanzsektor im Vergleich zur Realwirtschaft deutlich ausweitete.

... mit tiefgreifenden Auswirkungen auf Zentralbankwesen

Diese Ausweitung hinterließ in sämtlichen Bereichen des Zentralbankwesens ihre Spuren. Unter den Zielsetzungen rückte die Wahrung der Stabilität des Finanzsystems wieder stärker in den Vordergrund. Die zahlreichen Episoden finanzieller Anspannungen, die den Umbau des Finanzsektors sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften überschatteten, unterstrichen die Notwendigkeit für diese Verschiebung der Prioritäten: Seit der



Zeit zwischen den beiden Weltkriegen hatte es keine so verbreitete Instabilität im Finanzsystem mehr gegeben. Hinsichtlich der Schwerpunkte bedeutete das enorme Wachstum der Abwicklungsvolumina, daß erstmals den Liquiditäts- und Kreditrisiken, die sich bei der Durchführung von Transaktionen ergeben, besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden mußte. Was die strategische Vorgehensweise betraf, so hatte die zunehmende Globalisierung des Finanzierungsgeschäfts zur Folge, daß eine einseitige Änderung von Regelungen in einem einzelnen Land kaum möglich war; vielmehr waren gemeinsame internationale Initiativen notwendig. Was schließlich die Mittel und Wege anbelangte, war ein erfolgreiches Streben nach Geldwertstabilität und Stabilität im Finanzsektor auf Mechanismen angewiesen, die sich die Marktkräfte zunutze machten und nicht gegen sie ankämpften.

Insgesamt gesehen haben diese allgemeinen Veränderungen des makroökonomischen und finanzwirtschaftlichen Hintergrunds dazu beigetragen, die sich fortlaufend entwickelnde Beziehung zwischen Zentralbanken, Regierungen und Finanzmärkten zu formen, und haben damit auch einige der wesentlichen Nebenbedingungen mitgestaltet, unter denen die Zentralbanken während dieser Zeit operiert haben. Nachdem die Finanzmärkte lange bewußt unterdrückt worden waren, haben sie sich zu einer mächtigen Kraft und gegebenenfalls zu einem wertvollen ausgleichenden Faktor bei allzu ehrgeizigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen entwickelt. Aus dieser Sicht lassen sich die wiederholten Bemühungen von Regierungen und Zentralbanken, die Stabilität des Finanzsystems zu wahren, am ehesten als Versuch werten, diese Kraft für sich einzuspannen und zu gewährleisten, daß die von ihr ausgeübte Disziplin wirkungsvoll ist. Gleichzeitig hat die Erfahrung mit der Inflation die Aufmerksamkeit einmal mehr auf die Risiken gelenkt, die sich ergeben, wenn die monetäre Finanzierung der Staatsausgaben kaum oder gar nicht eingeschränkt ist. Darüber hinaus hat sie bestätigt, daß es problematisch ist, der Geldpolitik Ziele zuzuweisen, für deren Verfolgung sie nicht wirklich geeignet ist. Entsprechend war das politische Umfeld zuletzt empfänglicher dafür geworden, daß es wünschenswert ist, Zentralbanken mit einem etwas größeren Grad an Unabhängigkeit gegenüber der Regierung auszustatten und ihr Mandat deutlicher an der Preisstabilität auszurichten.

## Konzeption und Durchführung der Aufgaben

Der grundlegende Wandel im finanzwirtschaftlichen Umfeld hat bewirkt, daß sich die Konzeption und die Durchführung der beiden Aufgaben, nämlich die Geldwertstabilität und die Stabilität im Finanzsektor zu wahren, auf ähnliche Weise entwickelt haben. In beiden Fällen lag die Herausforderung darin, „Anker“ oder Eckwerte für die Politik der Zentralbanken neu zu definieren. Dabei waren die wachsenden Einschränkungen des Handlungsspielraums zu berücksichtigen, die sich daraus ergaben, daß die Märkte zunehmend in der Lage waren, zwischen unterschiedlichen Währungen, Instrumenten und Instituten ebenso wie zwischen unterschiedlichen gesetzlichen, aufsichtsrechtlichen und steuerrechtlichen Systemen Arbitrage zu betreiben. Mit der Zeit hat dieser Prozeß zu einer stärkeren Betonung der Transparenz und der Marktanreize sowie der Glaubwürdigkeit wirtschaftspolitischer Maßnahmen geführt.

## Anker und Arbitrage

Geldwertstabilität:

Im *monetären Bereich* haben sich sowohl die geldpolitischen Beziehungen zwischen verschiedenen Ländern als auch die Gestaltung der Geldpolitik innerhalb eines Landes infolge der zunehmenden Einschränkung des Handlungsspielraums durch Arbitrage sehr verändert. Im Ergebnis hat sich die wechselseitige Abhängigkeit zwischen der Geldpolitik in verschiedenen Ländern erhöht, bei der Gestaltung der Geldpolitik haben an den Finanzmärkten die Preise gegenüber den Quantitäten an Bedeutung gewonnen, und bei der Durchführung spielen diskretionäre Entscheidungen nunmehr eine größere Rolle. Durch diese Entwicklungen hat sich die Suche nach zuverlässigen *nominalen Anker*, die für ein zufriedenstellendes Maß an Preisstabilität sorgen sollen, erschwert.

Finanzarbitrage erschwert Verwendung außenbezogener ...

Die zunehmende Liberalisierung des Kapitalverkehrs bedeutete für die Währungsbehörden eine doppelte Herausforderung. Einerseits wurde es schwieriger, Wechselkursbindungen aufrechtzuerhalten. Schon zu Beginn der siebziger Jahre waren die internationalen Kapitalströme zu einer Kraft geworden, mit der man rechnen mußte und die dazu beigetragen hatte, den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems zu beschleunigen. Danach, vor allem in den achtziger und frühen neunziger Jahren, gewannen sie an Umfang und Stärke, wie die Turbulenzen im EWS-Wechselkursmechanismus im Herbst 1992 sowie im



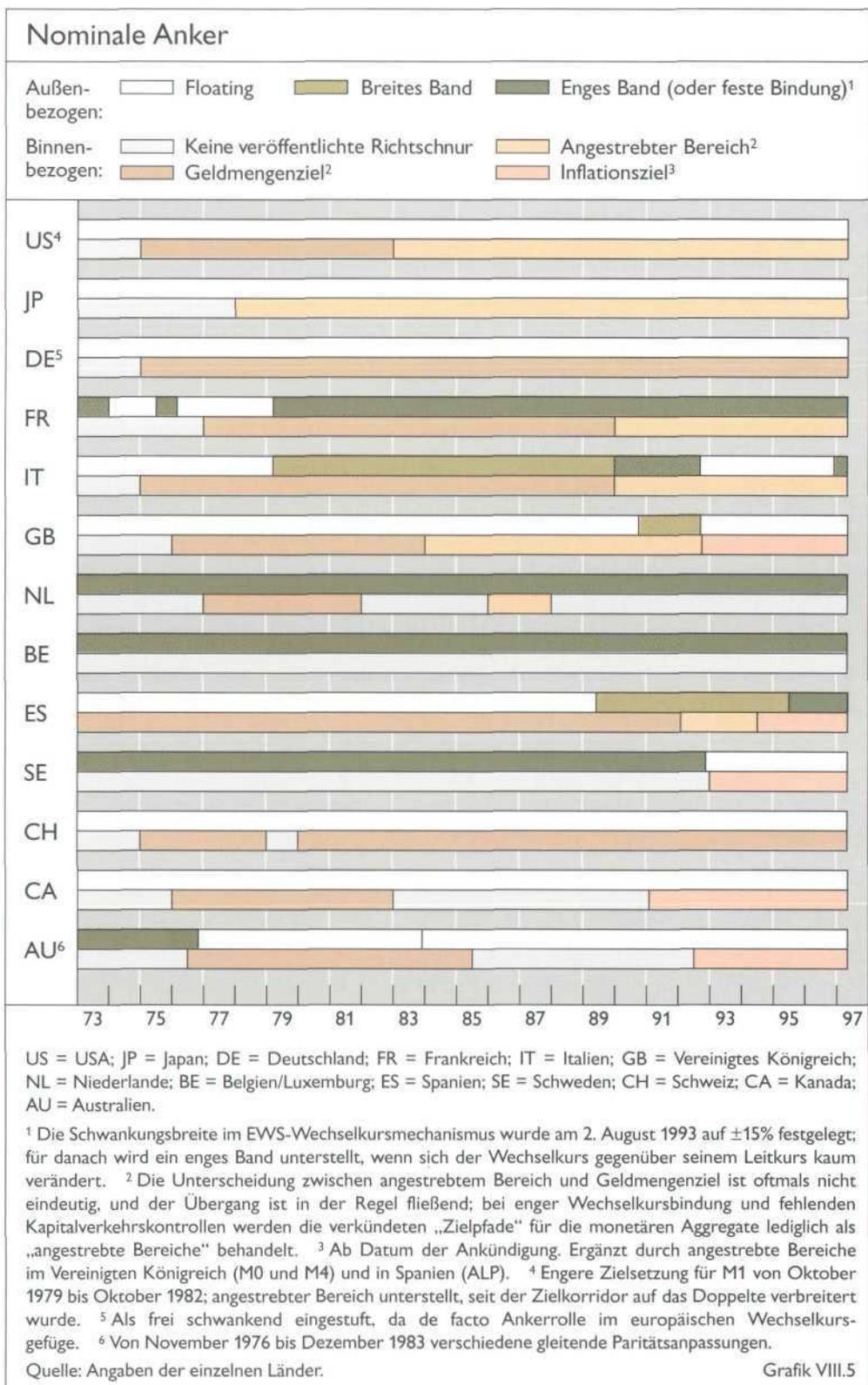
Sommer 1993 anschaulich demonstrierten. Technisch gesehen konnten die Märkte kurzfristig weit mehr Mittel mobilisieren, um die Wechselkursparitäten anzugreifen, als die Währungsbehörden aufbieten konnten, um sie zu verteidigen. Und ohne den Einsatz nicht marktkonformer Mittel zur Begrenzung des Zinsanstiegs konnten die wirtschaftlichen und politischen Kosten der Verteidigung einer Wechselkursbindung leicht untragbar werden. Bei frei schwankenden Wechselkursen andererseits schränkte die Kapitalmobilität die Möglichkeiten der Zentralbanken, eine autonome Geldpolitik zu betreiben, manchmal deutlich und unerwartet ein. Da die Kapitalströme auf die kurzfristigen Renditeaussichten für Vermögenswerte in verschiedenen Währungen sehr stark, auf längerfristige Faktoren wie z.B. die relative preisliche Wettbewerbsfähigkeit jedoch nicht hinreichend reagierten, wurde der Spielraum der nationalen Geldpolitik durch die Wechselkursentwicklung erheblich eingeengt (s. Grafik VIII.4). Auch Maßnahmen, die darauf abzielten, die Wechselkurse allein durch Devisenmarktinterventionen zu beeinflussen, ohne dabei letztlich die Zinssätze anzupassen oder den geldpolitischen Kurs grundsätzlich zu ändern, verloren immer mehr an Wirkung.

Damit hat sich die internationale währungspolitische Ordnung seit den frühen siebziger Jahren zu einer historisch einzigartigen Konstellation gewandelt, nämlich praktisch uneingeschränkten Kapitalbewegungen bei einer reinen Papierwährung und unterschiedlichen Wechselkursregimen. Einen einzelnen „Anker“ für das System als Ganzes, wie es unter dem Goldstandard das Gold oder unter dem Bretton-Woods-System de facto die US-Geldpolitik war, gibt es nicht. Auf weltweiter Ebene haben nur wenige prominente Versuche stattgefunden, die mittelfristigen Ausschläge der Wechselkurse zu begrenzen; zu nennen sind insbesondere das Plaza-Abkommen 1985 und das Louvre-Abkommen 1987, jeweils im Anschluß an die kräftige Aufwertung und nachfolgende Abwertung des US-Dollars. Da ein Fixkurs- oder Quasi-Fixkurssystem angesichts der Macht der Kapitalströme immer weniger aufrechterhalten werden kann, ist es für einzelne Länder bzw. Ländergruppen schwerer geworden, den Wechselkurs als nominalen Anker zu verwenden. In zunehmendem Maße müssen sich die Länder effektiv zwischen frei schwankenden Wechselkursen und beträchtlicher monetärer Integration entscheiden. Die jüngsten Schritte in Richtung einer europäischen Währungsunion können teilweise in diesem Zusammenhang gesehen werden.

Auch Ländern, die sich nicht ausschließlich auf Wechselkursbindungen stützten, erschwerte der Wandel der Rahmenbedingungen im Finanzsektor die Wahl eines nominalen Ankers. Insbesondere verlor der beliebteste Anker, der in den siebziger Jahren eingeführt wurde, nämlich das *Geldmengenziel*, allmählich an Brauchbarkeit (s. Grafik VIII.5).

... ebenso wie  
binnenbezogener  
nominaler Anker

Geldmengenziele hatten eine Reihe von Aufgaben, deren relativer Stellenwert sich in den einzelnen Ländern und je nach der wirtschaftlichen und politischen Lage beträchtlich unterschied. Nachdem die Geldpolitik in der Regel lange Zeit andere Zielsetzungen akkommodiert hatte, unterstrich die Einführung von Geldmengenzielen in einigen Fällen die größere Entschlossenheit der Währungsbehörden, die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Die Geldpolitik in Form von Geldmengenaggregaten statt von Zinssätzen zu formulieren konnte helfen, die Notwendigkeit von unbequemen und manchmal in ihrem Ausmaß noch nie dagewesenen Zinserhöhungen zu verdeutlichen. Wurden die Ziele – wie in



Deutschland – als Teil eines klaren Konzepts veröffentlicht, das Geldmenge und Preise miteinander verband, so konnten sie zu einer Konvergenz der Inflationserwartungen beitragen. Technisch betrachtet: In Zeiten, da es wegen historisch hoher Inflation besonders schwierig war, Inflationserwartungen und damit den notwendigen geldpolitischen Kurs abzuschätzen, war es sicherer, sich bei der

Steuerung der Geldpolitik auf nominale Volumina statt auf Zinssätze zu stützen. Mit dieser Strategie konnte die Gefahr begrenzt werden, daß die kurzfristigen Zinsen zu spät und in zu kleinen Schritten angepaßt wurden, was an der vorangegangenen antizyklischen Ausrichtung oft kritisiert worden war, und systematische Fehler konnten vermieden werden.

Unabhängig von der spezifischen Gestaltung bedarf eine wirksame Geldmengenstrategie in jedem Fall einer zumindest mittelfristig stabilen Beziehung zwischen der als Zwischenziel verwendeten Geldmenge und dem Endziel. Gerade diese Voraussetzung wurde jedoch – vor allem in den achtziger Jahren – durch die wachsende Geschwindigkeit der Arbitrage auf den Finanzmärkten unterhöhlt. Auch wenn andere Einflußgrößen ebenfalls eine Rolle spielten, so waren doch das Aufkommen neuer Instrumente und Zahlungsverkehrstechnologien, der stärkere Wettbewerb, die neu definierten Grenzen zwischen verschiedenen Instituten und Geschäftsbereichen im Finanzsektor, die zunehmende Offenheit der Volkswirtschaften gegenüber Kapitalströmen sowie der leichtere Zugang zu einer breiteren Palette von Kreditquellen Schlüsselfaktoren dafür, daß sich vormals stabile statistische Beziehungen nach und nach auflösten.

Der Wandel der Rahmenbedingungen im Finanzsektor höhlt nicht nur den Nutzen von Geldmengenzielen aus, sondern verstärkte auch zunehmend die Macht der Finanzmarkt„preise“ im weitesten Sinne, die Geldpolitik zu beeinflussen. Die Preise an den Finanzmärkten sind Indikatoren für die Markterwartungen, und mit der größeren Breite und Tiefe der Märkte wuchs ihr potentieller Wert als Hilfsmittel zur Vorausschätzung von Marktreaktionen oder künftigen wirtschaftlichen Entwicklungen. Gleichzeitig können sie das Wirtschaftswachstum beeinflussen, so daß es mit ihrer zunehmenden Bedeutung naturgemäß schwieriger wurde, ihre Entwicklung bei der Festlegung der Geldpolitik außer acht zu lassen. Ferner können sie Instabilitäten im Finanzsektor hervorrufen, was zur Folge hatte, daß ihre großen mittelfristigen Ausschläge zunehmend Beachtung fanden. Gleichzeitig trugen die Schwierigkeiten bei der Beurteilung des Verhaltens der Preise für Vermögenswerte erheblich dazu bei, daß ein gewisses diskretionäres Element in der Geldpolitik unvermeidbar wurde.

Infolge dieser Entwicklungen ist die Suche nach binnenbezogenen nominalen Anker in mancher Hinsicht praktisch zum Ausgangspunkt zurückgekehrt. Heutzutage dürfte Deutschland das einzige Land unter den großen Industrienationen sein, das noch großes Gewicht auf ein Geldmengenziel legt. Hier war das Finanzsystem – was zum Teil beabsichtigt war – geringeren Veränderungen unterworfen. Aber auch hier ist es schwieriger geworden, die Strategie beizubehalten. In anderen Ländern sind die Geldmengenaggregate im allgemeinen zu Indikatoren herabgestuft worden, wobei manchmal mehrere gleichzeitig beobachtet werden. Außer in Ländern mit festen Wechselkurszielen haben die Zinssätze ihre frühere Bedeutung als wichtigste „Symbole“ der Geldpolitik zurückgewonnen. Darüber hinaus wird die Notwendigkeit von Ermessensspielräumen bei der Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklungen für die Steuerung der Geldpolitik als wichtiger denn je eingeschätzt. Vor diesem Hintergrund läßt sich die stärkere Konzentration auf Preisstabilität als längerfristiges Ziel der Geldpolitik, das bisweilen durch ein quantitatives Inflationsziel unterstrichen wird, am besten als Weg interpretieren, die Gefahr einer Wiederholung früherer geldpolitischer Fehler zu begrenzen. Mit

Zunehmende Bedeutung der Preise von Vermögenswerten ...

... wieder größere Beachtung der Zinssätze ...

... und stärkere Konzentration auf Preisstabilität

anderen Worten, ein geringerer Ermessensspielraum im Hinblick auf die Endziele selbst kann den größeren Ermessensspielraum bei der Verfolgung dieser Ziele als Anker für die Geldpolitik wettmachen.

Stabilität im  
Finanzsektor:

Die Wahrung der *Stabilität im Finanzsektor* stützt sich auf zwei einander ergänzende Strategien: Auf der einen Seite steht die Bankenaufsicht, deren Ziel die Förderung der Solidität auf der Ebene der einzelnen Institute ist, auf der anderen die Verbesserung der Widerstandsfähigkeit des gesamten Finanzsystems, d.h. der Beziehungen zwischen verschiedenen Instituten bzw. Märkten, vor allem durch Verbesserung der Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme. In beiden Fällen hat jeweils ein bestimmtes Konzept die Rolle des Ankers übernommen, nämlich die *Eigenkapitalanforderungen* bzw. die *zeitnahe Abwicklung*.

Die wichtigsten  
Anker sind ...

Der Wandel im Finanzsektor machte es erforderlich, den Ansatz zur Wahrung der Solidität der einzelnen Finanzinstitute grundlegend zu überarbeiten. Dem starren Netz von Regulierungen, die – unabhängig von ihrer ursprünglichen Zielsetzung – zu einer Aufsplitterung des Finanzsystems geführt und den Instituten ein beruhigendes Polster an ökonomischer Rente verschafft hatten, durfte diese Aufgabe nicht mehr länger überlassen werden. Um die neuen Freiheiten und Risiken einer deutlich wettbewerbsintensiveren Umgebung zu berücksichtigen, mußte vielmehr der Rahmen für die *Bankenaufsicht* gestärkt werden. Dabei wurde vor allem den Eigenkapitalanforderungen eine größere Rolle zugewiesen als in der Vergangenheit. Der zugrundeliegende Gedanke war, daß die Eigenkapitalausstattung der Institute eine angemessene Unterlegung der eingegangenen Risiken gewährleisten sollte.

Im Gegensatz zum geldpolitischen Bereich war an den internationalen Finanzmärkten die Notwendigkeit einer aktiven Zusammenarbeit mit dem Ziel der Einführung globaler Anker eine starke Motivation für gemeinsame Initiativen. Konkreter Auslöser war nur allzu oft eine Krise im Finanzsektor, die internationale Konsequenzen hatte. So wurden gemeinsame Aufsichtsstandards üblicherweise zunächst für international tätige Banken beschlossen und anschließend auf andere Institute in den betreffenden Ländern ausgedehnt. Das wichtigste Forum der Zusammenarbeit ist der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, der im Jahr 1974 – ursprünglich unter anderem Namen – nach dem Zusammenbruch des Bankhauses Herstatt unter der Ägide der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe gegründet wurde und dessen Mitglieder Zentralbanken und andere Bankenaufsichtsbehörden sind (s. Tabelle VIII.1). Zunächst ging es nicht um die Schaffung von Eigenkapitalanforderungen selbst, sondern um die Notwendigkeit, eine einwandfreie konsolidierte Aufsicht über international tätige Bankinstitute sowie eine eindeutige Verteilung der Zuständigkeiten zwischen Aufsichtsbehörden in Herkunfts- und Aufnahmeland zu gewährleisten („Basler Konkordat“ von 1975 bzw. 1983). Im Jahr 1988 folgte dann als wichtiger Meilenstein die Basler Eigenkapitalvereinbarung, deren wesentliche Ziele darin bestanden, die Eigenkapitalausstattung der Banken zu stärken und für einheitliche Wettbewerbsvoraussetzungen in den unterschiedlichen Aufsichtssystemen zu sorgen.

... Eigenkapital-  
anforderungen auf  
Institutsebene ...

Die Arbitrage auf den Finanzmärkten bedeutete für beide Elemente dieser zweigleisigen Strategie eine Herausforderung. Erstens verlangte die zunehmende Geschwindigkeit, mit der sich das Umfeld im Finanzsektor änderte, nach einer fortlaufenden Weiterentwicklung der Aufsichtsregelungen, damit diese nicht

Ausgewählte gemeinsame Initiativen von Zentralbanken auf Einzelinstitutsebene*		
Jahr	Bereich	Zusammenfassung
1975	Grenzüberschreitendes Bankgeschäft	„Basler Konkordat“. Richtlinien für die Verteilung der Zuständigkeiten bei der Aufsicht über die ausländischen Niederlassungen von Banken zwischen der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes und des Aufnahmelandes.
1983	Grenzüberschreitendes Bankgeschäft	Revidiertes „Basler Konkordat“. Einführung des Prinzips der konsolidierten Aufsicht. Stärkung des ursprünglichen Konkordats, um Aufsichtslücken zu vermeiden, die daraus entstehen, daß bestimmte Finanzplätze oder bestimmte Holding-Strukturen ungenügend beaufsichtigt werden.
1988	Eigenkapitalausstattung	Basler Eigenkapitalvereinbarung. Ziel: Sicherstellung der internationalen Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen. Befaßt sich ausdrücklich nur mit dem Kreditrisiko. Definiert: a) als Eigenkapital zulässige Elemente, b) variable Risikogewichte für mehrere große Kategorien von Risiken in bilanzwirksamen und außerbilanziellen Positionen und c) Mindesteigenkapitalquote von 8% der risikogewichteten Aktiva, davon mindestens 4% Kernkapital (Eigenkapital der Klasse 1), für dessen Komponenten eine vollständig harmonisierte Definition gilt.
1990	Beziehungen zwischen Aufsichtsbehörden	Informationsaustausch zwischen Banken- und Wertpapieraufsichtsbehörden. Vereinbarung über die Notwendigkeit der schrittweisen Beseitigung von Hindernissen für den Austausch aufsichtsrelevanter Informationen zwischen den beiden Gruppen von Aufsichtsbehörden. Prüfung von Wegen zur Erleichterung des Informationsflusses.
1992	Grenzüberschreitendes Bankgeschäft	Mindestanforderungen für die Beaufsichtigung internationaler Bankkonzerne und ihrer grenzüberschreitenden Niederlassungen. Stärkung des Basler Konkordats durch Einführung von Mindestanforderungen für einige seiner Elemente, insbesondere durch Bedingungen, mit denen die Gründung von internationalen Bankinstituten verhindert werden soll, die keiner wirksamen konsolidierten Aufsicht unterliegen oder die unübersichtlichen Konglomeraten angehören.
1994	Derivative Instrumente	Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft (gemeinsam mit der IOSCO). Richtlinien für Aufsichtsbehörden und Bankorganisationen, die ein solides internes Risikomanagement im Derivatgeschäft der Banken fördern sollen; Zusammenführung der Praktiken großer internationaler Banken. (1995 ergänzt durch ein Rahmenkonzept für aufsichtsrelevante Informationen über das Derivatgeschäft von Banken und Wertpapierhäusern.)
1995	Derivative Instrumente/ Handel	Offenlegung des Handels- und Derivatgeschäfts von Banken und Wertpapierhäusern (gemeinsam mit der IOSCO). Überblick über die Offenlegungspraktiken und Empfehlungen für deren Verbesserung; Betonung der Notwendigkeit, ausreichend Informationen für die Beurteilung der Angemessenheit von Risikomanagement-Systemen zur Verfügung zu stellen (aufbauend auf dem vorgenannten Bericht von 1995 und zum Teil auf Konzepten, die 1994 im sogenannten Fisher-Report des Ständigen Ausschusses für Euromarktangelegenheiten der G10-Länder, dem Diskussionspapier <i>Public disclosure of market and credit risks by financial intermediaries</i> , entwickelt wurden).
1995	Beziehungen zwischen Aufsichtsbehörden	Aufsicht über Finanzkonglomerate. Bericht der (informellen) Tripartite Group von Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden, der die relevanten Aspekte untersucht und eine Anzahl von Empfehlungen für die Verbesserung der Aufsichtsverfahren vorlegt.

Fußnote s. Tabelle gegenüber.

Tabelle VIII.1

veralteten. Der Arbitrageprozeß hatte zum Teil eine eigene Dynamik und Richtung, zum Teil stand dahinter aber auch der gezielte Versuch, das vorgeschriebene Eigenkapital gering zu halten. Fortschritte im Finanzmanagement eröffneten den Instituten zusätzliche Gelegenheiten, ihre vorgeschriebene Eigenkapitaldecke bei gleicher oder möglicherweise sogar höherer Risikoposition zu verringern. Zweitens konnte sich der Ansatz einheitlicher aufsichtsrechtlicher Voraussetzungen nicht allein auf Banken beschränken, denn die verschiedenen Kategorien von Finanzinstituten drangen immer mehr in die Geschäftsfelder der jeweils anderen vor, und ihre Geschäftstätigkeiten überschnitten sich zunehmend. Entsprechender Druck wurde sowohl von seiten der Aufsichtsbehörden ausgeübt, für die der Spielraum für Aufsichtsarbitrage Anlaß zur Sorge war, als auch von den Instituten selbst, die Wettbewerbsnachteile fürchteten. Darüber hinaus ließ der Abbau

Ausgewählte gemeinsame Initiativen von Zentralbanken auf Einzelinstitutsebene* (Forts.)		
Jahr	Bereich	Zusammenfassung
1996	Eigenkapitalausstattung	<i>Änderung der Eigenkapitalvereinbarung zur Einbeziehung der Marktrisiken.</i> Aufstellung von Mindesteigenkapitalanforderungen zur Unterlegung von Marktrisiken (aus Änderungen von Zinssätzen und Aktienkursen – nur im Handelsbestand – sowie von Wechselkursen und Warenpreisen). Sieht zwei Möglichkeiten vor: a) Standardverfahren auf der Basis eines einheitlichen Risikomessungsrahmens, b) Verfahren auf der Basis bankeigener Modelle, wonach die Banken ihre internen Modelle für die Messung des Risikos verwenden dürfen, sofern eine Reihe qualitativer und quantitativer Kriterien erfüllt sind und erfolgreiche Rückvergleiche („backtesting“) durchgeführt werden.
1996	Eigenkapitalausstattung	<i>Multilateral netting of forward value foreign exchange transactions.</i> In einer Änderung der Eigenkapitalvereinbarung mit Wirkung von Ende 1995 war die Anerkennung bilateraler Nettingvereinbarungen (als Mechanismen zur Reduzierung von Kreditrisikoengagements) auf alle nach dem einschlägigen Recht als wirksam erachteten und die im Lamfalussy-Report genannten Mindestanforderungen erfüllenden Vereinbarungen ausgedehnt worden (s. Tabelle VIII.2). Das neue Papier enthält Richtlinien für die Ermittlung der Eigenkapitalanforderungen bei multilateralen Nettingvereinbarungen.
1996	Grenzüberschreitendes Bankgeschäft	<i>Grenzüberschreitende Bankenaufsicht.</i> Gemeinsam mit der Offshore-Gruppe von Bankenaufsichtsbehörden erstellter Bericht mit 29 Empfehlungen, der darauf abzielt, die Hindernisse für eine wirksame Aufsicht über das Auslandsgeschäft der Banken zu verringern.
1997	Zinsänderungsrisiko	<i>Grundsätze für das Management des Zinsänderungsrisikos.</i> Konsultativpapier mit 12 Grundsätzen für die Beurteilung der Angemessenheit der Handhabung des Zinsänderungsrisikos durch die Banken.
1997	Grundsätze	<i>Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht.</i> Konsultativpapier mit 25 Aufsichtsprinzipien zur Festlegung von Voraussetzungen in den folgenden Bereichen: wirksame Bankenaufsicht, Zulassung und Struktur der Institute, aufsichtliche Vorschriften und Mindestanforderungen, Methoden der laufenden Bankenaufsicht, Informationsbedarf, formelle Befugnisse der Aufsichtsbehörden, grenzüberschreitendes Bankgeschäft. Als Bezugsbasis für Aufsichts- und andere Behörden in allen Ländern sowie auf internationaler Ebene konzipiert.

\* Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, dessen Mitglieder Vertreter der Zentralbanken sowie gegebenenfalls anderer Bankenaufsichtsbehörden der Länder der Zehnergruppe sind. Tabelle VIII.1

anderer Beschränkungen für die Handlungsfreiheit der Banken deutlich werden, wie stark Eigenkapitalanforderungen gegebenenfalls die Wettbewerbsbedingungen beeinflussen können.

Daraufhin wurde die Zusammenarbeit – auf nationaler wie auf internationaler Ebene – allmählich über die Bankenaufsicht hinaus auf die Aufsicht über Wertpapierhäuser und Versicherungsunternehmen ausgedehnt (s. Tabelle VIII.1). Die komplexe Problematik der Arbitrage erschwerte es jedoch auf unerwartete Weise, das richtige Verhältnis zwischen dem herrschenden Laissez-faire-Gedanken und dem Schutz vor Instabilität im Finanzsektor zu finden. Mit einigen der neueren Initiativen wurde versucht, die beiden Seiten besser miteinander zu vereinbaren (s. weiter unten).

Die spektakuläre Ausweitung und Internationalisierung des Zahlungsverkehrs und der Abwicklung kann als unvermeidliches Nebenprodukt der Arbitrage auf den Finanzmärkten gesehen werden. Durch sie hat sich die Rolle, die dem Zahlungsverkehrssystem bei der Ausbreitung von Finanzmarktstörungen zugeschrieben wird, geändert. Früher breiteten sich Störungen vor allem über eine allgemeine Flucht von einem Zahlungsmittel in ein anderes, nämlich von Bankanlagen in Bargeld, aus. In den vergangenen 25 Jahren hat sich der Schwerpunkt eindeutig zu den bei der Durchführung der Geschäfte eingegangenen Bonitäts- und

Liquiditätsrisiken verschoben. Diese Risikopositionen sind zwar nur von kurzer Dauer, nahmen aber im Vergleich zu den bilanzierten Risikopositionen und zum Eigenkapital der Institute einen sehr großen Umfang an. Dies galt ganz besonders bei aktiven Anbietern von Zahlungsverkehrsdienstleistungen für Großkunden. Ereignisse wie die Krise um das Bankhaus Herstatt 1974 (eine vergleichsweise kleine Bank mit Schwerpunkt Devisenhandel), der Börsenkrach 1987 und der Zusammenbruch von Drexel Burnham Lambert 1990 sowie von Barings 1995 sind nur einige Beispiele dafür, in welchem Ausmaß Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme Schwierigkeiten im Finanzsektor übertragen und verstärken können.

Da üblicherweise die Zentralbanken für die Überwachung des Zahlungsverkehrssystems verantwortlich sind, waren sie naturgemäß in einer guten Ausgangsposition, um konzertierte Gegenmaßnahmen zu initiieren. Wie im Falle der Bankenaufsicht spielte die internationale Zusammenarbeit der G10-Zentralbanken eine entscheidende Rolle dabei, eine gemeinsame Einschätzung der Fragen zu erreichen, Vorgehensweisen herauszuarbeiten und Initiativen auf den Weg zu bringen (s. Tabelle VIII.2). Als Anker diente in diesem Fall das Konzept der „zeitnahen Abwicklung“. Dahinter steht die Überlegung, daß mit dem Sicherstellen der endgültigen Erfüllung von Transaktionen eine wichtige zusätzliche Quelle von Unsicherheiten im Finanzsystem beseitigt wird und die übermäßige Konzentration von Risiken bei den Anbietern von Abwicklungsdienstleistungen begrenzt werden kann. Auf diesem Wege kann dazu beigetragen werden, vorübergehende Liquiditätsengpässe von fundamentalen Solvenzproblemen abzugrenzen und die Ausbreitung finanzieller Anspannungen einzudämmen.

... und zeitnahe  
Abwicklung auf  
Systemebene

Ausgehend vom Konzept der zeitnahen Abwicklung wurde vier miteinander zusammenhängenden und besonders wichtigen Bereichen spezielle Aufmerksamkeit geschenkt, nämlich Großbetragsüberweisungssystemen für den Interbankverkehr sowie der Abwicklung im Wertpapier-, Devisen- und Derivatengeschäft (s. den 64. Jahresbericht der BIZ). Je nach der spezifischen Rolle der einzelnen Zentralbanken in den verschiedenen Bereichen reichten die Vorgehensweisen von einer Förderung privater Initiativen bis hin zu der unmittelbaren Umsetzung der notwendigen Maßnahmen.

Die Stabilität der Großbetragsüberweisungssysteme, der Eckpfeiler des modernen Zahlungsverkehrs, wurde dadurch gestärkt, daß die Einführung von Echtzeit-Bruttoabwicklungssystemen („real-time gross settlement systems“, RTGS-Systemen) und der Ausbau der multilateralen Nettoabwicklungssysteme vorangetrieben wurden. Bei den Nettoabwicklungssystemen hat sich die Einrichtung von Haftungsverbundregelungen und von Liquiditätsfazilitäten zur Absicherung als besonders nützlich erwiesen; ihr Zweck ist es, die Abwicklung im System auch beim Ausfall einzelner Institute zu gewährleisten. Verbesserungen im Hinblick auf die Sicherheit von Wertpapierabwicklungssystemen stützten sich hauptsächlich auf eine Verkürzung der Zeitspanne zwischen Abschluß und Abwicklung sowie auf die Einführung des Prinzips Lieferung gegen Zahlung. Damit wird für die Geschäftsparteien das beträchtliche Erfüllungsrisiko ausgeschaltet, das sich daraus ergibt, daß womöglich nur eine Seite des Geschäfts zur Durchführung kommt. Beim Devisenhandel bestand ein entscheidender erster Schritt darin, die einzelnen Banken zu einer wirksameren Steuerung ihrer Risikoengagements bei

## Ausgewählte gemeinsame Initiativen von Zentralbanken auf der Ebene des Finanzsystems

Jahr	Bereich	Zusammenfassung
1990	Interbank-Netting	<i>Bericht des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe (Lamfalussy-Report)</i> . Empfiehlt eine Reihe von Mindestanforderungen für den Betrieb grenzüberschreitender und mehrere Währungen einbeziehender Nettingssysteme und stellt Grundsätze für eine kooperative Beobachtung und Überwachung durch die Zentralbanken auf. Betont die Notwendigkeit einer wohlfundierten Rechtsgrundlage und klar festgelegter Verfahren für die Handhabung des Bonitäts- und des Liquiditätsrisikos. Mindestens sollten solche Systeme die zeitnahe (tägliche) Abwicklung auch dann sicherstellen, wenn der Teilnehmer mit der größten einzelnen Nettoschuldnerposition ausfällt. Basismodell für alle späteren multilateralen Nettingssysteme, einschl. rein inländischer Systeme. (Baut auf einem Bericht von 1989 auf.)
1992	Abwicklung von Wertpapiergeschäften	<i>Lieferung gegen Zahlung in Wertpapierabwicklungssystemen (G10)</i> . Definiert und analysiert die Arten und Quellen von Risiken, die mit der Abwicklung von Wertpapiergeschäften zwischen Teilnehmern desselben Abwicklungssystems verbunden sind. (1995 erschien ein Nachfolgepapier über die grenzüberschreitende Abwicklung von Wertpapiergeschäften.)
1993	Großbetragsüberweisungssysteme	<i>Gemeinsame Mindestanforderungen für inländische Zahlungsverkehrssysteme (EU)</i> . Stellt Mindestanforderungen für Großbetragsüberweisungssysteme auf und empfiehlt, möglichst bald ein System für die Bruttoabwicklung in Echtzeit (RTGS-System) einzuführen, über das so viele Großbetragszahlungen wie möglich abgewickelt werden sollten. Dementsprechend beginnt das EWI 1994 mit einem Projekt zur Verknüpfung der inländischen RTGS-Systeme (TARGET), dem 1995 ein ausführlicher Bericht folgt.
1994	Elektronisches Geld	<i>Report on prepaid cards (EU)</i> . Analysiert diese neue Technologie im Zahlungsverkehr und empfiehlt, daß die Ausgabe von Mehrzweck-Wertkarten nur Kreditinstituten (Banken) gestattet sein sollte.
1996	Abwicklung im Devisenhandel	<i>Erfüllungsrisiko bei Devisenhandelstransaktionen (G10)</i> . Liefert eine eindeutige Definition des Erfüllungsrisikos bei der Abwicklung von Devisenhandelsgeschäften, ein entsprechendes Verfahren für die Messung dieses Risikos und eine Strategie für seine Minderung. Die Strategie umfaßt auch unterstützende Maßnahmen von einzelnen Banken, Gruppen des Kreditgewerbes und Zentralbanken.
1996	Derivatmärkte	<i>Proposal for improving global derivatives market statistics (G10)</i> . Legt einen ausführlichen Vorschlag für die regelmäßige (halbjährliche) Erhebung und Veröffentlichung von statistischen Daten über das außerbörsliche Derivatgeschäft vor (Nachfolgebericht zu einem Bericht von 1995).
1996	Elektronisches Geld	<i>Implications for central banks of the development of electronic money (BIZ)</i> . Analysiert die grundsätzlichen Fragestellungen, die für die Zentralbanken von besonderem Interesse sind, darunter Fragen im Zusammenhang mit der Überwachung von Zahlungsverkehrssystemen, Seigniorage, Geldpolitik und Bankenaufsicht.
1997	Abwicklung von Wertpapiergeschäften	<i>Disclosure framework for securities settlement systems (G10 und IOSCO)</i> . Spricht sich für Transparenz im Betrieb von Wertpapierabwicklungssystemen aus, damit die Teilnehmer ihre Rechte, Pflichten und Risikoengagements genauer kennen.
1997	Großbetragsüberweisungssysteme	<i>Real-time gross settlement systems (G10)</i> . Befaßt sich mit den Risiken und der Gestaltung von Echtzeit-Bruttoabwicklungssystemen (RTGS-Systemen).
1997	Abwicklung im Derivatgeschäft	<i>Clearing arrangements for exchange-traded derivatives (G10)</i> . Beschreibt die Struktur der bestehenden Clearingvereinbarungen und zeigt potentielle Schwachstellen auf. Dazu gehören z.B. Unangemessenheit der Mittel der Clearingorganisation beim Ausfall von Clearingmitgliedern nach starken Preisausschlägen, mangelnde Intraday-Überwachung der Positionen der Mitglieder sowie der Einsatz von Zahlungsverkehrsarrangements, die keine zeitnahe Abwicklung während des Tages sicherstellen.

Tabelle VIII.2

der Abwicklung zu ermutigen. Zusätzlich verfolgten die Zentralbanken eine zweigleisige Strategie: Sie förderten das Netting von Abschlüssen sowie die Einrichtung von gut strukturierten privaten Mehrwährungs-Abwicklungssystemen, die vor allem auf der Anwendung verschiedener Formen des Prinzips Zahlung gegen

Zahlung aufbauen, und sie unterstützten diese Systeme durch Verbesserung der nationalen Großbetragsüberweisungssysteme, über die die Abschlüsse letztlich abgewickelt werden. In jüngerer Zeit haben die Zentralbanken auf mögliche Schwachstellen beim Clearing von Derivatgeschäften hingewiesen und Gegenmaßnahmen vorgeschlagen, nicht zuletzt spezielle Mechanismen, die die zeitnahe Abwicklung innerhalb des Tages gewährleisten.

#### *Informationen, Anreize und Glaubwürdigkeit*

Der Rohstoff der Märkte sind Informationen, ihr Antriebsmotor ist das individuelle Gewinnstreben. Angesichts der größeren Reichweite und Dynamik der Marktkräfte mußte bei der Umsetzung finanzmarktpolitischer Maßnahmen das Diktat immer häufiger dem sanften Appell weichen. Den Märkten konnte man nichts befehlen, sondern man mußte ihnen gute Gründe geben, weshalb sie etwas tun sollten. Dies erklärt den zunehmenden Trend zur Transparenz sowie zur Beachtung von Anreizen und Glaubwürdigkeit.

In der *Geldpolitik* hat die wachsende Sanktionsmacht der Finanzmärkte den Trend zu verbesserter Transparenz auf verschiedenen Ebenen beeinflusst. Auf der Ebene der Ziele förderte die tiefverwurzelte Abneigung der Märkte und insbesondere der Anleihegläubiger gegen die Inflation allmählich ein expliziteres anti-inflationäres Engagement. Auf der Ebene der Strategien mußte bewiesen werden, daß dieses Engagement durch konsequente Pläne gestützt wurde. Auf der Ebene der konkreten Umsetzung wurden klare Signale bezüglich des beabsichtigten geldpolitischen Kurses immer wichtiger, um diesen Kurs auch halten zu können. Natürlich geht die Bedeutung der Transparenz als Mittel zur Beeinflussung des Verhaltens weit über die Finanzmärkte hinaus. Transparenz bezüglich Zielen und Strategien kann hilfreich sein, die Entscheidungen aller Wirtschaftssubjekte zu leiten und den notwendigen Rückhalt für Maßnahmen in der Bevölkerung insgesamt zu sichern. Sie ist auch eine Voraussetzung für politische Verantwortlichkeit, was vor allem für die Zentralbanken wichtig ist, die einen vergleichsweise hohen Grad an Unabhängigkeit genießen. Dennoch sind es die Finanzmärkte, die für ihre unmittelbaren Gewinn/Verlust-Entscheidungen am stärksten auf Transparenz angewiesen sind und die ihre Macht – nicht zuletzt durch ihren Einfluß auf Zinssätze und Wechselkurse – am deutlichsten spüren lassen können.

In Ländern mit expliziten Inflationszielen war der Trend der neunziger Jahre zu größerer Transparenz bezüglich Zielen und Strategien wahrscheinlich am ausgeprägtesten (s. Grafik VIII.5). Stets erhöhte sich dabei auch die Transparenz hinsichtlich der den Entscheidungen zugrunde liegenden Informationen und der Einschätzung der Zentralbank in bezug auf den Transmissionsprozeß. In einigen Ländern, darunter das Vereinigte Königreich und Neuseeland, wurden sogar die Inflationsprognosen der Zentralbank selbst veröffentlicht. In den Routineoperationen der Geldpolitik war der Trend zur Transparenz noch weiter verbreitet, wenn auch vielleicht weniger auffällig. Ziel der größeren Transparenz war es, einen stärkeren Marktbezug der Geldpolitik, wie er im geringeren Einsatz von ständigen Fazilitäten und Mindestreserven zum Ausdruck kommt, mit dem Erhalt der engen Kontrolle über die als Zwischenziele dienenden kurzfristigen Zinsen zu vereinbaren. Erhöhte Transparenz hinsichtlich des angestrebten Zinsniveaus wird auf zweierlei Weise praktiziert. Zum einen werden explizit Werte für Zwischen-

Geldwertstabilität:  
Zunehmende  
Macht der Märkte  
unterstreicht  
Bedeutung von ...

... Transparenz ...

... Markt-  
anreizen ...

ziele veröffentlicht, seien es Punktziele (Australien und USA), spezifische Bandbreiten (Kanada) oder allgemeine Hinweise auf angemessene Niveaus (zuletzt in Japan). Zum anderen werden – wie in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern – offen diejenigen Tendersverfahren bevorzugt, die die Entscheidung der Zentralbank bezüglich der Zinssätze deutlicher machen, z.B. also Mengentender statt Zinstender.

... und Glaubwürdigkeit

Transparenz allein reicht allerdings nicht aus, um das Verhalten zu beeinflussen. Ihre Wirksamkeit hängt von der Glaubwürdigkeit der offengelegten Informationen ab. Diese Glaubwürdigkeit kann jedoch nur im Laufe der Zeit, nämlich durch eine Übereinstimmung von Informationen und Fakten, erreicht werden. Ein Signal einer zinspolitischen Absicht verliert seinen Wert, wenn die nachfolgenden Handlungen ihm nicht entsprechen. Die Verkündung einer offiziellen Sicht zur Funktionsweise der Wirtschaft oder zur Gültigkeit der Geldpolitik kann, sofern sie nicht ohnehin von den Märkten geteilt wird, nur eine begrenzte Wirkung haben, wenn sie nicht durch die Ereignisse untermauert wird. Eine Erklärung zur festen Verpflichtung auf Preisstabilität dürfte eher geglaubt werden, wenn die Märkte der Ansicht sind, daß die Geldpolitik insgesamt damit im Einklang steht. Aber längerfristig wird sich diese Verpflichtung – unabhängig von ihrer Ernsthaftigkeit und sogar unabhängig vom Vertrauen in ihre Ernsthaftigkeit – auf den Märkten nur dann positiv auswirken, wenn die Währungsbehörden immer wieder ihre Bringschuld erfüllen. Der in allen Ländern feststellbare enge Zusammenhang zwischen dem Niveau der langfristigen Zinsen und der Inflationgeschichte erinnert hieran nur zu deutlich (s. Grafik VIII.6).

Bedeutung der Zentralbankautonomie

Durch die enge Beziehung zwischen konsequentem Verhalten und Glaubwürdigkeit gewinnen Vorkehrungen an Bedeutung, die die Risiken und Kosten einer „Nichterfüllung“ durch die Zentralbanken begrenzen. Dies ist letztlich der Zweck der jüngsten Maßnahmen, die den Zentralbanken größere Autonomie oder „Unabhängigkeit“ geben und ihr Mandat stärker auf Preisstabilität ausrichten (s. Tabelle VIII.3). Damit soll erreicht werden, daß die Zentralbanken weniger anfällig für einen eventuellen Druck werden, über die Grenzen einer angemessenen



## Autonomie der Zentralbanken: Ausgewählte Entwicklungen\*

Land	Jahr	Zusammenfassung
Belgien	1993	Ein neues Gesetz sieht vor, daß die Regierung Beschlüsse der Zentralbank in deren Zuständigkeitsbereich, einschl. der Geldpolitik, nicht aufheben kann. Kreditgewährung an den Staat ist verboten.
Deutschland	1994	Kassenkredite an die Regierung werden abgeschafft.
Frankreich	1993	Neues Gesetz gibt der Zentralbank die Zuständigkeit für die Formulierung und nicht nur die Durchführung der Geldpolitik und legt Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik fest. Die Regierung kann der Zentralbank keine Weisungen geben und keinen Kredit von ihr erhalten.
Italien	1981	Die Pflicht zur Übernahme von Schatzwechselemissionen wird aufgehoben.
	1992	Die Zentralbank erhält Autonomie bei der Festsetzung des Diskontsatzes.
	1993	Verbot der Kreditgewährung an die Regierung (die zuvor bis zu einer festgelegten Obergrenze automatisch erfolgte); ausschließliches Recht zur Festsetzung der Mindestreserve.
Japan	1997	Gesetzesvorlage für ein neues Zentralbankstatut: Preisstabilität als explizites Ziel festgeschrieben; das Finanzministerium verliert sein Recht, der Zentralbank Weisungen hinsichtlich ihrer Geschäfte zu geben, Prüfungen durchzuführen, höhere Mitarbeiter der Zentralbank zu entlassen und permanent in ihrem Direktorium vertreten zu sein. Ausweitung der Rechenschaftspflicht durch regelmäßige Berichte an das Parlament, Veröffentlichung der Protokolle zur Zentralbankpolitik und Genehmigung der Bestellung der drei höchsten Zentralbankmitarbeiter durch das Parlament.
Niederlande	1993	Die Verpflichtung, der Regierung Kontokorrentkredite zu gewähren, wird abgeschafft.
Schweden	1989	Neues Zentralbankstatut formalisiert und stärkt die Autonomie der Zentralbank: Rechtsverantwortung gegenüber dem Parlament statt der Regierung, Autonomie in geldpolitischen Beschlüssen, Verlängerung der Amtszeit des Zentralbankpräsidenten und Verringerung der politischen Einflußnahme auf seine Bestellung.
Spanien	1994	Ein neues Gesetz gewährt der Zentralbank Autonomie bei der Formulierung und Durchführung der Geldpolitik mit Preisstabilität als deren oberstem Ziel. Verlängerung der Amtszeit des Zentralbankpräsidenten und seines Stellvertreters. Das Gesetz verbietet die Finanzierung des Staates.
USA	1978	Nach dem Full Employment and Balanced Growth Act muß die Zentralbank mehrere Ziele verfolgen, darunter Vollbeschäftigung und Vollauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten, ausgewogenes Wachstum und angemessene Preisstabilität. Die Zentralbank ist verpflichtet, halbjährlich Bericht zu erstatten über ihren Fortschritt bei der Erreichung der Endziele sowie über ihre Pläne für den Wachstumskorridor der Geldmengen und Kreditaggregate und deren Einhaltung (über diese wird seit 1975 gemäß der House Concurrent Resolution 133 vierteljährlich Bericht erstattet).
Vereinigtes Königreich	1992–	Der Schatzkanzler bittet die Zentralbank, eine unabhängige Beurteilung der Fortschritte bei der Erfüllung der Inflationsziele abzugeben (1992). Die Zentralbank kann den Zeitpunkt einer Änderung der geldpolitischen Zinssätze selbst bestimmen, vorausgesetzt, die Änderung erfolgt vor der folgenden Monatssitzung mit dem Schatzkanzler (1993). Veröffentlichung der Protokolle der Monatssitzungen, in denen die Zentralbank dem Schatzkanzler unabhängige Ratschläge erteilt (1994).
	1994	
	1997	Die Zentralbank erhält die Befugnis, die kurzfristigen Zinssätze selbständig festzusetzen; die Regierung kann keine Weisungen erteilen (außer unter besonderen Umständen); für geldpolitische Beschlüsse ist ein neuer Ausschuß zuständig.

\* Ähnliche Entwicklungen haben in mehreren anderen Ländern stattgefunden, darunter auch in aufstrebenden Volkswirtschaften.

Tabelle VIII.3

Geldpolitik hinauszugehen, um vorübergehende Beschäftigungs- oder Produktionszuwächse anzustreben. Ein solcher Druck ist in einem Umfeld, in dem sich die Vorteile üblicherweise schnell einstellen, die dauerhaften inflationären Folgewirkungen aber erst mit der Zeit sichtbar werden, nur zu natürlich. Die Ungewißheit, die der wirtschaftliche Wandel zwangsläufig mit sich bringt, kann überzeugende Gründe dafür liefern, daß diesbezügliche Erfahrungen der Vergangenheit unberücksichtigt bleiben. In einer Welt, in der der Erfolg der Geldpolitik in so hohem Maße von Ermessensentscheidungen abhängig ist, läßt sich ein konse-

quentes Verhalten weniger durch relativ straffe Regeln erreichen als vielmehr durch ein eindeutiges Mandat, Autonomie im Handeln sowie Mechanismen, die die Zentralbank für die Erreichung der vorgeschriebenen Ziele verantwortlich machen. Nachdem mit der Einführung reiner Papierwährungen ein wichtiger Schutzwall gegen eine inflationär ausgerichtete Geldpolitik – nämlich die Einlösungspflicht – beseitigt wurde, wird diese Unabhängigkeit zusätzlich entscheidend dadurch gestärkt, daß die Kreditgewährung der Zentralbank an den Staat begrenzt wird. Auf diese Weise wird eine wichtige neue Sicherheitseinrichtung geschaffen. Überlegungen wie diese, gestützt durch historische Erfahrungen, sind auch in die Satzung der zukünftigen Europäischen Zentralbank eingegangen.

Stabilität im  
Finanzsektor:

Verschiebung des  
Schwergewichts  
sowohl in der  
Bankenaufsicht ...

Auf dem Gebiet der *Bankenaufsicht* war der Trend zu größerer Transparenz womöglich noch ausgeprägter. Der Markt sollte in die Lage versetzt werden, einzelne Institute besser zu disziplinieren und unter Bonitäts Gesichtspunkten zwischen ihnen zu differenzieren. Diese Anstrengungen waren vor allem deshalb besonders nützlich, weil die zunehmende Komplexität des Finanzgeschäfts es immer schwieriger machte, die von den Instituten eingegangenen Risiken zu beurteilen. Der wichtigste Schritt war die Verbesserung der Offenlegung von Kredit- und Marktrisiken, insbesondere im Zusammenhang mit der wachsenden Verwendung von Derivaten (s. Tabelle VIII.1). Da publizierte Informationen jedoch nie aktuell genug sein können, um der Geschwindigkeit gerecht zu werden, mit der sich Risikoprofile heutzutage ändern können, ist darüber hinaus ein Konsens im Entstehen, daß sich die Angaben der einzelnen Institute nicht mehr nur auf ein statisches Bild der wirtschaftlichen Ergebnisse, der Qualität des Forderungsbestands und der wichtigsten Risiken beschränken sollten. Vielmehr sollten sie die Märkte in die Lage versetzen, sich – insbesondere durch Rückvergleiche mit den Risikoprognosen – ein Bild von der Angemessenheit der Risikomanagement-Systeme zu machen. Außerdem befassen sich die Aufsichtsbehörden mit der wachsenden Unübersichtlichkeit der Organisationsstrukturen als Folge des Entstehens komplexer Konglomerate, die funktionale, geographische und aufsichtsrechtliche Grenzen überspannen (s. Tabelle VIII.1).

Ferner wird verstärkt darauf abgestellt, die Anreize zu umsichtigem Verhalten für die Marktteilnehmer zu verbessern. In diese Kategorie fallen auch die Eigenkapitalstandards. Eigenkapital stellt nicht nur ein Polster gegen Verluste dar, sondern ist auch konkreter Ausdruck des langfristigen Engagements der Eigentümer im Hinblick auf den Fortbestand des Unternehmens. Da die Eigenkapitalanforderungen die Aktionäre unmittelbarer in das Risikoprofil eines Instituts einbinden, können sie einen Teil der Disziplinierungsaufgabe von der Bankenaufsicht auf die Märkte selbst übertragen. In jüngerer Zeit wurden außerdem Schritte unternommen, die Einschätzungen der Aufsichtsbehörden und der Geschäftsleitungen, wie ein angemessenes Eigenkapitalpolster aussehen sollte, besser miteinander zu vereinbaren; damit wird auch der Anreiz zur Aufsichtsarbitrage geringer. Das beste Beispiel hierfür ist, daß bei der Berechnung der Eigenkapitalanforderungen zur Unterlegung von Marktrisiken nunmehr interne Modelle für die Risikomessung zugelassen sein werden (s. Tabelle VIII.1).

Was die Aufsicht auf Systemebene betrifft, insbesondere bei *Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen*, können viele der bereits genannten Schritte

zum Teil als Versuch angesehen werden, die Transparenz der in den Systemen enthaltenen Risiken zu erhöhen und die Anreize für Teilnehmer zu begrenzen, individuelle Maßnahmen zu ergreifen, die – selbst wenn für sich genommen gerechtfertigt – nicht mit der Stabilität des Systems als Ganzes vereinbar sind. Eine Bruttoabwicklung in Echtzeit kann die Systeme transparenter und besser steuerbar machen, weil die Verkettung von Risikoengagements aus noch nicht abgewickelten Geschäften reduziert wird. Die Abwicklung durch Lieferung bzw. Zahlung gegen Zahlung begrenzt die Gefahr, daß im Falle von Marktanspannungen der Markt blockiert oder ein Dominoeffekt in Gang gesetzt wird; diese Gefahr ergibt sich aus der Tendenz der Teilnehmer, sich in solchen Fällen instinktiv aus Geschäften zurückzuziehen, weil sie fürchten, daß die Gegenpartei ihren Verpflichtungen nicht nachkommen wird. Liquiditätspools und Haftungsverbundregelungen können dieses Risiko noch weiter senken, da sie eine Abwicklung auch bei Ausfällen einzelner Teilnehmer erlauben. Die damit einhergehende größere Vorhersagbarkeit und Transparenz im Hinblick auf die Bewältigung sich abzeichnender Spannungen kann ebenso dazu beitragen, ihre Verbreitung einzudämmen. In diesen allgemeinen Rahmen fügen sich auch die neueren Initiativen ein, die eine Verbesserung der Offenlegungsstandards für Wertpapierabwicklungssysteme oder der Statistiken zu Derivatmärkten anstreben (s. Tabelle VIII.2).

... als auch in der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen

Schließlich wurden bei der Aufsicht sowohl auf Einzelinstitutsebene als auch auf Systemebene die Bemühungen verstärkt, die Konsequenzen offizieller Eingriffe zu mildern, die den Marktakteuren in Notlagen Schutz gewähren. Zwar können solche Interventionen verhindern, daß sich begrenzte Liquiditätsschwierigkeiten zu echten Solvenzproblemen ausweiten, aber indem sie die Akteure vor nachteiligen Entwicklungen abschirmen, können sie auch den Anreiz zu umsichtigem Verhalten verringern (d.h. „moral hazard“ hervorrufen). Bei Fehlen angemessener Absicherungen können sie damit potentiell sogar die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsunfähigkeit erhöhen. Da die Marktkräfte im neuen finanzwirtschaftlichen Umfeld weitaus mehr Freiheiten und größere Reichweite haben, sind diese Bemühungen um so wichtiger.

Eine verbreitete Strategie bestand in dem Bestreben, das Ausmaß der – oft impliziten – Garantien für die Verbindlichkeiten der Banken zu begrenzen, und zwar entweder durch Einführung einer ausdrücklich beschränkten Einlagensicherung für private Einleger oder durch Verschärfung der bestehenden Regelungen. Von ähnlichen Überlegungen motiviert waren in den USA die Einführung von risikobezogenen Einlagensicherungsprämien, das Überdenken der „too big to fail“-Doktrin sowie die Festlegung von Obergrenzen und Gebühren für Intraday-Kredite der Zentralbank. Ein komplementärer Ansatz bestand darin, nicht die Garantien selbst zu verringern, sondern die Wahrscheinlichkeit zu reduzieren, daß sie aufgrund falscher Anreize für die Behörden eingesetzt werden. So haben einige Länder Regelungen eingeführt, die dafür sorgen, daß die Aufsichtsbehörden zwar in abgestufter Form, aber auf jeden Fall rasch eingreifen (einschl. der frühzeitigen Schließung angeschlagener Institute), um die Gefahr eines zu langen Abwartens zu begrenzen.

Allerdings hängt der Erfolg der beschriebenen Regelungen zur Begrenzung des „moral hazard“ – ebenso wie bei der Geldpolitik – von der Glaubwürdigkeit der Regelungen ab. Dabei wird diese Glaubwürdigkeit nur teilweise von speziellen

Gesetzen und Vorschriften bestimmt, sondern letztlich durch das konkrete Vorgehen der Behörden im Krisenfall. Das erfordert zumindest, daß die Zentralbank von ihrer Kontrolle über die Liquidität umsichtig und wohl dosiert Gebrauch macht, was nur auf der Basis einer ganz genauen Kenntnis von Marktmechanismen und Marktakteuren geschehen kann. Darüber hinaus ist ein einheitliches Handeln sämtlicher offiziellen Stellen nötig, die mit der Bewältigung von Spannungen im Finanzsektor befaßt sind (s. den 63. Jahresbericht).

## Wechselbeziehungen zwischen den Aufgaben

In den vergangenen 25 Jahren waren nicht nur parallele Entwicklungen bei der Erfüllung der verschiedenen Aufgaben zu beobachten, sondern auch die Wechselbeziehungen zwischen ihnen sind deutlicher sichtbar geworden. Beim Streben nach Geldwertstabilität müssen immer mehr die Konsequenzen von Instabilität im Finanzsektor für die Geldpolitik berücksichtigt werden. Ebenso ist, was die Wahrung der Stabilität im Finanzsektor betrifft, die Aufsicht auf Einzelinstituts-ebene und auf Systemebene enger zusammengerückt. Diese Entwicklungen haben ihren Ursprung wohl in der Verbindung von reinen Papierwährungen und geringeren Einschränkungen an den Finanzmärkten.

Enge Beziehung  
zwischen Geld-  
wertstabilität und  
Stabilität im  
Finanzsektor ...

Historisch gesehen bestand immer eine enge Beziehung zwischen den beiden Aufgaben, die Geldwertstabilität und die Stabilität im Finanzsektor zu sichern. Die konkrete Ausprägung dieser Beziehung und ihre Stärke hingen jedoch jeweils von den institutionellen Regelungen ab, die im monetären und finanzwirtschaftlichen Bereich als „Anker“ dienen.

... entwickelt sich  
mit den Ankern  
weiter

Unter dem System des Goldstandards war der Zusammenhang zwischen den beiden Aufgaben am deutlichsten. Die Goldkonvertibilität diente sowohl als Anker für die Geldpolitik als auch als Anker für den Finanzsektor. Die Anbindung definierte im Grunde die Geldwertstabilität und war die wichtigste Beschränkung für die monetäre Ausweitung und insbesondere die Kreditexpansion, eine Beschränkung, die in Zeiten allgemeiner Finanzkrisen nachgab. Mit dem allmählichen Aufkommen reiner Papierwährungen in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen schwächte sich der Zusammenhang zwischen den beiden Aufgaben etwas ab. Geldwertstabilität wurde zunehmend mit Preisstabilität gleichgesetzt, und die Bonität des Staates, gestützt durch die Steuerhoheit, wurde zur einzigen Grundlage für die Akzeptanz der Währung. Die Verbindung blieb jedoch – sowohl unter normalen Bedingungen als auch in Zeiten der Anspannung – bestehen, denn es gab weiterhin einen grundlegenden Zusammenhang zwischen Instabilität im Finanzsektor und übermäßiger Kreditausweitung, wie sie letztlich durch die Regulierung der Zentralbankliquidität kontrolliert wird. Darüber hinaus weichten die neuen institutionellen Regelungen die Einschränkungen für die Kreditausweitung auf und trugen damit zu der weitverbreiteten Instabilität in den Jahren zwischen den Weltkriegen bei. Diese Erfahrung war es im allgemeinen, die die strenge Regulierung der Geschäftsbanken motivierte, darunter die Einführung einer Reihe von Bonitäts- und Liquiditätsanforderungen sowie von Beschränkungen hinsichtlich der Bankgeschäfte. Das Bretton-Woods-System war nicht ganz eindeutig konstruiert: Die de jure geltende Konvertibilitätsklausel für offizielle Transaktionen fungierte als nebulöser Anker für das, was sich de facto rasch zu einem

Dollarstandard entwickelte. Gleichzeitig schränkte die dichte Regulierung der Märkte und der Finanzintermediation die Kreditausweitung ein, war aber im Hinblick auf die ökonomische Effizienz mit zunehmend unververtretbaren Kosten verbunden.

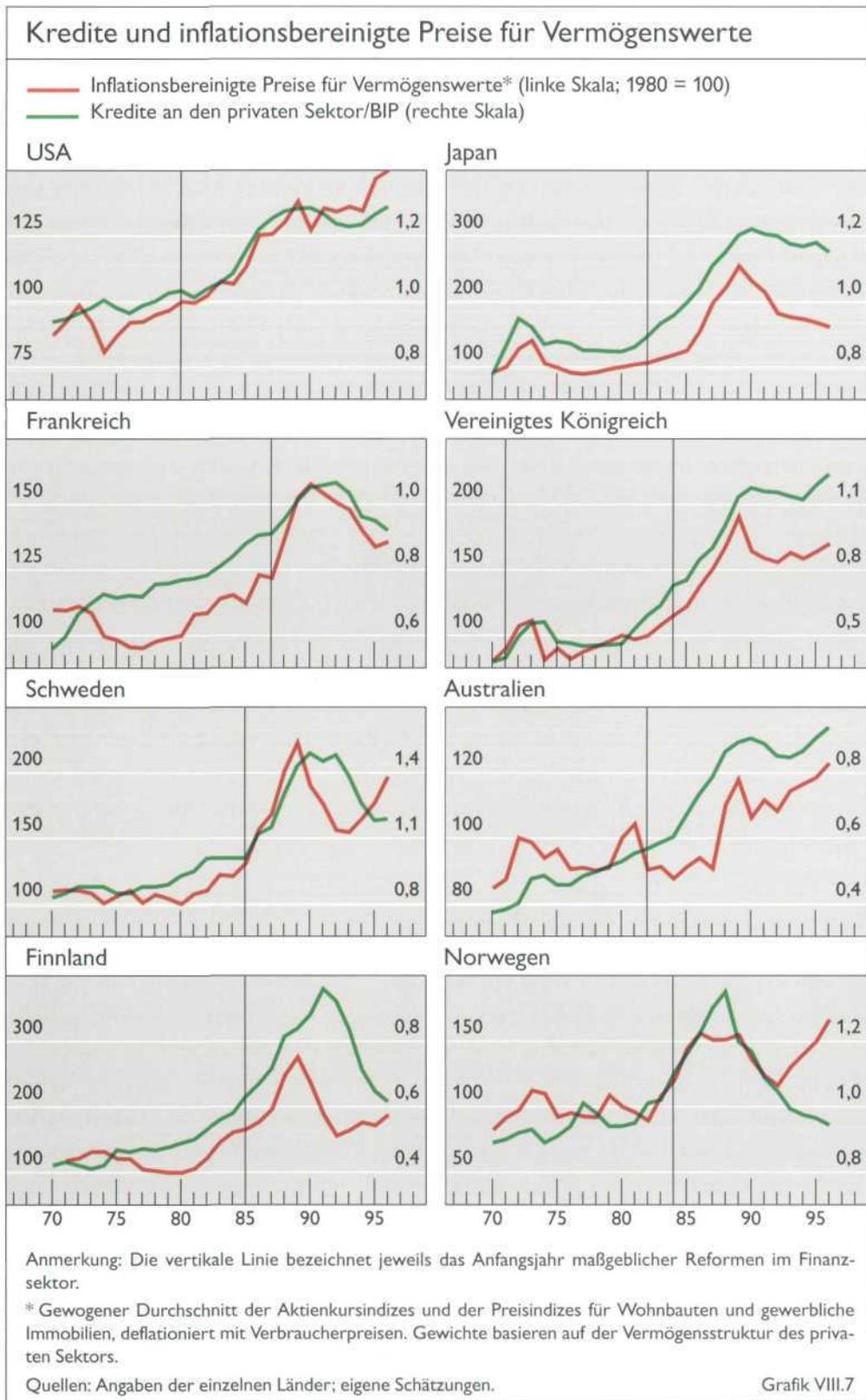
Das sich ab Anfang der siebziger Jahre herausbildende Umfeld war sowohl im monetären Bereich als auch im Finanzsektor durch eine weitere Lockerung von Beschränkungen gekennzeichnet. Die reine Papierwährung und die Bereitschaft, sie zu nutzen, um sich vergrößern Budgetlücken zu finanzieren und übermäßig ehrgeizige gesamtwirtschaftliche Ziele durchzusetzen, schufen die Voraussetzungen für eine immer schnellere Deregulierung und Innovation im Finanzsektor. Damit war der weitverbreiteten Instabilität im Finanzsektor, die in dieser Zeit zu beobachten war, der Weg geebnet (s. den 62. Jahresbericht).

Inflation ist zwar keinesfalls eine Vorbedingung für Instabilität im Finanzsektor, doch hat die Preissteigerung in mehrfacher Hinsicht zur Instabilität beigetragen, womit sich in gewissem Maße die Erfahrung der frühen zwanziger Jahre wiederholte: Sie bereitete den Boden für den steilen Anstieg des Zinsniveaus und der Zinsvolatilität sowie für starke Ausschläge der Wechselkurse, sie verdeckte die Akkumulation von Problemen in den Bankbilanzen, und darüber hinaus verzerrte sie die Entscheidungsfindung in der Realwirtschaft und im Finanzsektor. Einige der durch Instabilität gekennzeichneten Phasen in den siebziger und frühen achtziger Jahren, allen voran die Krise im US-Sparbankensektor und die internationale Schuldenkrise, können teilweise in diesem Zusammenhang gesehen werden. Die beschleunigte Deregulierung in den achtziger Jahren erleichterte die darauffolgende Spirale aus Kreditgewährung und steigenden Preisen für Vermögenswerte, und diese legte wiederum den Grundstock für die Probleme im Finanzsektor im weiteren Verlauf des Jahrzehnts, als die Preisentwicklung bei den Vermögenswerten umschlug (s. Grafik VIII.7 sowie den 63. Jahresbericht). Daß die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen weder rasch noch umfassend genug verschärft wurden und daß versäumt wurde, die Hemmnisse für das Wirken der Marktdisziplin zu beseitigen, vergrößerte die finanzielle Instabilität noch. Als Folge dieser Entwicklungen erwiesen sich die Kosten der Liberalisierung als unerwartet hoch. Außerdem bestand in einigen Ländern die Gefahr, daß die Notwendigkeit des Krisenmanagements dazu führen würde, daß der Staat auch auf Dauer nicht weniger in den Finanzsektor eingreifen würde, sondern mehr.

Dieses Umfeld erschwerte die Aufgabe der Währungsbehörden beträchtlich. Erstens trug es dazu bei, die Rolle quantitativer Aggregate als nominale Anker auszuhöheln. Die rasche Ausweitung des Kreditvolumens und der Geldmengen während des Anstiegs der Preise von Vermögenswerten machte es vor dem Hintergrund oftmals rückläufiger Inflationsraten, stetigen Wirtschaftswachstums und steigender Realzinsen schwieriger, die Geldpolitik zu interpretieren. Auch wurde die potentiell destabilisierende Wirkung dieser Ausweitung in der Regel unterschätzt, da sie im allgemeinen als harmloser Ausdruck einer natürlichen „Reintermediation“ des Systems im Anschluß an eine Unterdrückung des Finanzsektors angesehen wurde. Zweitens mußte, als die Anspannungen im Finanzsektor ans Licht kamen, die in den Bilanzen zum Ausdruck kommende Schwäche bei der Bestimmung des geldpolitischen Kurses berücksichtigt werden. Die beeinträchtigte

Instabilität im  
Finanzsektor  
seit den  
siebziger Jahren:  
Ursachen ...

... und Aus-  
wirkungen auf die  
Geldpolitik



Bonität der Finanzinstitute wurde zu einem erheblichen Hemmnis für die Wirtschaftstätigkeit. Der Einfluß von Zinssenkungen auf die Gesamtnachfrage war notwendigerweise schwächer und nicht vorhersagbar, denn er wirkte mehr auf indirekte Weise; zum Teil machte er sich nämlich darin bemerkbar, daß

die Solidität der Finanzinstitute gestärkt wurde. Drittens schließlich sahen sich die Währungsbehörden bisweilen einem Konflikt zwischen den gegensätzlichen Anforderungen der Realwirtschaft und der Inflationskontrolle auf der einen Seite und der Stabilität des Finanzsektors auf der anderen Seite gegenüber. In einigen der Länder mit den schärfsten Preisanstiegen bei Vermögenswerten barg die Straffung der Geldpolitik, die zur Förderung der Stabilität an den Märkten für Vermögenswerte notwendig war, die Gefahr eines Einbruchs auf den Gütermärkten. Ein Beispiel hierfür ist Japan, wo es in den späten achtziger Jahren offensichtliche Anzeichen für spekulative Übersteigerungen bei gleichzeitig niedriger Inflation gab.

Mit dem Wandel der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten begannen sich auch einige der spezifischen Unterschiede zwischen der Aufsicht über die Finanzinstitute und der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen zu verwischen. Traditionell, wenngleich in Abhängigkeit von der Art des Geschäfts der Institute, hatten die Aufsichtsbehörden den Risiken, die im Zusammenhang mit der Vereinfachung und Steuerung des Handels und der Abwicklung von Geschäften entstanden, vergleichsweise wenig Beachtung geschenkt. Dies galt besonders für Banken, die im Vergleich zu Wertpapierhäusern weniger stark im Handel engagiert waren. Als auch die Banken in zunehmendem Maße Handel betrieben und die Risiken des Abwicklungsprozesses stärker ins Bewußtsein rückten, begann die Bankenaufsicht, diesen potentiellen Quellen der Insolvenz größeres Gewicht beizumessen. Die sorgfältigere Beachtung der mit nichtabgewickelten Abschlüssen verbundenen Kreditrisiken und die Definition von Kriterien für die Anerkennung des Netting von Abschlüssen für Eigenkapitalzwecke sind nur zwei Beispiele für diesen ganz sicher noch nicht abgeschlossenen Prozeß (s. Tabelle VIII.1).

Zunehmende Verknüpfung der Aufsicht auf Instituts- und auf Systemebene

## Herausforderungen für die Zentralbanken

In den kommenden Jahren wird die wichtigste Herausforderung für die Zentralbanken darin liegen, ihre Politik weiter an das sich rasch ändernde Umfeld anzupassen, um die Geldwertstabilität und die Stabilität im Finanzsektor zu wahren. In Anbetracht des engen Zusammenhangs zwischen den beiden Aufgaben erfordert dies aufeinander abgestimmte und sich gegenseitig verstärkende Maßnahmen in beiden Bereichen. Infolge der Größenordnung des Wandels wird die Entwicklung im Finanzsektor die Geldpolitik entscheidend mitbestimmen. Die vorstehende Analyse deutet darauf hin, daß die Grundsätze für die Anpassung des für die Zentralbankpolitik maßgeblichen Rahmens offensichtlich richtig erkannt wurden. Trotzdem bleibt noch viel zu tun, um die erreichten Erfolge zu konsolidieren und zukünftigen Problemen vorzubeugen.

Wechselbeziehungen zwischen Maßnahmen im monetären Bereich und im Finanzsektor

### *Geldwertstabilität*

Im monetären Bereich dürfte es auf absehbare Zeit keinen einzelnen, universell gültigen Anker geben. Vor dem Hintergrund der zu erwartenden wirtschaftlichen und politischen Bedingungen ist ein Nachfolgeregime für das Bretton-Woods-System unwahrscheinlich. Außerdem werden der Trend zu vollständiger außenwirtschaftlicher Konvertibilität der Währungen und das Wachstum der Finanzmärkte den Spielraum der nationalen Geldpolitik weiter ein-

engen, und zwar unabhängig von der Wahl eines spezifischen Ankermechanismus. Insgesamt gesehen lassen es diese Entwicklungen als besonders wichtig erscheinen, daß institutionelle Schutzvorrichtungen eingeführt werden, die darauf abzielen, das Streben nach weltweiter Preisstabilität zu unterstützen und gleichzeitig die Gefahr von Wechselkurausschlägen so gering wie möglich zu halten.

Preisstabilität  
sowie Zentralbank-  
autonomie und  
-verantwortlichkeit

Wie durch jüngste Maßnahmen bestätigt wird, besteht der beste Schutz wohl darin, ein politisches Mandat für das Streben nach Preisstabilität mit Unabhängigkeit in der Durchführung der Aufgabe und Verantwortlichkeit für die Erfüllung des Ziels zu verbinden. Doch diese Vorkehrungen dürften kaum ausreichen. Geldwertstabilität im Inland und gegenüber dem Ausland bedarf der Unterstützung aus anderen Bereichen, vor allem in Form tragfähiger Staatshaushalte und größerer Flexibilität der Arbeitsmärkte. Die Erfahrung lehrt, daß für eine dauerhafte Kontrolle der Inflation wie auch für den Erhalt der Unabhängigkeit der Zentralbank ein breiter öffentlicher Konsens notwendig ist. Dieser Konsens kann am besten durch eine realistische Einschätzung der Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik gewahrt werden, ist letztlich aber von den tatsächlichen Erfolgen hinsichtlich Preisstabilität, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung abhängig.

Notwendigkeit von  
Ermessens-  
entscheidungen ...

Was die Strategien betrifft, so dürfte der fortschreitende Wandel der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft auch weiterhin in starkem Maße Ermessensentscheidungen bei der Verfolgung des Endziels erfordern. Dabei werden die Zentralbanken die Auswirkungen der sich wandelnden Gegebenheiten auf Konzeption und Durchführung ihrer Politik kontinuierlich neu überdenken müssen. Jüngste Arbeiten der G10-Zentralbanken zur Bedeutung des Wachstums der Derivatmärkte und des Aufkommens von elektronischem Geld sind dafür ein Beispiel (s. Tabelle VIII.2). Eine Entwicklung, die künftig weitreichende Konsequenzen für die Durchführung der Geldpolitik haben dürfte, ist – entsprechende Anpassungen der Buchungstechnologie vorausgesetzt – der durch die weitverbreitete Einführung von RTGS-Systemen unterstützte Trend zu immer kürzeren Abwicklungszeiten. Durchaus vorstellbar ist ein Zukunftsszenario, bei dem 24-Stunden-Handel und Echtzeitabwicklung in verschiedenen Währungen dazu beitragen, daß sich die gegenwärtige klare Trennung zwischen Intraday- und Overnight-Zentralbankfazilitäten verwischt. Wenn sich eine einheitliche Renditenstrukturkurve herausbildet, die Intraday-Laufzeiten ebenso einschließt wie längerfristige Laufzeiten, könnte dies eine Neudefinierung der geldpolitisch wichtigen Fälligkeiten und der Durchführungsstrategien notwendig machen.

... Flexibilität ...

Die rasche Ausweitung der Märkte wird wahrscheinlich dafür sorgen, daß Transparenz in der Durchführung der Geldpolitik bei der Beeinflussung der Markterwartungen noch stärker an Bedeutung gewinnt. Dabei muß sichergestellt werden, daß die Transparenz nicht so weit getrieben wird, daß sie die Flexibilität behindert, die für eine Reaktion auf unerwartete Entwicklungen notwendig ist. Ein Risiko besteht darin, daß sichtbare, aber wünschenswerte Kehrtwendungen bei den Notenbankzinsen hinausgeschoben werden und weniger deutlich ausfallen, um nicht die Märkte zu verunsichern, Volatilität zu verursachen oder Glaubwürdigkeit zu verlieren. Um dieses Risiko zu begrenzen, ist eine hinreichend vorausschauende strategische Ausrichtung der Geldpolitik notwendig. Dieser vorbeugende Ansatz

... und  
Vorausschau

zeigt sich etwa an der größeren Bereitschaft mancher Zentralbanken in jüngerer Zeit, die Zinsen anzuheben, noch bevor *tatsächlich* ein Anstieg der Inflationsrate zu verzeichnen war. Eine sinnvolle Unterstützung wären möglicherweise Bemühungen, die Finanzmärkte darauf vorzubereiten, daß sie eine im Hinblick auf Zinsanpassungen flexiblere Politik erwarten sollten, und damit deren etwaigen nachteiligen Auswirkungen vorzubeugen.

#### *Stabilität im Finanzsektor*

Bei der Sicherung der Stabilität im Finanzsektor besteht die zentrale Herausforderung darin, die Anpassung der Sicherungsmechanismen an die neuen finanzwirtschaftlichen Gegebenheiten zu vollenden. Die Dringlichkeit der Aufgabe wird durch die Tatsache unterstrichen, daß das Auftreten weiterer Spannungen in der Zukunft nicht ausgeschlossen werden kann. Denn die einzelnen Bereiche des Finanzsektors, die noch einer Umstrukturierung bedürfen, sind einfach zu umfassend, die notwendige fortlaufende Anpassung an die sich ändernde Umgebung ist zu anspruchsvoll, und die verbleibenden Hindernisse für eine wirkungsvolle und geordnete Ausübung von Marktdisziplin sind zu zahlreich und zu groß.

Die Herausforderung anzunehmen bedeutet, daß in den beiden wesentlichen Richtungen für den Ausbau der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten, die in den vergangenen Jahren eingeschlagen wurden, die Anstrengungen intensiviert werden müssen. Die erste Richtung – sie betrifft die Mittel – ist die Stärkung der Marktorientierung, die zweite – sie betrifft die Ziele – die Stärkung der Systemorientierung.

Bei der Stärkung der *Marktorientierung* geht es darum, die Disziplinierungsmechanismen des Marktes in die gewünschte Richtung zu lenken und zu verbessern. Drei Bereiche scheinen dabei beträchtliche Möglichkeiten zu bieten: die quantitative und qualitative Verbesserung der Offenlegung, die Konzeption aufsichtsrechtlicher Vorschriften wie Eigenkapitalstandards mit dem Ziel, diese für Arbitrage weniger anfällig zu machen, und die Begrenzung der Auswirkungen von Interventionen, die Schutz ohne entsprechende Überwachung bieten und dadurch Anreize zu vorsichtigem Verhalten untergraben. Darüber hinaus setzt die Aufgabe weitaus breiter angelegte Maßnahmen voraus, ohne die die Gefahr bestehen würde, daß die Marktkräfte an Wirksamkeit verlieren. Zu solchen Maßnahmen gehört die Förderung von Eigentumsstrukturen (insbesondere durch Privatisierung), die stärker auf die Marktkräfte reagieren, und die Beseitigung von Hindernissen bei der Anpassung auf den Kapital- und Arbeitsmärkten. Es geht beispielsweise darum, die Beschränkungen für Übernahmen zu reduzieren und deren Wirkungsgrad zu verbessern oder Inflexibilitäten auf dem Arbeitsmarkt abzubauen. Alle diese Maßnahmen können die mit der Umstrukturierung verbundenen Probleme mildern und einen geordneten Marktaustritt erleichtern (s. den letztjährigen Jahresbericht).

Eine deutlichere *Systemorientierung* erfordert weitere Fortschritte bei der Eindämmung der Folgewirkungen, die bei Zusammenbrüchen von Instituten entstehen können. In diesem Zusammenhang werden der Ausbau und die Verbesserung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen in den kommenden Jahren weiterhin Priorität haben. Es bleibt noch viel zu tun, besonders im Bereich

Notwendigkeit einer Stärkung der Marktorientierung ...

... und der Systemorientierung der Geldpolitik

der internationalen Transaktionen. Auch dem Zusammenwirken verschiedener Handels- und Abwicklungssysteme im Falle von Spannungen muß Aufmerksamkeit gewidmet werden. Darüber hinaus bedeutet eine deutlichere Systemorientierung, daß die Toleranzschwelle für den Zusammenbruch einzelner Institute angehoben werden muß. Hierbei ist entscheidend, daß die Widerstandsfähigkeit des Systems gegenüber solchen Ausfällen gestärkt wird.

Die Größenordnung der genannten Herausforderungen darf nicht unterschätzt werden. Der aufsichtsrechtliche Rahmen basiert noch immer zu einem großen Teil auf der vor dem Krieg üblichen Unterscheidung zwischen den Instituten (Banken, Wertpapierhäusern, Versicherungsunternehmen) und orientiert sich weiterhin an den nationalen rechtlichen Gegebenheiten; bis er an eine Welt sich verwischender Unterscheidungen zwischen einer breiten Palette von Intermediären und globaler Finanzmärkte angepaßt sein wird, ist es daher noch ein weiter Weg. Die zunehmende Vielfalt der Akteure, die weitere Ausdehnung und zunehmende Komplexität der Märkte sowie die größere Geschwindigkeit, mit der sich Störungen ausbreiten können, dürften die Aufgabe der Zentralbanken im Krisenmanagement schwieriger machen. Dabei ist es von entscheidender Bedeutung, daß die Zentralbanken über hinreichende Informationen verfügen, um im Falle von Störungen wirkungsvoll handeln zu können, unabhängig davon, welche Rolle sie bei der Finanzmarktaufsicht spielen. Insgesamt ist es eine anspruchsvolle Aufgabe, das richtige Verhältnis zwischen dem Wirken der Marktkräfte und dem Eingreifen der Behörden zu treffen, um es als Mittel zur Stärkung der Disziplin im Finanzsektor einzusetzen: Nicht nur gibt es noch offene Fragen zur jeweiligen Wirksamkeit; auch die lange Vergangenheit einer großzügigen offiziellen Absicherung stellt ein ernsthaftes Hindernis dar. Ein geeigneteres Verhältnis zu finden verlangt einen Perspektivenwechsel seitens der Behörden, der Marktteilnehmer ebenso wie der Öffentlichkeit insgesamt. In einer Welt, in der die Marktkräfte freies Spiel haben, könnte das Ziel, die Stabilität im Finanzsektor zu sichern, sonst unerreichbar bleiben.

Grundlegender  
Perspektivenwechsel  
erforderlich

## IX. Schlußbemerkungen: Stabile Preise, aber sich wandelnde Strukturen im Finanzsektor

Es gibt einige Anzeichen dafür, daß die Welt nicht mehr so zur Inflation neigt wie früher. In den meisten europäischen Ländern und in Japan wurde im letzten Jahr eine sehr niedrige Inflationsrate erreicht bzw. bewahrt. In den USA war ein anhaltend starkes Wachstum im mittlerweile sechsten Jahr des Aufschwungs nur möglich, weil ein Wiedererwachen der Inflation ausblieb. Außerhalb der industrialisierten Welt konnten viele Länder den Preisauftrieb drastisch weiter reduzieren. Hierfür lassen sich die verschiedensten Erklärungen anführen: der technische Fortschritt und der Preisverfall bei Datenverarbeitungs- und Telekommunikationsgeräten, die Globalisierung durch Handel und Direktinvestitionen sowie die Einschränkung der in früheren Perioden übermäßigen Ausgaben. Keiner dieser Einflüsse dürfte sich auf absehbare Zeit wieder abschwächen. Darüber hinaus ist die – offene und versteckte – Arbeitslosigkeit in den meisten Ländern nach wie vor sehr hoch, und notwendige strukturelle und regulative Reformen könnten dazu führen, daß sie kurzfristig noch weiter steigt. Auch muß schließlich in den meisten Industrieländern weiterhin Zurückhaltung bei den Staatsausgaben geübt werden, damit nicht nur die überhöhte Staatsverschuldung bewältigt wird, sondern auch die Pensionsansprüche und die medizinische Versorgung für eine im Durchschnitt alternde Bevölkerung gesichert sind.

Diese fundamentalen Einflüsse mit ihren Angebots- und Nachfragewirkungen lassen den Schluß zu, daß die Inflation in nächster Zeit insgesamt ein weniger großes Problem sein dürfte als in früheren Jahrzehnten. Dennoch wäre es überaus unvorsichtig, anzunehmen, daß sich die ökonomischen Gesetzmäßigkeiten grundlegend geändert hätten. Längerfristig wird das allgemeine Preisniveau – auch wenn die Fiskalpolitik unterstützend oder hindernd wirken kann – weiterhin durch die Geldpolitik bestimmt; sie hat die Macht, sowohl bei einer übermäßigen als auch bei einer unzureichenden Nachfrage gegenzusteuern. In den USA deutet die jüngste geldpolitische Straffung auf das Bestreben hin, eine überhöhte Nachfrage zu dämpfen, während die Bereitschaft in Kontinentaleuropa und Japan, 1996 eine weitere Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen hinzunehmen, auf die Einschätzung schließen läßt, daß die inflationshemmenden Kräfte dort noch im Aufwind sind. Auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften steht außer Frage, daß die deutlichen Inflationsrückgänge in erster Linie der geldpolitischen Disziplin zu verdanken sind, die in vielen Fällen durch fiskal- und wechselkurspolitische Maßnahmen unterstützt wurde.

Angesichts niedriger oder rückläufiger Inflationsraten, einer umsichtigeren Fiskalpolitik und eines fast überall zunehmenden Bekenntnisses zu Marktliberalisierung und Umstrukturierung kann durchaus erwartet werden, daß die

Weltwirtschaft in den nächsten Jahren spürbar und nachhaltig wachsen wird. Darin stimmen die Prognosen der öffentlichen Stellen und des privaten Sektors derzeit überein. Auch die Finanzmärkte scheinen optimistisch zu sein. In den Aktienkursen drückte sich selbst nach einem Rückgang im Frühjahr 1997 noch an vielen Märkten die Erwartung weiterer Gewinnzuwächse aus. Den außergewöhnlich starken Kapitalzuflüssen in aufstrebende Volkswirtschaften im Jahr 1996 nach zu urteilen, die immer häufiger in Form von Aktien- und Anleiheemissionen sowie Direktinvestitionen erfolgen, wird dort entweder mit höheren Gewinnen oder mit geringeren Risiken als früher gerechnet. In Europa ist die Konvergenz der Anleiherenditen Ausdruck einer ähnlichen Annäherung bei den Inflations- und Haushaltsaussichten sowie einer wachsenden Zuversicht, daß der Euro im wesentlichen wie geplant eingeführt werden wird.

Aber ebenso, wie es voreilig wäre, die Inflation ein für allemal für besiegt zu erklären, wäre es unklug, anzunehmen, daß solide Fundamentaldaten zwangsläufig für eine günstige Entwicklung in der nächsten Zeit sorgen werden. Vielmehr sind in allen wichtigen Regionen potentielle Stolpersteine vorhanden. Die dringlichste Sorge ist vielleicht, daß der Preisaufrtrieb in den USA schwieriger zu bewältigen sein könnte, als jetzt vorauszusehen ist, und daß der Aufschwung schließlich abrupt enden könnte. Selbst eine „weiche Landung“, die eine Folge restriktiver Maßnahmen erforderlich machen würde, hätte für die Aktienkurse und andere risikoreichere Anlagen möglicherweise erhebliche Konsequenzen. In Kontinentaleuropa ergeben sich die wesentlichen Risiken aus der Notwendigkeit struktureller Reformen, insbesondere an den Arbeitsmärkten, sowie aus der Möglichkeit von Marktturbulenzen im Vorfeld der Wirtschafts- und Währungsunion. Aufgrund dieser Risiken ist es um so wichtiger, daß die europäischen Länder, die eine Teilnahme an der Währungsunion anstreben, eine konsequente Makro- und Strukturpolitik betreiben und damit keine Zweifel an ihrer tatsächlichen Teilnahme aufkommen lassen, die zu einem Anstieg ihrer Zinssätze und einer Schwächung ihrer Haushaltslage führen könnten.

Anlaß zur Besorgnis in Japan sind natürlich die Tatsache, daß der Wirtschaft in Form einer anhaltenden Schwäche im Finanzsektor der Wind ins Gesicht bläst, und die Möglichkeit, daß die Notwendigkeit struktureller Reformen und einer restriktiven Fiskalpolitik auf kurze Sicht die Nachfrage beeinträchtigt. In vielen Ländern Asiens, Lateinamerikas und Osteuropas, die ihre Stabilitätsstrategie auf einem Wechselkursanker aufbauen, wird die Herausforderung darin bestehen, die internationale Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, ohne die jüngsten Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung aufs Spiel zu setzen. Daß die Bankensysteme in vielen dieser Länder recht störungsanfällig sind, ist zweifellos eine weitere Quelle der Unsicherheit für die Wirtschaftsaussichten.

Diese Risiken aufzuzeigen heißt nicht, die übereinstimmenden Prognosen für ein sich beschleunigendes Wachstum und geringe Inflation in Frage zu stellen, denn zwischen Varianz und Mittelwert einer Wahrscheinlichkeitsverteilung besteht ein Unterschied. Es soll vielmehr die Frage gestellt werden, ob die Marktteilnehmer diese gesamtwirtschaftlichen Risiken angemessen in die Bewertung ihrer Markt- und Kreditrisiken einfließen lassen, wenn sie Kapitalanlagen tätigen. Wenn nicht, könnte das Streben nach höheren Renditen, das in verschiedenen Kapiteln dieses Jahresberichts erwähnt wird, leicht zu einer verbreiteten Suche nach größerem

Schutz werden, falls plötzlich aus irgendwelchen Quellen schlechte Nachrichten zu vernehmen sind.

Stimmungsumschwünge an den Finanzmärkten sind bestimmt nichts Neues, aber besondere Probleme der Interpretation dürften sich dann ergeben, wenn es vor dem Hintergrund einer ansonsten niedrigen Inflationsrate und einer sich verändernden Struktur des Finanzsektors zu einem Anstieg der Preise für Vermögenswerte kommt. Dieses Thema sowie weitere Fragen, die das Streben nach Preisstabilität im gegenwärtigen Umfeld betreffen, werden weiter unten erörtert. Solche Stimmungsumschwünge können auch Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems und der Wirtschaft allgemein haben. Da es kein anerkanntes Verfahren gibt, um einen „irrationalen Überschwang“ im vorhinein festzustellen, ist es um so wichtiger, einen Rahmen zu schaffen, bei dem die Stabilität des Finanzsystems unabhängig von der Art der Schocks oder dem Ausmaß des Preisanstiegs bei den Vermögenswerten, von denen es möglicherweise beeinflusst wird, gewahrt werden kann. Auf diese Frage, die sowohl für die Zentralbanken als auch für andere Aufsichtsbehörden von Interesse ist, wird weiter unten ebenfalls noch eingegangen.

## Erreichen und Wahren von Preisstabilität

Die jüngsten Verbesserungen bei der Preisentwicklung in den meisten Industrieländern, vielen aufstrebenden Volkswirtschaften und einigen Volkswirtschaften im Übergang sind sehr zu begrüßen. Die Kosten der Inflation sind inzwischen wohl bekannt, vor allem bei denjenigen Verantwortlichen in den Industrieländern, die fast 20 Jahre mit dem Versuch zugebracht haben, den Preisauftrieb wieder unter Kontrolle zu bringen. Allerdings entstehen beim Übergang zu niedrigeren Inflationsraten gewisse Gefahren, und bestehende Unsicherheiten bezüglich der Durchführung der Geldpolitik können sich verschärfen. Ziele, Transmissionsmechanismen und Instrumente der Geldpolitik müssen möglicherweise alle in einem etwas anderen Licht gesehen werden.

In den Industrieländern und auch in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften herrscht inzwischen Übereinstimmung, daß das oberste Ziel der Geldpolitik die Preisstabilität sein sollte. Damit werden nicht nur längerfristige inflationäre Tendenzen vermieden, sondern als Folge entwickeln sich auch die monetären Bedingungen automatisch antizyklisch. Eine inflationäre Ausgabenfinanzierung trägt – außer auf sehr kurze Sicht – keineswegs zu einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums und einer Ausweitung der Beschäftigung bei, sondern kann sogar zum gegenteiligen Ergebnis führen (s. Kapitel VIII, Grafik VIII.2). Das einzige Problem mit anhaltend niedriger Inflation ist, daß möglicherweise selbst die dafür verantwortlichen Entscheidungsträger mit der Zeit diese Erkenntnis vergessen und erneut versucht sein können, die Nachfrage über ein tragfähiges Niveau hinaus zu stimulieren. Die Gefahr eines solchen „Gedächtnisausfalls“, dessen Kosten Jahrzehnte nachwirken können, ist ein überzeugendes Argument dafür, daß die Zentralbanken den klaren Auftrag bekommen sollten, die Preisstabilität zu wahren, und – im Rahmen ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit – auch in die Lage versetzt werden sollten, unabhängig zu agieren.

Eine ähnliche Versuchung, von einem Ziel auf ein anderes überzugehen, kann sich dann ergeben, wenn der reale Außenwert einer Währung bei einer auf Rückführung der Inflationsrate ausgerichteten Geldpolitik stark ansteigt und sich die Handelsbilanz verschlechtert. Wertet die Währung danach, wie in den letzten zehn Jahren in Kanada zu beobachten, nominal allmählich ab, während sich die Wirtschaftstätigkeit verlangsamt, so ist dies relativ harmlos. Auf diese Weise wird die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt, selbst wenn auf die inflationsdämpfenden Effekte der vorangegangenen Währungsstärke zum Teil verzichtet werden muß. Eine solche Vorgehensweise dürfte auch beim US-Dollar zu erwarten sein, sollte sich der Außenwirtschaftssaldo der USA nicht verbessern. Da die Produktion in den USA weitgehend auf vollen Touren läuft, wird aber eine größere Nachfrage aus dem Ausland mit Maßnahmen zur Nachfragedämpfung im Inland einhergehen müssen, wenn ein stärkerer Preisauftrieb vermieden werden soll.

Beunruhigender ist eine Wirtschaftspolitik, die – wie es in der Vergangenheit in Lateinamerika oft der Fall war – bei einer realen Aufwertung der Währung plötzlich eine abrupte Kehrtwende vollzieht und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht über eine Abwertung zu fördern sucht. Ein solcher Wandel ist um so wahrscheinlicher, wenn der Druck zu einer wachstumsorientierten Politik durch ein schwaches inländisches Finanzsystem verschärft wird. Noch schlimmer ist es, wenn der Markt selbst zu der Überzeugung gelangt, daß das außenwirtschaftliche Defizit nicht mehr tragfähig ist, denn dann kann sehr rasch eine Währungskrise ausgelöst werden. In solchen Fällen können die inländischen Preise drastisch steigen, sobald der Außenwert der Währung fällt.

Wenngleich dieser offensichtliche Zielkonflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht schwerwiegend sein kann und durch Kapitalzuflüsse oftmals noch verschärft wird, rechtfertigt er es dennoch auf keinen Fall, daß das Ziel der Preisstabilität aufgegeben wird. Denn dann würde das Land lediglich immer wiederkehrenden Inflations- und Abwertungsschüben ausgesetzt, was die Inflationserwartungen letztlich äußerst instabil und nach oben offen machen würde. Es ist in der Tat dieses fundamentale und in der Inflationsgeschichte selbst begründete Problem, das es in vielen lateinamerikanischen Ländern so schwierig macht, die Inflation zu senken, und das die erhebliche reale Aufwertung der Währung erklärt, sobald die Geldpolitik für diese Zwecke eingesetzt wird. Die asiatischen Länder waren dank einer Vergangenheit stabilerer Preisentwicklung zumindest bis vor kurzem gegen einen solchen gefährlichen Prozeß gefeit. Daraus dürfte sich die wirtschaftspolitische Schlußfolgerung ableiten lassen, daß eine günstige Inflationsgeschichte mit äußerster Konsequenz verteidigt werden sollte und dabei die Geld- und die Fiskalpolitik so ausgewogen wie möglich eingesetzt werden sollten. Länder mit einer ungünstigen Inflationsgeschichte müssen dagegen fiskalpolitischen und sonstigen Maßnahmen Vorrang einräumen, um die Glaubwürdigkeit wiederherzustellen; damit werden gleichzeitig die negativen Nebenwirkungen auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht begrenzt, die eine straffe Geldpolitik üblicherweise mit sich bringt.

Selbst wenn das Ziel der Preisstabilität fest verankert ist, kann die Durchführung der Geldpolitik immer noch durch Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Wirken des Transmissionsmechanismus erschwert werden. Zu diesen Unsicherheiten gehört zunächst einmal die genaue Definition der Preisstabilität.

Auch wenn sich in den Industrieländern der angestrebte Bereich für die Inflationsrate zwischen 0% und rund 2% eingependelt zu haben scheint, lassen sich sowohl für ehrgeizigere als auch für weniger ehrgeizige Ziele Argumente finden. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften sowie einigen Industrieländern geht es hingegen vielmehr um die Frage, wie rasch die jeweils als noch zu hoch erachtete Inflationsrate zurückgeführt werden kann.

Die Antwort auf beide Fragen hängt von zwei miteinander verbundenen Überlegungen ab: Wie rasch reagieren die inländischen Löhne und Preise auf eine disziplinierte Nachfragepolitik, und wie rasch läßt sich eine Anpassung der Inflationserwartungen erreichen? Ersteres kann durch Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten, die auf eine Flexibilisierung der Preise gerichtet sind, unterstützt werden; diese können die kurzfristigen Produktionseinbußen begrenzen, die mit einer Rückführung der Inflation einhergehen. Gleichzeitig können solche Reformen auch die strukturelle Arbeitslosigkeit verringern, die für jede Volkswirtschaft mit permanenten Kosten verbunden ist und für Europa derzeit eine besondere Belastung darstellt. Auch eine unterstützend eingesetzte Fiskalpolitik hat zwei Vorteile: Sie stärkt auf kurze Sicht die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und wirkt auf mittlere Sicht gleichzeitig auf die notwendige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen hin. Außerdem dürfte eine Kombination dieser Reformen einen erheblich größeren Erfolg bringen als die Summe der Einzelreformen und würde insbesondere dazu beitragen, den oben beschriebenen Konflikt von binnen- und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht zu lösen.

Ein Problem war in den letzten Jahren auch die Unsicherheit, wie auf Veränderungen der Preise bestimmter Finanzaktiva reagiert werden soll. Rasch steigende Aktienkurse trafen mit einer in vielen Industrieländern relativ niedrig gehaltenen Inflationsrate zusammen. In einer Reihe asiatischer Länder sind die Immobilienpreise, durch Kreditgewährung begünstigt, kräftig gestiegen. Zwar dürfte es als wahrscheinlich zu erachten sein, daß solche Vermögenszuwächse und Senkungen der Kapitalkosten den Nachfragedruck intensivieren, doch bleibt unsicher, wie rasch und wie stark diese Kräfte wirken. Tritt die Geldpolitik ihnen zu energisch entgegen, besteht – vor allem bei bereits niedrigen Inflationsraten – die Gefahr einer allgemeinen Deflation. Reagiert sie jedoch nicht ausreichend, kann es zu einem plötzlichen Zusammenbruch des Marktes kommen, der – wie in Japan Anfang der neunziger Jahre – auch Konsequenzen für das Finanzsystem insgesamt haben kann. Vielleicht liegt die Antwort weniger in einer diskretionären Reaktion der Geldpolitik als vielmehr in aufsichtsrechtlichen Normen zur Begrenzung einer weiteren Kreditvergabe gegen Sicherheiten, deren Wert stark aufgebläht ist. Die jüngsten Erfahrungen scheinen nämlich darauf hinzuweisen, daß die schwerwiegendsten Probleme an den Märkten für Vermögenswerte und im Bankensektor sowohl in den Industrieländern wie auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Zuge der Deregulierung an den Finanzmärkten entstanden sind, die entweder zu rasch vollzogen wurde oder schlecht geplant war.

Darüber hinaus mußten einige Länder bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik in den letzten Jahren beträchtliche Veränderungen des Wechselkurses berücksichtigen. Selbst wenn die oben diskutierte Frage des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts außer acht gelassen wird, sinkt beispielsweise das inländische Preisniveau tendenziell, wenn die Währung nominal aufwertet. Sollte die Geldpolitik mit

ihren Zinssätzen hierauf reagieren oder nicht? Idealerweise müßte die Antwort auf diese Frage in den Rahmen einer expliziten Inflationsprognose eingebettet werden, bei der klar würde, weshalb sich die Währung gefestigt hat. Liegt die Ursache in einem expansiven Schock, etwa einer Verbesserung der Terms of Trade oder einer Zunahme der Exporte, sollten die Zinssätze eher so bleiben, wie sie sind. Hat die Aufwertung jedoch andere Gründe, könnten die Zinssätze gesenkt oder weniger als sonst notwendig angehoben werden. Da Prognosen nur in größeren Abständen erstellt werden, haben sich einige Länder dafür entschieden, ihre Reaktion auf Wechselkursbewegungen in der übrigen Zeit an einem Zwischenziel in Form eines Index der monetären Rahmenbedingungen auszurichten, der einem gewogenen Durchschnitt aus Zinssätzen und Wechselkursen entspricht. Dies ist ein sinnvoller Ansatz, sofern zwei Voraussetzungen erfüllt sind: daß Wechselkursschocks normalerweise nicht auf Kräfte zurückzuführen sind, die einen unabhängigen Einfluß auf die Inflationsentwicklung ausüben, und daß die Wechselkursänderung lange genug andauert, um Auswirkungen auf die Binnenwirtschaft zu haben. Selbstverständlich würden nicht alle Zentralbanken zustimmen, daß diese Voraussetzungen in ihrem jeweiligen Fall gegeben sind.

Dies sind nicht die einzigen Faktoren, die die Durchführung der Wirtschaftspolitik im derzeitigen Umfeld erschweren. In etlichen Industrieländern herrscht beispielsweise Unsicherheit, ob sich die „natürliche“ Arbeitslosenquote verändert hat. Ferner ist mit der rapiden Ausweitung der Bestände an Aktiva und Passiva in den letzten Jahren die Wahrscheinlichkeit gestiegen, daß sich neue Interaktionsmuster in Reaktion auf Zinsänderungen ergeben. Insbesondere in einigen englischsprachigen Ländern könnten die hohen Schulden der privaten Haushalte mit relativ kurzer Laufzeit zu einer ungewöhnlich starken Reaktion auf eine geldpolitische Straffung führen. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften werden struktur- und umweltbedingte Wachstumsgrenzen erkennbar, und immer deutlicher zeigt sich, daß die für eine wirksame Geldpolitik benötigten Informationen unzureichend sind.

Angesichts all dieser Unsicherheiten dürften zwei grundsätzliche Schlußfolgerungen gerechtfertigt sein. Erstens: Mit Rücksicht darauf, wie leicht Dinge schiefgehen können und welche asymmetrischen Konsequenzen wirtschaftspolitische Fehler haben können, müssen die elementaren gesamtwirtschaftlichen Ziele möglicherweise ehrgeiziger gesteckt werden. Diesbezüglich ist ein Ziel, bei dem es lediglich um die Stabilisierung der Staatsquote geht, unzureichend, denn irgendwann wird es unweigerlich wieder zu einer Rezession kommen, die das Verhältnis der Staatsverschuldung zum BIP erneut steigen läßt. Ebenso fehlt es einer zu wenig ehrgeizigen Zielvorgabe für die Inflationssenkung auch an Überzeugungskraft, und bei inflationären Schocks ist sie möglicherweise nicht in der Lage, die gewünschte Ankerrolle zu spielen. Zweitens: Die Entscheidungsträger sollten sich ihren grundlegenden Zielsetzungen stärker und in größerer Öffentlichkeit verpflichten. Dann dürfte bei vorübergehenden Abweichungen vom angestrebten Zielpfad nicht so leicht der Eindruck entstehen, daß fundamentale Zielsetzungen für immer aufgegeben wurden.

In den letzten Jahren legen viele Zentralbanken in der Tat ihre Ziele sowie ihre Einschätzung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus verstärkt offen. Auch die Durchführung der Geldpolitik wird in jüngster Zeit transparenter, wie

die zunehmende Verwendung von Mengentendern sowie explizite offizielle Verlautbarungen über die angestrebten kurzfristigen Zinssätze zeigen. Gemeinsam mit einer wachsenden Bereitschaft, die Zinsen schon vor dem tatsächlichen Nachweis eines Inflationsanstiegs anzupassen, könnte sich auch verstärkt die Auffassung durchsetzen, daß Vorankündigungen bevorstehender geldpolitischer Änderungen eine raschere und sanftere Reaktion der Kapitalmärkte fördern. Im Zuge dieser Trends werden geldpolitische Änderungen letztlich möglicherweise so erfolgreich präventiv vorgenommen, daß eine anschließende erneute Kursumkehr genauso wahrscheinlich ist wie weitere Schritte in derselben Richtung. Dann wären die notwendigen Maßnahmen wirklich rechtzeitig getroffen worden – eine willkommene Entwicklung für das Streben nach Preisstabilität wie auch den Prozeß der Konjunkturstabilisierung.

### Erreichen und Wahren von Stabilität im Finanzsektor

Die Liberalisierung der Finanzmärkte hat – wie die eines jeden Marktes, der mit Produktion und Verbrauch verknüpft ist – ihre Vor- und Nachteile. Die Deregulierung im Finanzsektor trägt durch eine effizientere Allokation der Ressourcen und eine kostengünstigere Bereitstellung von Finanzdienstleistungen zu einem rascheren Wirtschaftswachstum bei. Doch ein liberalisierter Finanzsektor ist auch anfälliger für teure Fehlschläge, vor allem, wenn diese durch ein Klima gesamtwirtschaftlicher Instabilität begünstigt werden. In vielen Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften haben die Steuerzahler in den letzten Jahren einen erheblichen Teil des BIP dafür aufgewendet, zahlungsunfähige Bankensysteme zu stützen und zu sanieren. Nur allzu oft waren aber die nachfolgenden gesamtwirtschaftlichen Effekte in Form von Produktionseinbußen und steigender Arbeitslosigkeit noch wesentlich kostspieliger. Zwar gibt es noch keine Erfahrungswerte dafür, welche wirtschaftlichen Verluste mit einem größeren Ausfall in den Zahlungsverkehrssystemen verbunden sein könnten, die inzwischen routinemäßig Zahlungen im Gesamtumfang von mehreren Billionen Dollar pro Tag verarbeiten, doch einige „Beinah-Unfälle“ in den letzten Jahrzehnten waren Warnung genug.

Jüngste Fälle akuter Instabilität im Finanzsektor waren weniger auf neue Finanzinstrumente zurückzuführen als vielmehr auf bekannte Mängel liberalisierter Bankmärkte. Heftige Preisumschwünge bei Vermögenswerten – hervorgerufen durch eine übersteigerte Kreditausweitung, die oft, aber nicht immer von einem allgemeinen Preisauftrieb und Kapitalzuflüssen begleitet wurde – spielten bei den Turbulenzen der letzten Zeit eine wichtige Rolle. Eine schwache interne wie externe Kontrolle über die Finanzinstitute war ebenfalls ein weit verbreitetes Problem, wobei übermäßige staatliche Eingriffe und eine gelenkte Kreditvergabe von besonderer Bedeutung waren, und oft wurde die Deregulierung nicht durch eine angemessene Fortbildung der Mitarbeiter in den Geschäftsleitungen und in den Aufsichtsbehörden unterstützt. All diese Probleme waren in den Finanzsystemen der aufstrebenden Volkswirtschaften besonders gravierend.

Als ob die bekannten Unzulänglichkeiten nicht schon genügen, kann in einer Welt, die bereits eine zu hohe Bankendichte hat und wo neue Technologien die angestammten Ertragsquellen bedrohen, auch ein starker Anstieg des internatio-

nen Wettbewerbs zum Problem werden. Im Devisengeschäft hat der elektronische Handel die Margen gedrückt, und immer mehr Institute verfügen heute über das nötige Rüstzeug, um im Bereich der klassischen Derivate am Wettbewerb teilnehmen zu können. Die physische Nähe zum Kunden, wie sie von Zweigstellen geleistet wird, ist immer weniger notwendig. Ausgefeilte außerbörsliche Instrumente haben den Börsenhandel in die Defensive gedrängt. Das traditionelle Kreditgeschäft muß sich aufs schärfste gegen die besicherte Kreditvergabe und die Verbriefung behaupten. Die Deregulierung und die aktive Förderung des internationalen Wettbewerbs zwischen verschiedenen Arten von Finanzinstituten werden den Anpassungsdruck noch verstärken. Der Weg in eine Welt, in der für das Universalbankgeschäft keine Barrieren mehr bestehen und der Wettbewerb von seiten der Wertpapiermärkte erheblich größer ist als heute, scheint tatsächlich schon eingeschlagen zu sein. In Europa dürfte die Einführung des Euro all diese Trends noch verstärken.

An sich ist Anpassungsdruck nichts Schlechtes. Gerade der Wettbewerbsprozeß bringt die oben erwähnten Vorteile hervor. Die Anpassung muß jedoch geordnet erfolgen. Die Institute müssen die Möglichkeit haben, auf den Wettbewerbsdruck mit Effizienzsteigerungen zu reagieren, selbst wenn das eine Reduzierung der Beschäftigung bedeutet. Kapital, das keine ausreichende Rendite erwirtschaftet, sollte abgezogen werden, und Institute müssen – auch mit ausländischen Partnern – fusionieren oder vom Markt verschwinden dürfen. Das Problem – und das gilt für viele aufstrebende Volkswirtschaften und womöglich noch mehr für einige Industrieländer – besteht darin, daß diese Voraussetzungen derzeit nicht immer erfüllt sind. Daraus ergibt sich die Gefahr, daß das gesamte Finanzsystem geschwächt wird und unter Druck stehende Institute zunehmend dazu neigen, durch das Eingehen immer höherer Risiken alles auf eine Karte zu setzen. Ob dies die größere Risikobereitschaft an den Finanzmärkten heutzutage bereits zum Teil erklärt oder nicht, auf jeden Fall würde es Verhaltensmustern entsprechen, die in den Bankensystemen der Industrieländer in den letzten 20 Jahren zu beobachten waren.

Was muß außer der Schaffung eines stabileren gesamtwirtschaftlichen Umfelds noch geschehen, um das Finanzsystem unter diesen sich wandelnden Bedingungen zu stärken? Erstens müssen die einzelnen Finanzinstitute straffer geführt und beaufsichtigt werden. Dazu ist eine entsprechende Mischung aus stärkerer interner Disziplin, stärkerer Marktdisziplin und stärkerer Aufsichtsdisziplin notwendig. Da jeder dieser Ansätze auch seine Nachteile hat, ist von großer Bedeutung, daß sie alle gleichzeitig verfolgt werden und einander ergänzen. Zweitens muß die Marktinfrastruktur – insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, aber nicht nur dort – verbessert werden, um die Gefahr zu verringern, daß sich Probleme über die Grenzen von Märkten und Ländern hinweg ausbreiten. Drittens muß ein Prozeß in Gang gesetzt werden, der all dies ermöglicht. Das Erkennen von Problemen und geeigneten Lösungsansätzen reicht nicht aus; es müssen Taten folgen.

Der beste Ansatzpunkt ist eine Straffung des Managements und der internen Kontrolle in den Finanzinstituten. Dazu muß es für Eigentümer und Geschäftsführer selbstverständlich werden, daß ihr Geld und ihre Arbeitsplätze auf dem Spiel stehen. Eigenkapitalvorschriften tragen wesentlich dazu bei, das erste dieser

beiden Ziele zu erreichen; sie sollten für alle Institute gelten, ob diese nur im Inlandsgeschäft oder auch international tätig sind. Mit der zunehmenden weltweiten Akzeptanz der Basler Eigenkapitalvereinbarung ist dies tatsächlich schon vermehrt der Fall. Außerdem muß erkannt werden, daß jeder hingenommene Zusammenbruch eines Finanzinstituts den Anreiz erhöht, die Renditen investierten Kapitals sorgfältig im Auge zu behalten und das Kapital abzuziehen, wenn die Renditen nicht mit der Risikoeinschätzung vereinbar sind. Im Hinblick auf das System insgesamt sind nicht alle Zusammenbrüche schlecht.

Was die Geschäftsleitungen betrifft, so darf nicht vergessen werden, daß sich die meisten der in den letzten Jahren in die Presse geratenen Verluste im Handelsgeschäft über sehr lange Zeit unbemerkt aufgetürmt hatten. Einige interne Risikomanagement-Systeme weisen ganz offensichtlich in wesentlichen Punkten noch immer Mängel auf, vor allem dort, wo es um das Geschäft an weit entfernten Finanzplätzen geht. Die Anreizsysteme für Händler und andere Bankmitarbeiter fördern ebenfalls ein unangemessenes Verhalten, wenn Zuwächse (an Gewinnen oder Volumina) individuell belohnt, Verluste aber vom Institut als Ganzes getragen werden. Schließlich müssen die internen Kontrollen des Risikoengagements in einzelnen Bereichen, z.B. bei Immobilienkrediten, verstärkt werden, um die Übersteigerungen zu begrenzen, zu denen es üblicherweise kommt, wenn sich ein Bereich besonders lebhaft entwickelt. In engem Zusammenhang damit ist größere Aufmerksamkeit hinsichtlich der Risikoengagements bei neuen Instrumenten notwendig, und auch den Risiken bei der Abwicklung muß mehr Beachtung geschenkt werden, da sich die Transaktionsvolumina nach wie vor rasch ausweiten.

Marktdisziplin ist davon abhängig, daß Gegenparteien und andere, die von Schwierigkeiten oder dem Zusammenbruch eines Finanzinstituts betroffen wären, gut informiert sind. Die elementarste Voraussetzung ist, daß alle Institute Rechnungslegungsgrundsätze einhalten, die sicherstellen, daß Forderungen und Verbindlichkeiten vollständig, korrekt und transparent ausgewiesen werden. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften ist dies nicht der Fall, und selbst in den Industrieländern sind Vergleiche aufgrund der unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards schwierig. Neuerliche Bemühungen im International Accounting Standards Committee (IASC) finden die volle Unterstützung der BIZ und des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht. Dieser hat außerdem eine Task Force für Rechnungslegungsfragen eingerichtet, um im Bankbereich mit dem IASC zusammenzuarbeiten.

Für eine durch Publizität gestützte Marktdisziplin ist jedoch mehr erforderlich als nur eine gute Rechnungslegung. Die Erfahrung mit einer verstärkten Offenlegung im Derivatgeschäft dürfte Parallelen in vielen anderen Bereichen haben. Dabei werden im wesentlichen einige hoch angesehene Institute von den Behörden dazu bewegt, ihre Offenlegungspraktiken zu verbessern, damit Institute, die keine Offenlegung praktizieren, den Anschein erwecken, sie hätten etwas zu verbergen. Ein ähnlicher Gruppenzwang soll mit der endgültigen Fertigstellung der *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* im September dieses Jahres in Gang gesetzt werden. Darüber hinaus dürfte der Markt bei der Durchsetzung von Standards, die entweder von Aufsichtsbehörden oder von Selbstüberwachungsorganen des Finanzgewerbes aufgestellt werden, erhebliche Unterstützung von

Rating-Agenturen erfahren. Diese wenden ihr Interesse in den letzten Jahren in erheblich stärkerem Maße auch den Finanzinstituten in aufstrebenden Volkswirtschaften zu.

Trotz der willkommenen Unterstützung durch die Marktkräfte muß eingeräumt werden, daß Marktdisziplin allein niemals ausreichen wird. Erstens sind die Märkte selbst der Gefahr übermäßiger Stimmungsschwankungen ausgesetzt, wie in verschiedenen Kapiteln dieses Jahresberichts vermerkt wird. Zweitens kommen die Informationen unweigerlich verspätet und sind von unterschiedlicher Qualität. Drittens sind die Auffangvorkehrungen in vielen Ländern entweder sehr umfassend oder so unbestimmt, daß sie für umfassend gehalten werden. Solche Vorkehrungen dämpfen den Anreiz für die Märkte, Disziplin auszuüben, auch dann, wenn die dafür notwendigen Informationen durchaus vorhanden sind. So wird es für die Aufsichtsbehörden immer etwas zu tun geben, selbst wenn die von ihnen auferlegte Disziplin mit der Zeit weniger das unmittelbare Produkt einer Regulierung im traditionellen Sinne sein wird, sondern verstärkt das indirekte Produkt ihres Engagements für eine größere Disziplin der Institute und Märkte selbst.

Strukturelle Veränderungen mit sowohl einer zeitlichen als auch einer räumlichen Komponente stellen die Aufsichtsbehörden vor viele Herausforderungen. Was den zeitlichen Aspekt betrifft, so erfolgt der Wandel sehr rasch, was es für die Aufsichtsbehörden zunehmend schwierig macht, ausführliche Vorschriften stets auf dem aktuellen Stand zu halten, vor allem bei Personalmangel. Dieser Wunsch, eng mit den sich weiterentwickelnden Marktpraktiken Schritt zu halten, ist einer der Gründe, weshalb nun auch interne Modelle für die Berechnung des zur Unterlegung des Marktrisikos notwendigen Eigenkapitals zugelassen werden. Irgendwann werden sich die Aufsichtsbehörden auch mit der Frage befassen müssen, ob ähnliche Modelle für die Bewertung des Kreditrisikos eingesetzt werden sollten, sowie mit der darüber hinausgehenden Frage, welche Gefahren damit verbunden sind, wenn die Messung sämtlicher Einzelrisiken in einer einzigen Zahl zusammengefaßt wird. Ebenfalls ein zeitlicher Aspekt ist, daß sich die Risikoengagements inzwischen fast von einem Moment auf den anderen ändern können und genauso schnell Krisen ausbrechen können. Es ist nicht sicher, daß die Informationskanäle zwischen all den offiziellen Stellen, die für die Bewältigung solcher Probleme zuständig sind, dem noch gerecht werden können.

Räumlich gesehen schließlich kann es zu Komplikationen führen, wenn weiterhin getrennte Aufsichtsbehörden für verschiedene Arten von Instituten bestehen, da sich die Rollen der Finanzinstitute und die Finanzinstrumente immer mehr überschneiden. In einer Reihe von Ländern, insbesondere in Skandinavien, wurden „Dachorganisationen“ für die Aufsicht eingerichtet, und in einigen anderen Ländern wird dieses Thema lebhaft diskutiert. Wegen dieser Entwicklung wird im Rahmen des gemeinsamen Forums für Finanzkonglomerate an einer engeren Kooperation zwischen dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, der IOSCO und der IAIS gearbeitet. Wegen der Verschiedenartigkeit der nationalen Aufsichtsregelungen sowie der unterschiedlichen Kultur im Banken-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft ist ein rascher Fortschritt jedoch schwierig.

Die zweite wesentliche Anforderung bei der Stärkung des Finanzsystems besteht darin, wie bereits erwähnt, die Infrastruktur zu verbessern, auf die sich das internationale Finanzsystem stützt. Die Zahlungsverkehrs- und

Abwicklungssysteme müssen weltweit risikosicher gemacht werden, damit die zeitnahe Abwicklung sämtlicher Transaktionen gewährleistet ist. Wie im Bereich der Aufsicht müssen Publizität und Marktdisziplin größeres Gewicht erhalten, was auch bereits geschieht. Die Akteure an den Wertpapiermärkten können jetzt mit Hilfe einer Checkliste feststellen, wie sicher die jeweiligen Abwicklungsregelungen sind. Die Akteure an den Devisenmärkten sind aufgefordert worden, Wege zu finden, um die mit der Abwicklung von Devisentransaktionen verbundenen Risiken zu verringern.

Die letzte Anforderung bezieht sich etwas allgemeiner auf die Vorgehensweise. Wenn feststeht, was geschehen muß, wie kann gewährleistet werden, daß es auch geschieht? Der vor kurzem herausgegebene Bericht der Arbeitsgruppe der G10-Stellvertreter zur Stabilität des Finanzsektors in aufstrebenden Volkswirtschaften ist in dieser Hinsicht besonders nützlich. Der Bericht kommt zu dem Ergebnis, daß internationale Standards und Vereinbarungen über Grundsätze für solide Praktiken im Rahmen eines internationalen Konsultationsprozesses erarbeitet werden sollten, an dem nationale Experten mit umfassender einschlägiger Erfahrung und Sachkenntnis beteiligt sind. Die Bemühungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme sind Lehrbuchbeispiele dafür, wie ein solcher Mechanismus funktionieren kann und wie Experten aus aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend in die Arbeit integriert werden können. Die zuständigen nationalen Stellen müssen dann die Verantwortung dafür tragen, daß die Standards in nationale Vorschriften umgesetzt und implementiert werden. Internationale Organisationen wie der IWF und die Weltbank sollten den Prozeß unterstützen, indem sie die Entwicklung überwachen sowie mit der Beratung, technischen Hilfe und Schulung zur Seite stehen, die notwendig sind, um solide Grundsätze und Praktiken einzuführen und umzusetzen. Darüber hinaus sollten sie, gemeinsam mit anderen, die über einschlägige Erfahrungen oder Kenntnisse verfügen, den für die Erarbeitung der Standards Verantwortlichen Vorschläge unterbreiten, wie diese Standards weiter verbessert werden könnten. In den nächsten Jahren wird die Herausforderung darin bestehen, diesen Prozeß in der Praxis voranzubringen und so dazu beizutragen, daß das weltweite Finanzsystem sowohl effizienter als auch sicherer wird.

# Die Tätigkeit der Bank

## 1. Internationale Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich

Auch im vergangenen Jahr nahm die Bank wieder ihre traditionelle Aufgabe bei der Förderung der internationalen Währungszusammenarbeit wahr. Sie organisierte regelmäßige Zusammenkünfte von Vertretern von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden zu einem breiten Spektrum von Themen, die die Geldwertstabilität und die Stabilität des Finanzsektors betrafen. Zu den geld- und währungspolitischen Themen gehörten Finanzindikatoren als Richtschnur für die Geldpolitik, Fragen im Zusammenhang mit Inflationszielen sowie jüngste Entwicklungen der geldpolitischen Instrumente und Verfahren. Mehrere Zusammenkünfte und Arbeitsgruppen widmeten sich der Entwicklung des elektronischen Geldes und seiner Bedeutung für die Zentralbanken (s. unten). Gespräche über Wege zur Stärkung der Banken- und Finanzsysteme wurden ebenfalls fortgesetzt, vor allem im Rahmen der Ausschüsse, die in Basel ihre Sitzungen abhalten, um verschiedene Aspekte dieser Fragen zu untersuchen. In den letzten Jahren haben überdies zahlreiche Zentralbanken ihre Tätigkeit reorganisiert, um einem stärkeren Kostenbewußtsein Rechnung zu tragen. Daher wurde dem wachsenden Interesse an Fragen der Organisation und der Führungsstruktur von Zentralbanken mit mehreren Sitzungen zu diesen Themen entsprochen.

Angesichts der Globalisierung der Finanzmärkte und der Notwendigkeit, alle bedeutenden Akteure, die von gemeinsamen Beschlüssen betroffen sind, in die internationale Zusammenarbeit einzubeziehen, nehmen immer häufiger Vertreter von Zentralbanken und anderen Aufsichtsbehörden aus den aufstrebenden Volkswirtschaften an den Zusammenkünften bei der BIZ teil. Das deutlichste Zeichen für den zunehmend globalen Charakter der Zusammenarbeit unter Zentralbanken im Rahmen der BIZ war die Aufnahme von neun Zentralbanken aus Asien, Europa, Lateinamerika und dem Nahen Osten in den Kreis der BIZ-Aktionäre (s. Abschnitt 7). Darüber hinaus wurden wichtige Papiere zur Verbesserung der Stabilität der Finanzmärkte von Ausschüssen aus Basel und anderen Teilen der Welt sowie von Vertretern der Zentralbanken und Aufsichtsbehörden aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gemeinsam erarbeitet. Die breitere Zusammenarbeit zeigte sich auch in engeren Kontakten zu regionalen Gruppen von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, u.a. in den zahlreicheren Seminaren, die von den Sekretariaten bei der BIZ organisiert werden.

Wie gewohnt nahm die Bank als Beobachter an den Sitzungen des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds sowie der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe (G10) teil. Ferner war sie an den weiter unten beschriebenen Arbeiten der Stellvertreter der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten beteiligt und stellte weiterhin das Sekretariat für Ausschüsse und Expertengruppen, die sich mit der Stabilität

des internationalen Währungs- und Finanzsystems befassen. Die 1996 vom internationalen Verband der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) getroffene Entscheidung, sein neu gegründetes Sekretariat bei der BIZ anzusiedeln, legt schließlich das Fundament für eine erweiterte Zusammenarbeit unter Aufsichtsorganen.

#### *Basler Ausschuß für Bankenaufsicht*

Dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht war es in den letzten Jahren ein Anliegen, seine Tätigkeit in zunehmendem Maße über die G10-Länder hinaus auszudehnen. In dieser Hinsicht war die zweijährliche Internationale Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden im Juni 1996 in Stockholm, an der Vertreter von Aufsichtsorganen aus rund 140 Ländern teilnahmen, eine bedeutende Etappe. Die Konferenzteilnehmer begrüßten die Absicht des Ausschusses, seine Bemühungen um die Verbesserung der Aufsicht in allen Ländern noch zu verstärken. Im September 1996 beschloß der Ausschuß, in Anknüpfung an seine bisherige Arbeit zwei Dokumente vorzubereiten, nämlich umfassende *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht*, die sowohl für die G10-Länder als auch für andere Länder gelten, sowie ein Kompendium der bestehenden Empfehlungen, Richtlinien und Mindestanforderungen des Basler Ausschusses. Beide Dokumente wurden im April 1997 mit der Billigung und ausdrücklichen Unterstützung der G10-Zentralbankpräsidenten veröffentlicht.

Bei der Entwicklung der Grundsätze arbeitete der Ausschuß eng mit den Aufsichtsbehörden aus Nicht-G10-Ländern zusammen. Die 25 Grundsätze müssen für eine wirksame Bankenaufsicht erfüllt sein; sie decken sieben große Themenbereiche ab: 1) Voraussetzungen für eine wirksame Bankenaufsicht, 2) Zulassung und Struktur von Banken, 3) aufsichtliche Vorschriften und Mindestanforderungen, 4) Methoden der laufenden Bankenaufsicht, 5) Informationsbedarf, 6) formelle Befugnisse der Aufsichtsbehörden, 7) grenzüberschreitendes Bankgeschäft. Die Grundsätze sind als Mindestanforderungen zu verstehen, und in vielen Fällen müssen sie möglicherweise durch weitere Maßnahmen ergänzt werden, um den Gegebenheiten und Risiken in den Finanzsystemen der einzelnen Länder Rechnung zu tragen. Die Grundsätze sollen Aufsichtsbehörden und anderen Behörden weltweit, von denen viele bereits aktiv bemüht sind, ihre Aufsichtsregelungen zu verbessern, als Bezugsbasis dienen.

Die Grundsätze wurden zur Konsultation herausgegeben; der endgültige Text soll bis September 1997 vorliegen. Im Anschluß an die allgemeine Konsultationsphase werden die Aufsichtsbehörden in der ganzen Welt eingeladen werden, die Grundsätze formell anzunehmen. Zur Umsetzung gehört, daß die Aufsichtsbehörden ihre derzeitigen Aufsichtsregelungen anhand der Grundsätze überprüfen und einen Zeitplan für die Behebung etwaiger nennenswerter Mängel aufstellen. Der Basler Ausschuß wird eine Erhebung zur Umsetzung der Grundsätze durchführen, und das Ergebnis wird bei der nächsten Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden im Oktober 1998 erörtert werden. Das Kompendium der Empfehlungen, Richtlinien und Mindestanforderungen des Basler Ausschusses ergänzt die Grundsätze insofern, als etliche der Grundsätze in den bestehenden Ausschußdokumenten näher ausgeführt werden.

Ein weiterer wichtiger Schritt bei der internationalen Zusammenarbeit unter Aufsichtsbehörden war die Verabschiedung des Berichts *Grenzüberschreitende Bankenaufsicht* durch die Delegierten der Internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden; dieser Bericht war von einer gemeinsamen Arbeitsgruppe des Basler Ausschusses und der Offshore-Gruppe von Bankenaufsichtsbehörden verfaßt worden und wurde im Oktober 1996 veröffentlicht. Er enthält 29 Empfehlungen, mit denen die Wirksamkeit der Aufsicht durch die Behörden des Herkunfts- und des Aufnahmelandes von im Ausland tätigen Banken verbessert werden soll. Insbesondere bekräftigt der Bericht, daß (angemessene Schutzmaßnahmen vorbehalten) die Herkunftslandbehörde uneingeschränkten Zugang zu den nötigen Informationen haben soll, und er beschreibt Verfahren für die Durchführung von Prüfungen vor Ort bei ausländischen Zweigstellen oder Tochtergesellschaften von Banken im Zuständigkeitsbereich der betreffenden Aufsichtsbehörde. Ferner sollen sämtliche im Ausland getätigten Bankgeschäfte einer wirksamen Aufsicht durch die Herkunfts- und die Aufnahmelandbehörde unterstehen. Schließlich enthält der Bericht Empfehlungen für die Überwachung der Aufsichtsstandards in den Aufnahmeländern und für den Umgang mit Unternehmensstrukturen, die potentielle Lücken in der Aufsicht entstehen lassen.

Der Basler Ausschuß erzielte in jüngster Zeit weitere Fortschritte beim Aufbau eines echten weltweiten Netzes von Bankenaufsichtsbehörden und bei der Verbreitung seiner Dokumente, Empfehlungen, Richtlinien und Mindestanforderungen. Die Beziehungen zu Aufsichtsbehörden außerhalb der Zehnergruppe sollen durch zwei Neuerungen ausgebaut werden. So werden bei jeder Quartalsitzung des Ausschusses auch regelmäßig gemeinsame Sitzungen mit Gruppen von Aufsichtsbehörden aus Nicht-G10-Ländern abgehalten, und die Ausbildungskurse, die das Sekretariat des Basler Ausschusses – meist in Zusammenarbeit mit regionalen Gruppen von Bankenaufsichtsbehörden – organisiert, werden erheblich ausgeweitet.

Was die Eigenkapitalausstattung der Banken betrifft, überwacht der Basler Ausschuß derzeit die Umsetzung der Änderung der Eigenkapitalvereinbarung zur Einbeziehung der Marktrisiken vom Januar 1996. Die Änderung, die spätestens Ende 1997 in Kraft treten wird, verlangt von den Banken, ihren Eigenkapitalbedarf für die Unterlegung der Marktrisiken entweder nach einem Standardverfahren zu berechnen oder nach einem Verfahren, das auf den Ergebnissen bankeigener Modelle beruht. Die internen Modelle, die die Banken zur Ermittlung der Risikomeßgrößen verwenden dürfen, müssen genau festgelegten qualitativen und quantitativen Kriterien entsprechen. Mit der Änderung soll sichergestellt werden, daß die Banken für die Risiken im Zusammenhang mit ihrem Handelsgeschäft ein angemessenes Eigenkapitalpolster halten und daß sie sich weiter um Verbesserungen der Risikomanagement-Verfahren für ihr Geschäft am Markt insgesamt bemühen. Seit der Verabschiedung der Änderung hat der Basler Ausschuß weitere Arbeiten zu den Auswirkungen der beiden Berechnungsverfahren auf den Eigenkapitalbedarf der Banken durchgeführt. Die Ergebnisse, die im November 1996 ausgewertet wurden, bestätigen den Ausschuß in seiner Ansicht, daß bei den bankeigenen Modellen die Vorteile von Risikodiversifizierungsstrategien angemessen berücksichtigt werden und den Instituten ein Anreiz gegeben wird, die Solidität und Genauigkeit ihrer Modelle fortlaufend zu verbessern. Der Ausschuß erwartet von den Banken, daß sie bei der Modellgestaltung und der Erfassung

komplexer Komponenten des Marktrisikos weitere Fortschritte machen. Entsprechend arbeitet der Ausschuß weiterhin eng mit dem Bankgewerbe zusammen.

Ende 1996 schloß der Ausschuß einen Bericht über das Management des Zinsänderungsrisikos ab. Dieser enthält 12 Grundsätze, nach denen die Ausschußmitglieder beurteilen werden, ob die Banken ihr Zinsänderungsrisiko effizient handhaben. Die Grundsätze beziehen sich auf die Rolle des obersten Verwaltungsorgans und der Geschäftsleitung, geschäftspolitische Grundsätze und Verfahren für das Risikomanagement, Risikomeß- und -überwachungssysteme, umfassende Kontrollen sowie die von den Aufsichtsbehörden für die Überwachung des Zinsänderungsrisikos anzuwendenden Methoden. Das Papier ist nun Gegenstand eines Konsultationsverfahrens; es soll im späteren Jahresverlauf fertiggestellt werden.

Im November 1996 gaben der Basler Ausschuß und das Technical Committee der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) einen Bericht über die in den Jahresabschlüssen 1995 offengelegten Handels- und Derivatengeschäfte international tätiger Banken und Wertpapierhäuser heraus. Der Bericht gibt großen Banken und Wertpapierhäusern einen Überblick über die Fortschritte bei der Offenlegung in den Jahren 1993-95 und empfiehlt Verbesserungen auf internationaler Ebene. Der Basler Ausschuß und das Technical Committee der IOSCO werden auch weiterhin die Offenlegungspraxis von Banken und Wertpapierhäusern beobachten und diesen weitere Verbesserungen nahelegen.

Derzeit befaßt sich der Basler Ausschuß mit der Identifizierung von Aufsichtsproblemen im Zusammenhang mit der Teilnahme von Banken an Zahlungsverkehrssystemen sowie mit elektronischem Geld und der elektronischen Ausführung von Bankgeschäften („Electronic Banking“). Der Ausschuß stützt sich dabei auf die laufenden Arbeiten anderer BIZ-Ausschüsse und internationaler Gremien. Hinsichtlich der Zahlungsverkehrssysteme prüft eine gemeinsame Task Force des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme Fragen von gemeinsamem Interesse für Bankenaufsichtsbehörden und die für Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme zuständigen Stellen der G10-Zentralbanken. Im Bereich elektronisches Geld/Electronic Banking hat der Basler Ausschuß eine erste Analyse der Konsequenzen sowohl im Hinblick auf verschiedene Risiken für die Banken als auch im Hinblick auf Aufsichtsprobleme durchgeführt. Der Basler Ausschuß beabsichtigt, bis Ende 1997 einen Bericht über diese Fragen vorzulegen; gleichzeitig will er gemeinsam mit dem Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme die sich rasch wandelnde Situation weiter beobachten.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht spielte ferner eine führende Rolle bei der Arbeit des gemeinsamen Forums für Finanzkonglomerate. Er betrachtet dieses Forum als zentrales Element seiner Bemühungen um eine bessere Zusammenarbeit mit der Wertpapier- und der Versicherungsaufsicht mit dem Ziel einer verstärkten Aufsicht über Finanzinstitute. Der Ausschuß unterstützt die Analyse komplexer Aufsichtsfragen bezüglich international tätiger Finanzkonglomerate durch das Forum und nimmt weiterhin aktiv an dessen Arbeit teil. Entsprechend seinem Mandat sucht das Forum nach praktischen Wegen, um den Informationsaustausch zwischen Aufsichtsorganen sowohl national als auch international zu erleichtern. Es hat rechtliche und andere Hindernisse für einen

solchen Informationsaustausch festgestellt, die zum Teil als nicht gerechtfertigt erscheinen, so daß das Forum sich für ihre Aufhebung ausspricht. Eine Task Force des Forums hat 13 internationale Finanzkonglomerate analysiert, um zu einem besseren Verständnis der Leitung und Organisation solcher Konzerne zu gelangen. Diese Arbeit dürfte dem Forum helfen, Wege zur Förderung der Kommunikation unter Aufsichtsbehörden zu finden und Grundsätze für den Informationsaustausch festzulegen. Das Forum leistet ferner wertvolle Arbeit bei der Entwicklung von Aufsichtsgrundsätzen, vor allem hinsichtlich einer konzernweiten Eigenkapitalmessung. Damit soll die Aufsicht über regulierte Institute innerhalb der Finanzkonglomerate unterstützt werden.

Im April 1997 wurde Tom de Swaan, Exekutivdirektor der De Nederlandsche Bank, von den Präsidenten der G10-Zentralbanken zum Vorsitzenden des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht ernannt. Er folgt Tommaso Padoa-Schioppa nach, der aus der Banca d'Italia ausschied, um den Vorsitz der CONSOB, der italienischen Börsenaufsichtsbehörde, zu übernehmen.

#### *Ständiger Ausschuß für Euromarktangelegenheiten*

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte seine Beobachtung der internationalen Finanzmärkte fort und erörterte weiter Fragen zu ihrer Funktionsweise und Stabilität. Unter anderem befaßte er sich mit dem jüngsten Wachstum der Märkte für Kreditderivate, den Gründen für die Zunahme besicherter Transaktionen im Großkundengeschäft und der starken Ausweitung der Kapitalströme in verschiedene aufstrebende Volkswirtschaften bei gleichzeitig deutlichem Rückgang der Spreads bei deren neuen Anleiheemissionen (s. Kapitel VII). Er untersuchte die allgemeineren Konsequenzen des technischen Fortschritts, der Produktinnovation und der Globalisierung für das Bankgewerbe; ein weiteres Diskussionsthema waren die Herausforderungen bei der Lösung von Finanzkrisen in einem globalisierten Umfeld angesichts der unterschiedlichen nationalen Konkursbestimmungen. Außerdem forschte der Ausschuß nach den Ursachen von gleichgerichteten Veränderungen der Anleihezinsen an verschiedenen Märkten sowie nach den Gründen und der Nachhaltigkeit der in letzter Zeit hohen Preise für Vermögenswerte.

Im Jahr 1996 setzte der Ausschuß zwei Task Forces ein. Die eine prüft die Auswirkungen der jüngsten strukturellen Veränderungen an den Finanzmärkten auf das Wesen des Systemrisikos, u.a. das Auftreten von Finanzinstituten ohne Bankstatus als Anbieter traditioneller Bankdienstleistungen und die sich wandelnde Rolle der Banken in der Finanzintermediation. Die Task Force wird analysieren, ob diese und andere Veränderungen die Ursachen und die Verteilung der Risiken im Finanzsystem, das Ansteckungspotential zwischen verschiedenen Finanzinstituten und Märkten sowie die wechselseitigen Beziehungen zwischen der Störungsanfälligkeit des Finanzsektors und der Gesamtwirtschaft verändert haben. Sie wird auch prüfen, ob die traditionelle schwerpunktmäßige Betrachtung der Banken bei der Analyse des Systemrisikos in Anbetracht ihrer sich wandelnden Rolle und der zunehmenden Bedeutung von Finanzinstituten ohne Bankstatus und von Nichtbankenmärkten geändert werden muß.

Die andere Task Force untersucht Änderungen im Portfoliomanagement, um ein besseres Verständnis der internationalen Kapitalbewegungen zu entwickeln.

Die internationalen Anlageströme sind in den letzten Jahren stark gewachsen; darin zeigen sich neue Anlagemöglichkeiten und der zunehmende Wunsch von Anlegern und Fondsverwaltern, Risiken zu diversifizieren und Erträge zu verbessern. Diese Expansion wurde auch durch die Vielfalt der Instrumente erleichtert, mit deren Hilfe Fondsverwalter die gewünschten Risikoprofile herstellen oder verändern können. Viele dieser Geschäfte verändern die ökonomische Bedeutung der verzeichneten Kapitalströme, und einige werden von den traditionellen Systemen für die Analyse und die Interpretation der internationalen Kapitalbewegungen nur unzureichend erfaßt. Die Task Force wird die Finanzierungs-, Anlage- und Absicherungspraktiken im internationalen Fondsmanagement prüfen und versuchen, die Kenntnis dieser Praktiken in ein verbessertes Interpretationsverfahren für diese Mittelströme einfließen zu lassen.

Im Januar 1997 genehmigten die Präsidenten der G10-Zentralbanken ein vom Ausschuß entworfenes Rahmenkonzept für die regelmäßige Erhebung von Daten über die außerbörslichen Derivatmärkte auf der Basis von Meldungen führender Marktteilnehmer; die Umsetzung soll bis Ende Juni 1998 erfolgen. Das Meldeverfahren beruht auf dem Bericht *Proposals for Improving Global Derivatives Market Statistics*, der von einer Arbeitsgruppe des Ausschusses erstellt und im Juli 1996 veröffentlicht worden war; nach Konsultation der Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden wurde es in endgültige Form gebracht. Bei der Gestaltung des Rahmenkonzepts stützte man sich auf die Ergebnisse der Erhebung der Zentralbanken über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten aus dem Jahr 1995; dabei hatte sich herausgestellt, daß diese Märkte viel größer waren, als aufgrund früherer Schätzungen angenommen worden war. Das Rahmenkonzept will den Informationsbedarf erfassen, der in früheren Studien des Ausschusses zu den Implikationen der Derivatmärkte für die Gesamtwirtschaft und die Finanzmarktaufsicht festgestellt wurde. Diese Studien kamen zu dem Schluß, daß Derivate zwar bei der Stärkung des Finanzsystems eine wertvolle Rolle spielen, indem sie die Umverteilung und Steuerung von Risiken erleichtern, daß jedoch bessere Informationen über die Größe und die Struktur dieser Märkte benötigt werden, um ihre Transparenz zu erhöhen und den Marktteilnehmern, Zentralbanken und sonstigen Behörden die Beobachtung der verschiedenen Geschäftsaktivitäten und der Risikoverteilung im weltweiten Finanzsystem zu erleichtern. Die Statistiken sollen von den Zentralbanken der einzelnen Länder zusammengestellt und von der BIZ veröffentlicht werden, zunächst auf halbjährlicher Basis.

Im Auftrag des Ständigen Ausschusses für Euromarktangelegenheiten war die Bank auch weiterhin mit der Zusammenstellung, Aufbereitung und Veröffentlichung verschiedener sonstiger statistischer Daten über das internationale Bankgeschäft und die internationalen Finanzmärkte befaßt. Der Ausschuß leitete eine Reihe von Verbesserungen seiner halbjährlichen Statistiken über die Auslandsverschuldung von Ländern bei international tätigen Banken in die Wege.

Im September 1996 ernannten die Präsidenten der G10-Zentralbanken Toshihiko Fukui, Senior Deputy Governor der Bank of Japan, mit Wirkung vom Januar 1997 zum neuen Vorsitzenden des Ständigen Ausschusses für Euromarktangelegenheiten. Er tritt damit die Nachfolge von Andrew Crockett, dem Generaldirektor der BIZ, an, der dieses Amt seit Januar 1994 bekleidet hatte.

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme war erneut bemüht, Wege zur Risikominderung und Effizienzsteigerung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen zu ermitteln, festzulegen und zu fördern.

Im Jahr 1996 spielte der Ausschuß eine zentrale Rolle bei der Arbeit der G10-Zentralbanken zum elektronischen Geld. Es wurden verschiedene Berichte verfaßt, die sich mit Themen wie Sicherheit der elektronischen Zahlungsmittel, Konsequenzen für Geldpolitik und Seigniorage, Rechts- und Vollzugsfragen sowie Aufsichtsansätze gegenüber den Emittenten von elektronischen Zahlungsmitteln beschäftigten. Die Berichte wurden von den G10-Zentralbankpräsidenten erörtert; diese haben die BIZ gebeten, gemeinsam mit dem Ausschuß die weltweiten Entwicklungen in diesem Bereich genau zu beobachten. Die von den G10-Zentralbanken durchgeführte Analyse bildete einen nützlichen Beitrag zur Arbeit anderer internationaler Gremien, die sich mit diesen Fragen befassen, z.B. den G10-Stellvertretern und der Financial Action Task Force.

Der Ausschuß schloß Berichte zu verschiedenen Themen ab und legte sie Anfang 1997 den G10-Zentralbankpräsidenten vor. Im Februar gaben der Ausschuß und die IOSCO gemeinsam einen Bericht heraus, der ein Rahmenkonzept für die Offenlegung bei Wertpapierabwicklungssystemen enthielt. Das Rahmenkonzept ist als Fragebogen gestaltet und soll den Marktteilnehmern helfen, bei den Betreibern von Wertpapierabwicklungssystemen Informationen einzuholen, um sich ein wohlinformiertes Urteil über die Risiken der Teilnahme an solchen Systemen bilden zu können. Die gemeinsame Arbeitsgruppe des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und der IOSCO, die das Rahmenkonzept entworfen hat, bestand aus Vertretern von Zentralbanken, Wertpapieraufsichtsorganen und Organisationen des privaten Sektors aus den G10- und anderen Ländern, einschließlich aufstrebender Volkswirtschaften.

Der Ausschuß und die IOSCO übermittelten den Bericht auch an Zentralbanken und Wertpapieraufsichtsbehörden in aller Welt mit der Bitte, die Systembetreiber in ihrem Land zu ersuchen, den Fragebogen auszufüllen und die Antworten den Marktteilnehmern zur Verfügung zu stellen. Die Sekretariate des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und der IOSCO werden als Sammelstelle für die Antworten dienen.

Im März 1997 veröffentlichte der Ausschuß Berichte über Interbank-Großbetragsüberweisungssysteme und über Clearingmechanismen für börsengehandelte Derivate. Sie schließen an frühere Arbeiten des Ausschusses zur Zahlungs- und Abwicklungsinfrastruktur der Finanzmärkte an, z.B. zu Nettingssystemen, Wertpapierabwicklungssystemen und Systemen zur Abwicklung von Devisenhandelsgeschäften. Im ersten Bericht geht es um die Bruttoabwicklung in Echtzeit („real-time gross settlement“, RTGS) in Interbank-Großbetragsüberweisungssystemen, deren tägliches Abwicklungsvolumen in den G10-Ländern sich inzwischen routinemäßig auf umgerechnet mehrere Billionen Dollar beläuft. Der Bericht gibt einen allgemeinen Überblick über die wichtigsten Konzepte und Risiken im Zusammenhang mit Zahlungsverkehrssystemen und untersucht die Grundsätze und Gestaltungsmerkmale der RTGS-Systeme. Ferner wird eine Reihe von Grundsatzfragen im Zusammenhang mit der Entwicklung solcher Systeme

angesprochen, u.a. geldpolitische Aspekte und die allgemeineren Auswirkungen der Bruttoabwicklung in Echtzeit auf Zahlungs- und Abwicklungssysteme des Großzahlungsverkehrs. Der Bericht skizziert die wichtigsten Unterschiede zwischen den schon bestehenden oder geplanten RTGS-Systemen der G10-Länder und untersucht die Liquiditätssteuerung in den RTGS-Systemen. Eher technische Aspekte wie Betriebsverfahren für die Verarbeitung von Zahlungsaufträgen oder die Struktur von Nachrichtenströmen werden ebenfalls erörtert.

Der zweite Bericht beschreibt den Aufbau von Clearingmechanismen für derivative Instrumente, die an organisierten Börsen gehandelt werden, und analysiert die mit solchen Systemen verbundenen Risiken und die Art, wie in der Regel damit umgegangen wird. Es werden mögliche Schwachstellen der Clearingmechanismen ermittelt, einschließlich der potentiellen Unzulänglichkeiten der Ressourcen der Clearingorganisationen bei Ausfall eines oder mehrerer Mitglieder, fehlender Kontrollen der Positionen der Mitglieder während des Tages sowie der Verwendung von Zahlungsverfahren, die eine zeitnahe Erfüllung am selben Tag nicht gewährleisten. Gleichzeitig enthält der Bericht Vorschläge zur Behandlung solcher Schwachstellen, z.B. die Durchführung von Krisentests durch die Clearingorganisation, den zeitnäheren Abgleich der Geschäftsabschlüsse für die Berechnung der Ein- und Nachschußverpflichtungen sowie die Stärkung der internen Zahlungsmechanismen.

Nachdem der Ausschuß im März 1996 einen Bericht zur Verringerung des Erfüllungsrisikos bei Devisenhandelstransaktionen veröffentlicht hatte, verfolgte er gezielt die Fortschritte bei der Umsetzung der vorgeschlagenen Strategie. Der Bericht, der von den G10-Zentralbankpräsidenten gebilligt worden war, hat beträchtliche Aufmerksamkeit gewonnen und zu entsprechenden Initiativen einzelner Banken, Bankenverbände und Zentralbanken geführt. Er wurde dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht zur Kenntnis gebracht, und mehrere Aufsichtsbehörden haben schon konkrete Schritte unternommen, indem sie z.B. für Bankrevisoren Richtlinien über das Erfüllungsrisiko bei Devisenhandelstransaktionen erließen. Entwicklungen wie die Inbetriebnahme neuer RTGS-Systeme und die Aussichten auf längere Betriebszeiten der bestehenden Systeme unterstützen den Markt ebenfalls bei der Verringerung dieses Risikos.

Der Ausschuß baute seine Zusammenarbeit mit anderen internationalen Aufsichtsbehörden weiter aus, wie z.B. im Falle der gemeinsamen Initiative mit der IOSCO. Ferner ist er damit befaßt, zusammen mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht gemeinsame Anliegen zu identifizieren und zu analysieren. Eine engere Zusammenarbeit wird auch mit nicht zur Zehnergruppe gehörenden Zentralbanken angestrebt, insbesondere jenen der aufstrebenden Volkswirtschaften. Der Ausschuß hat mit verschiedenen dieser Zentralbanken Treffen abgehalten, und gemeinsam mit der BIZ wurden für verschiedene regionale Gruppen von Zentralbanken Seminare und Workshops über Zahlungsverkehrssysteme veranstaltet (s. unten). Der Ausschuß und sein Sekretariat bei der BIZ wollen diese Bemühungen in den kommenden Jahren noch intensivieren.

#### *Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen*

Entsprechend der globaleren Orientierung der Rolle und des Mitgliederkreises der BIZ richteten die Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale

Organisationen ihre Arbeit in jüngster Zeit vermehrt auf die Pflege von Kontakten zwischen der BIZ und regionalen Gruppen von Zentralbanken aus. Dabei werden die Beziehungen zu den Gruppen, die schon jetzt Verbindungen zur BIZ unterhalten, vertieft und Kontakte mit anderen bedeutenden Gruppen geknüpft. Die BIZ pflegt Kontakte zu folgenden Organisationen: CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos) in Lateinamerika, EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEANZA (Central Banks of South-East Asia, New Zealand and Australia), SEACEN (South-East Asian Central Banks) und SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation) in Asien, GCC (Gulf Cooperation Council) in der Golfregion und SADC (South African Development Community) in Südafrika. Die BIZ hat die Arbeit dieser Organisationen unterstützt und mit einigen von ihnen gemeinsame Seminare durchgeführt.

Die Koordinationsdienste haben außerdem ihre bisherige Tätigkeit fortgesetzt, insbesondere die Organisation von Seminaren für Reformländer im Joint Vienna Institute. Diese Seminare betrafen bestimmte Aufgabenbereiche von Zentralbanken, u.a. Geldpolitik, Bankenaufsicht, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme, Rechtsfragen und Verwaltung der Währungsreserven.

Die bisherige Aufgabe der BIZ, die Schulung und die technische Hilfe zu koordinieren, die etliche Zentralbanken für die Zentralbanken der Reformländer erbringen, hat sich wegen der Fortschritte in mehreren Ländern gewandelt. Es handelt sich jetzt zunehmend um eine Zusammenarbeit zwischen gleichberechtigten Partnern. In diesem Rahmen treffen sich Vertreter von Zentralbanken Mittel- und Osteuropas sowie der GUS-Republiken weiterhin jährlich bei der BIZ.

#### *Ausschuß der EDV-Fachleute*

Der Gedankenaustausch bei den Sitzungen des Ausschusses der EDV-Fachleute bestätigte, daß sich die EDV-Systeme der Zentralbanken weiter in Richtung netzwerkgestützter Systeme entwickeln, ohne dabei jedoch die Großrechner vollständig zu verdrängen, deren Zuverlässigkeit und Sicherheit bei einigen kritischen Anwendungen immer noch geschätzt werden. Im allgemeinen hat die Arbeitslast der Informatikabteilungen zugenommen, vor allem weil die EDV-Systeme für den Übergang zum Jahr 2000 angepaßt werden müssen und – bei den Zentralbanken in der Europäischen Union – die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) vorbereitet werden muß. Die EDV-Systeme der Zentralbanken werden zunehmend nach außen geöffnet, insbesondere durch den erweiterten Zugang zum Internet und die Einrichtung eigener Web Sites der Zentralbanken, über die Informationen an die Öffentlichkeit weitergegeben werden können. In immer mehr Zentralbanken wird außerdem die Internet-Technologie für die Entwicklung interner Netze („Intranets“) verwendet, die den Mitarbeitern leichten Zugang zu Informationen ermöglichen.

Im Zusammenhang mit der vom Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme durchgeführten Analyse von elektronischen Zahlungsmitteln (s. oben) untersuchte eine Arbeitsgruppe die Sicherheitsaspekte dieser neuen Produkte und legte einen Bericht vor, der im August 1996 veröffentlicht wurde. Der Bericht stützt sich auf eine detaillierte Prüfung der wichtigsten elektronischen Zahlungsmittel in den G10-Ländern und beurteilt Sicherheitsmaßnahmen, mit

denen Fälschungen verhütet, betrügerische Transaktionen aufgedeckt und gegebenenfalls Betrugsfälle eingegrenzt werden sollen. Er kommt unter anderem zu dem Schluß, daß die Risiken wirksam vermindert werden können, wenn eine breite Palette von Sicherheitsmaßnahmen korrekt eingeführt und strikt umgesetzt wird.

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

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken widmete ihre Aufmerksamkeit erneut der Möglichkeit einer Ausdehnung des geschützten elektronischen Informationsaustauschs unter den Zentralbanken auf Datenfernübertragung, Papier-, Telefon- und Videoverkehr. Für Strategie- und Technikfragen zuständige Arbeitsgruppen hatten einen entsprechenden Fragebogen erarbeitet und an einen großen Kreis von Zentralbanken, die in BIZ-Ausschüssen und -Expertengruppen mitwirken, verteilt. Aufgrund der positiven Ergebnisse wurde die Weiterbearbeitung dieses Themas sehr befürwortet. Außerdem wurden Maßnahmen getroffen, um mögliche Überschneidungen von Entwicklungen beim elektronischen Informationsaustausch infolge der WWU-Vorbereitungen der EU-Zentralbanken zu erkennen und Doppelarbeiten möglichst zu vermeiden. Die Expertengruppe erörterte auch den derzeitigen Einsatz der EDV durch Volkswirte und Statistiker der Zentralbanken sowie neue Technologien; der Schwerpunkt lag dabei auf Möglichkeiten einer effizienteren Verwaltung von Datenbanken und einer Verbesserung von Analyseverfahren.

## 2. Die Bank als Agent und Treuhänder

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

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

Seit Oktober 1986 ist die Bank als Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzessive Vereinbarungen zwischen der ECU Banking Association (EBA) in Paris und der BIZ geregelt worden, deren jüngste am 16. September 1996 unterzeichnet wurde und in Kraft trat. Aufbau und Funktionsweise dieses Clearingsystems sind im 56. Jahresbericht vom Juni 1986 beschrieben. Im Berichtszeitraum erhielten zwei weitere Banken von der EBA den Status einer Clearingbank und traten dem System Anfang Mai 1997 bei. Die Zahl der ECU-Clearingbanken erhöhte sich somit auf 49.

#### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe teilte die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen der Dawes- und der Young-Anleihe der Bank mit, daß sie am 3. Oktober 1996 rund DM 3,4 Mio. an fälligen Tilgungszahlungen sowie am 3. April und 3. Oktober 1996 DM 6,8 Mio. an fälligen Zinsen und Zinsrückständen an die Inhaber der Schuldverschreibungen ausbezahlt hat. Die neu berechneten Einlösungswerte und

Umrechnungsfaktoren für die genannten Zinsfälligkeiten wurden von der Bundesschuldenverwaltung im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die Bundesschuldenverwaltung hat die Bank erneut ihre früheren Vorbehalte geltend gemacht, die im 50. Jahresbericht vom Juni 1980 dargelegt wurden und die sich auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Den Zahlungsagenten wurde geraten, entsprechende Vorsorgemaßnahmen zu treffen, um die Rechte der Schuldverschreibungsinhaber zu schützen.

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

#### *Pfandhalter für brasilianische Anleihen*

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

#### *Pfandhalter und Treuhänder für peruanische Anleihen*

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

### 3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Im Berichtsjahr koordinierte die BIZ keine internationalen Finanzhilfeprogramme, sie gewährte jedoch erneut Zentralbanken kurzfristige bilaterale Kredite. Diese Kredite sind in der Regel besichert, in Abhängigkeit von üblichen Kreditprüfungen und je nach dem Umfang der Geschäftsbeziehung können jedoch auch Blankokredite gewährt werden.

### 4. Zusammenarbeit mit offiziellen Kommissionen bei der Forschung über die Tätigkeit der Bank während des Zweiten Weltkriegs

Im Zusammenhang mit dem stark wachsenden allgemeinen Interesse hinsichtlich der während des Zweiten Weltkriegs geraubten Vermögenswerte erhielt die BIZ eine Reihe Anfragen von offiziellen Kommissionen über ihre Tätigkeit während des Krieges, u.a. vom Committee on Banking, Housing and Financial Services des US-Repräsentantenhauses, dem Committee on Banking, Housing and Urban Affairs des US-Senats, dem Independent Committee of Eminent Persons und der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg. Zwar waren einige der gestellten Fragen allgemeiner Art, doch galt die Aufmerksamkeit hauptsächlich den Goldgeschäften, die die BIZ während des Krieges mit der

Reichsbank getätigt hatte. Die BIZ antwortete auf diese Anfragen mit ausführlichen Informationen und verpflichtete sich, uneingeschränkt mit allen offiziellen Kommissionen zusammenzuarbeiten, u.a. indem sie Zugang zu ihren gesamten einschlägigen Akten gewährt. Der Historiker der Bank, der seit fast zwei Jahren die Archive der Bank sichtet und katalogisiert, erstellte einen Bericht über die Tätigkeit der Bank während des Krieges, der von Coopers & Lybrand geprüft wurde. Dieser Bericht steht der Allgemeinheit zur Verfügung und kann auf der BIZ-Web-Site (<http://www.bis.org>) abgerufen werden. Im Hinblick auf das große Interesse der Öffentlichkeit an diesen Fragen hat der Verwaltungsrat außerdem beschlossen, die Archive der BIZ Anfang 1998 zu öffnen; eine Reihe besonders wichtiger Dokumente soll ab Juli 1997 zugänglich gemacht werden.

## 5. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Am 31. März 1997 betrug die Bilanzsumme GFr. 66 793 Mio., was einem Rekordstand zum Ende eines Geschäftsjahres entspricht. Die Zunahme gegenüber dem Vorjahr (GFr. 58 618 Mio.) betrug GFr. 8 175 Mio. oder 14%. Ohne Bewertungseffekte infolge des Kursanstiegs des US-Dollars wäre sie (mit weiteren GFr. 2,5 Mrd.) im Jahresvergleich noch erheblich größer gewesen.

### *Passiva*

In den Fremdmitteln spiegelt sich in erster Linie die Rolle der BIZ als Bank der Zentralbanken wider. Im vergangenen Geschäftsjahr ergriff die BIZ eine Reihe von Maßnahmen, um die Wettbewerbsfähigkeit der verschiedenen Bank- und Anlagendienstleistungen zu verbessern, die sie über 100 Zentralbanken und internationalen Finanzorganisationen in aller Welt anbietet.

Am 31. März 1997 betrugen die Gold- und Währungseinlagen insgesamt GFr. 62 097 Mio. (Vorjahr: GFr. 54 271 Mio.). Hätten sich nicht Wechselkursentwicklungen negativ auf die Gesamteinlagen ausgewirkt, wäre der verbuchte Anstieg von GFr. 7 826 Mio. noch um rund GFr. 2,6 Mrd. höher gewesen. Diese ausgeprägte Zunahme der Fremdmittel entfiel weitgehend auf neue Währungseinlagen von Zentralbanken.

Der auf Einlagen von Zentralbanken entfallende Anteil der gesamten Fremdmittel veränderte sich nur wenig; er verzeichnete 1996/97 einen geringfügigen Rückgang auf 93,9% gegenüber 94,2% im Vorjahr (Ende März 1995: 95%). Dementsprechend stieg der Anteil der anderen Einleger (hauptsächlich internationale Finanzorganisationen) im Berichtsjahr von 5,8% auf 6,1% und betrug GFr. 3 758 Mio. (Vorjahr: GFr. 3 133 Mio.).

Eine bedeutende Entwicklung im vergangenen Geschäftsjahr war der beträchtliche Anstieg (37%) der Einlagen in US-Dollar. Der Anteil des US-Dollars an den gesamten Währungseinlagen erhöhte sich damit auf 61,6% (Ende März 1996: 52,3%; Ende März 1995: 61,1%). Dagegen ging – teilweise wechselkursbedingt – der Anteil der DM-Einlagen von 32,8% am 31. März 1996 auf 20,5% am 31. März 1997 zurück; er liegt damit wieder nahe dem Wert von Ende März 1995 (22,2%).

Am 31. März 1997 entfielen auf Einlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu 3 Monaten 98,2% der gesamten Währungseinlagen (Vorjahr: 95,1%).

Die Goldeinlagen gingen um GFr. 409 Mio. auf GFr. 3 836 Mio. zurück und machten somit am 31. März 1997 noch 6,2% der gesamten Fremdmittel aus (31. März 1996: 7,8%).

#### *Aktiva*

Der Großteil der von Zentralbanken bei der BIZ gehaltenen Währungsreserven muß kurzfristig verfügbar sein, so daß die Bank ihr Augenmerk bei der Anlage dieser Mittel vor allem auf einen hohen Grad an Liquidität richtet. Die Bank führt ihre Geschäfte in sehr vorsichtiger Weise, um die Sicherheit der ihr anvertrauten Einlagen zu gewährleisten; Kreditrisiko, Fristentransformation und Wechselkursrisiko werden streng überwacht.

Die Währungsaktiva betragen am 31. März 1997 GFr. 62 088 Mio. und verzeichneten damit gegenüber dem Vorjahr (GFr. 53 584 Mio.) einen Anstieg von GFr. 8 504 Mio. Die Fremdmittel sind in Form von Einlagen bei erstklassigen Finanzinstituten von internationalem Ruf sowie in kurzfristigen handelsfähigen Wertpapieren, einschließlich Schatzwechsel, angelegt. Die eigenen Mittel der Bank werden hauptsächlich in Gold oder in Staatspapieren der größten Industrieländer angelegt.

Die Goldaktiva der Bank gingen im Geschäftsjahr 1996/97 von GFr. 5 001 Mio. auf 4 504 Mio. zurück; der Hauptgrund dafür ist ein Rückgang der Goldeinlagen.

Die Bank verwendet ferner bestimmte derivative Instrumente, im wesentlichen um ihre eigenen Mittel effizienter zu verwalten und Risiken bei den Fremdmitteln abzusichern (s. Anmerkung 7a zur Bilanz).

## 6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1997 abgelaufene 67. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 203 289 449 (Vorjahr: GFr. 187 937 032). Die Steigerung erfolgte trotz eines Rückgangs der Einnahmen aus den Geschäften mit Fremdmitteln, der durch niedrigere durchschnittliche Margen bedingt war. Dagegen stieg der Ertrag aus der Anlage der eigenen Mittel geringfügig an, da sich die Eigenmittel infolge der Emission von 44 000 neuen Aktien im zweiten Halbjahr erhöhten. Ferner erbrachten Goldanlagen und Devisengeschäfte im Kundenauftrag höhere Einnahmen. Der Verwaltungsrat wies außerdem nach einer Neubeurteilung der mit den Anlagen der Bank verbundenen Kredit- und Marktrisiken der Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle einen niedrigeren Betrag zu.

Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 60 530 595 für Verwaltungskosten; gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 66 347 998 haben diese um 9% abgenommen. Diese Abnahme ist ausschließlich bewertungsbedingt, da der Schweizer Franken im Verlauf des Jahres gegenüber dem Goldfranken erheblich an Wert einbüßte. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – stiegen die Kosten hingegen um knapp 2%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, aus dem Geschäftsertrag GFr. 3 000 000 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und GFr. 6 000 000 der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zuzuweisen. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 194 289 449, verglichen mit GFr. 181 333 300 im Vorjahr.

Gestützt auf Artikel 51 der Statuten empfiehlt der Verwaltungsrat der Generalversammlung, den Reingewinn von GFr. 194 289 449 wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 48 780 923 zur Zahlung einer Dividende von SFr. 280 je Aktie (die Dividende für die 44 000 neuen Aktien, die in der zweiten Hälfte des Geschäftsjahres 1996/97 ausgegeben wurden, wird anteilig für den Zeitraum ab dem jeweiligen Zeichnungsdatum gezahlt);
- ii) GFr. 41 018 778 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 101 489 748, den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns, zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme der obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1997 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1997 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung des Aktienkapitals und der Reserven der Bank im abgelaufenen Geschäftsjahr finden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Gesellschaft Price Waterhouse geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die dazugehörigen Anmerkungen auf S. 214–219 eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank am 31. März 1997 geben. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluß.

## 7. Erweiterung des Kreises der Aktionärszentralbanken

Um die Zusammenarbeit der Zentralbanken unter der Ägide der BIZ weiter auszubauen, beschloß der Verwaltungsrat am 9. September 1996, neun weitere Zentralbanken einzuladen, Aktionäre der Bank zu werden. Infolgedessen wurden der Banco Central do Brasil, die People's Bank of China, die Hong Kong Monetary Authority, die Reserve Bank of India, die Bank of Korea, der Banco de México, die Zentralbank der Russischen Föderation, die Saudi Arabian Monetary Agency und die Monetary Authority of Singapore zur Zeichnung von Aktien der dritten Tranche des Kapitals der BIZ eingeladen. Noch vor Ende des Geschäftsjahres hatten alle neun Institutionen das Angebot des Verwaltungsrats angenommen und waren damit Mitglieder der BIZ geworden.

Der Beschluß des Verwaltungsrats, weitere Aktien der dritten Tranche des Kapitals der Bank zu begeben, wurde gemäß den Bestimmungen der Artikel 6 und 8.3 der Statuten getroffen. Außerdem übten die im Verwaltungsrat vertretenen Gründerzentralbanken ihr in Artikel 8.2 der Statuten festgehaltenes Recht aus, einen Teil der neuen Aktienaussgabe zu zeichnen; entsprechend den Bestimmungen von Artikel 9 der Statuten stellten sie aber die so gezeichneten Aktien unverzüglich der Bank zur Vernichtung und zur Ausgabe der gleichen Zahl neuer Aktien an andere im Verwaltungsrat vertretene Zentralbanken zur Verfügung.

Anlässlich dieser vierten Ausgabe von Aktien der dritten Tranche wurden bis zum Ende des Geschäftsjahres insgesamt 44 000 neue Aktien gezeichnet. Der Emissionspreis aller zur Zeichnung angebotenen Aktien wurde vom Verwaltungs-

rat auf GFr. 3 643 je Aktie festgelegt; dies entspricht 1 057,645 Gramm (oder 34 Feinunzen) Gold je Aktie. Da die Aktien der Bank zu 25% oder GFr. 625 je Aktie eingezahlt sind, enthielt der Ausgabepreis von GFr. 3 643 je Aktie ein Agio von GFr. 3 018 je Aktie. Die zeichnenden Zentralbanken konnten den Ausgabepreis wahlweise in Gold begleichen oder durch Zahlung des Betrags, der am Zeichnungsdatum zum Erwerb der gleichen Menge Gold auf dem Markt erforderlich gewesen wäre, in einer für die BIZ akzeptablen konvertiblen Währung (der Gegenwert in dieser konvertiblen Währung wurde auf der Basis der morgentlichen amtlichen Preisfestsetzung für Gold in London zwei Geschäftstage vor dem Wertstellungsdatum der Zahlung berechnet).

Infolge der Ausgabe von 44 000 neuen Aktien der dritten Tranche des Kapitals der Bank stieg die Zahl der ausgegebenen Aktien der Bank von 473 125 auf 517 125 Aktien; der Betrag des eingezahlten Kapitals der Bank, der in der Bilanz vom 31. März 1997 ausgewiesen wird, hat sich um GFr. 27,5 Mio. auf GFr. 323,2 Mio. erhöht. Das von den zeichnenden Zentralbanken insgesamt gezahlte Agio betrug GFr. 132,8 Mio.; davon wurden GFr. 2 250 000 dem Gesetzlichen Reservefonds und GFr. 130 542 000 dem Allgemeinen Reservefonds zugewiesen.

## 8. Veränderungen im Verwaltungsrat

In seiner Sitzung vom 10. März 1997 wählte der Verwaltungsrat Alfons Verplaetse, den Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, für eine Amtszeit von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der Bank; diese Amtszeit beginnt am 1. Juli 1997, wenn W.F. Duisenberg diese Ämter abgibt.

Im Mai 1996 gab Carlo Azeglio Ciampi seinen Sitz im Verwaltungsrat und damit sein Amt als Stellvertretender Vorsitzender ab. Bei seiner Sitzung vom 10. Juni 1996 wählte der Verwaltungsrat Lord Kingsdown zum Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats und nahm zur Kenntnis, daß Antonio Fazio gemäß Artikel 27.2 der Statuten Vincenzo Desario in den Verwaltungsrat berufen hatte. Im November 1996 wurde diese Berufung, die ursprünglich für den Rest der noch nicht abgelaufenen Amtszeit von Carlo Azeglio Ciampi gegolten hatte, für drei Jahre erneuert. Ebenso wurden die Mandate von Helmut Schlesinger und Philippe Wilmès gemäß demselben Statutenartikel im Dezember 1996 bzw. im Januar 1997 verlängert.

Im September 1996 ernannte Alan Greenspan Alice M. Rivlin zu seiner Stellvertreterin.



# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1997

# Bilanz vom 31. März 1997

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

1996	Aktiva	1997
	<b>Gold</b>	
4 364 194 019	Barren	3 547 261 289
<u>637 302 466</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>956 662 444</u>
5 001 496 485		4 503 923 733
9 761 421	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	384 413 644
4 105 690 444	Schatzwechsel	2 813 409 132
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
29 998 320 757	bis zu 3 Monaten	34 201 692 134
<u>7 329 811 023</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>8 153 458 323</u>
37 328 131 780		42 355 150 457
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
3 539 879 228	bis zu 3 Monaten	3 441 537 565
<u>8 600 477 193</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>13 093 749 660</u>
12 140 356 421		16 535 287 225
32 771 184	Verschiedenes	200 780 130
1	Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
<u>58 618 207 736</u>		<u>66 792 964 322</u>

Nach  
Verwendung des  
Reingewinns

Vor  
Verwendung des  
Reingewinns

1996	Passiva	1997	
295 703 125	Eingezahltes Kapital	323 203 125	323 203 125
1 783 483 397	Reserven	1 916 275 398	2 061 783 924
373 473 506	Währungsumrechnungskonto	351 129 995	351 129 995
	Einlagen (Gold)		
4 079 409 773	auf Sicht	3 471 145 991	3 471 145 991
42 095 720	bis zu 3 Monaten	186 971 696	186 971 696
123 463 527	von mehr als 3 Monaten	178 283 536	178 283 536
4 244 969 020		3 836 401 223	3 836 401 223
	Einlagen (Währungen)		
1 129 229 959	auf Sicht	2 166 693 892	2 166 693 892
46 437 189 005	bis zu 3 Monaten	55 074 556 745	55 074 556 745
2 459 422 087	von mehr als 3 Monaten	1 019 098 838	1 019 098 838
50 025 841 051		58 260 349 475	58 260 349 475
283 079 270	Pensionssystem des Personals	252 630 204	252 630 204
1 558 325 067	Verschiedenes	1 658 685 453	1 658 685 453
	Gewinn- und Verlustrechnung	194 289 449	
53 333 300	Dividende, zahlbar am 1. Juli		48 780 923
58 618 207 736		66 792 964 322	66 792 964 322

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1997 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

	1996	1997
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	3 692 892 528	3 524 961 970
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	3 438 607 498	3 261 141 926
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	254 285 030	263 820 044
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1 460 882	1 328 950
Direktion und Personal	46 568 445	42 944 303
Geschäfts- und Bürokosten	18 318 671	16 257 342
	66 347 998	60 530 595
Geschäftsertrag	187 937 032	203 289 449
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	3 529 792	3 000 000
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung	3 073 940	6 000 000
	6 603 732	9 000 000
Reingewinn für das Geschäftsjahr	181 333 300	194 289 449
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 1997 abgeschlossene Geschäftsjahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:		
Dividende: 280 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien (1996: 260 Schweizer Franken)	53 333 300	47 247 209
auf 44 000 neu ausgegebene Aktien (anteilig ab Zeichnungsdatum)	—	1 533 714
	53 333 300	48 780 923
	128 000 000	145 508 526
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	38 400 000	41 018 778
	89 600 000	104 489 748
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3 000 000	3 000 000
	86 600 000	101 489 748
Zuweisung an den Freien Reservefonds	86 600 000	101 489 748
	—	—

# Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank

während des am 31. März 1997 abgeschlossenen Geschäftsjahres

(in Goldfranken)

## I. Eingezahltes Kapital

	Anzahl Aktien	Goldfranken
Aktien zu je 2 500 Goldfranken, eingezahlt zu 25%:		
Stand am 1. April 1996	473 125	295 703 125
Im Geschäftsjahr 1996/97 ausgegebene Aktien	44 000	27 500 000
Stand am 31. März 1997 laut Bilanz	517 125	323 203 125

## II. Entwicklung der Reservefonds

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden-Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 1. April 1996 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1995/96	30 070 313	803 316 157	56 530 055	893 566 872	1 783 483 397
Zuzüglich: Zuweisung des Agios auf 44 000 neu ausgegebene Aktien	2 250 000	130 542 001	—	—	132 792 001
Stand am 31. März 1997 vor Verwendung des Reingewinns	32 320 313	933 858 158	56 530 055	893 566 872	1 916 275 398
Zuzüglich: Zuweisung in bezug auf das Geschäftsjahr 1996/97	—	41 018 778	3 000 000	101 489 748	145 508 526
Stand am 31. März 1997 laut Bilanz	32 320 313	974 876 936	59 530 055	995 056 620	2 061 783 924

## III. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1997 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	323 203 125	338 697 628	661 900 753
Währungen	—	1 723 086 296	1 723 086 296
Stand am 31. März 1997 laut Bilanz	323 203 125	2 061 783 924	2 384 987 049

# Anmerkungen zum Jahresabschluß

für das am 31. März 1997 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz in Basel, Schweiz. Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ: die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 41 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; dazu werden sechs weitere Mitglieder aus diesen Ländern ernannt.

Der Abschluß für das Geschäftsjahr 1996/97 wird in einer Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

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

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

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

b) *Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

Wenn nicht anders angegeben, wird die Bilanz der Bank auf der Basis der Einstandswerte erstellt; Ertrags- und Aufwandsposten werden nach dem Prinzip der Periodenabgrenzung verbucht. Gewinne und Verluste werden monatlich ermittelt und zu den jeweils am Monatsende geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar und dann wie oben beschrieben in Goldfranken umgerechnet; die so ermittelten Monatsergebnisse werden für das Jahr vorge-tragen.

Gewinne und Verluste aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestandes werden über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist. Gewinne auf diesem Konto werden über einen Zeitraum über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportefeuilles der Bank entspricht; ein Nettoverlust am Jahresende würde unverzüglich der Gewinn- und Verlustrechnung belastet.

c) *Gold*

Aktiva und Passiva in Gold werden auf der Grundlage ihres Feingewichts aus-gewiesen.

d) *Schatzwechsel; Staats- und andere Wertpapiere*

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

Wertpapiere in den beiden genannten Posten, die im Rahmen von Pensions-geschäften erworben werden, werden zu dem Betrag ausgewiesen, der der Gegenpartei ausgezahlt wurde, zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

e) *Terminguthaben und Kredite in Währungen*

Terminguthaben und Kredite werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufge-laufener Zinsen ausgewiesen.

f) *Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung*

Diese werden zum Wert von 1 Goldfranken ausgewiesen. Investitionen für Grundstücke, Gebäude oder Geschäftsausstattung werden der Rückstellung für Bauvorhaben oder der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung belastet.

g) *Währungsumrechnungskonto*

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

Die Vorgänge auf diesem Konto wurden im Geschäftsjahr 1996/97 durch außerordentliche Transaktionen im Zusammenhang mit der Ausgabe neuer

Aktien durch die Bank beeinflusst. Diese Transaktionen hatten Buchgewinne auf Gold zur Folge, die dem Währungsumrechnungskonto gutgeschrieben wurden.

*h) Einlagen*

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

*i) Pensionssystem des Personals*

Das Pensionssystem des Personals stellt die Verpflichtung der Bank gegenüber derzeitigen Personalmitgliedern und Pensionären dar; der Betrag wird aufgrund jährlicher versicherungsmathematischer Empfehlungen ermittelt.

*j) Rückstellungen*

*i) Allgemeine Rückstellungen*

Der Verwaltungsrat weist jedes Jahr einen Betrag einer Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle zu; diese Rückstellung ist im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

*ii) Zweckbestimmte Rückstellungen*

Der Verwaltungsrat kann aus dem Geschäftsertrag der Bank Zuweisungen an folgende Rückstellungen vornehmen:

1. Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten
2. Rückstellung für Bauvorhaben
3. Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung

Die Zuweisungen an die zweckbestimmten Rückstellungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen; die nicht verwendeten Beträge dieser Rückstellungen sind im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

# Anmerkungen zur Bilanz

für das am 31. März 1997 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

Aktiva	1996	1997
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	4 364 194 019	3 547 261 289
Termineinlagen in Gold		
bis zu 3 Monaten	236 533 897	450 480 089
von mehr als 3 Monaten	400 768 569	506 182 355
	<u>5 001 496 485</u>	<u>4 503 923 733</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betragen GFr. 661 900 753 zum 31. März 1997, was 192 Tonnen Feingold entsprach (1996: GFr. 661 882 392; 192 Tonnen).

## 2. Schatzwechsel

Die Schatzwechselbestände der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	1996	1997
– im rechtlichen und wirtschaftlichen Eigentum der Bank	<u>4 105 690 444</u>	<u>2 813 409 132</u>

Der Marktwert der Schatzwechselbestände im rechtlichen und wirtschaftlichen Eigentum der Bank betrug am 31. März 1997 GFr. 2 812,7 Mio. (1996: GFr. 4 105,8 Mio.).

## 3. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bestände der Bank an diesen Wertpapieren setzen sich wie folgt zusammen:

	1996	1997
– im rechtlichen und wirtschaftlichen Eigentum der Bank	10 488 115 419	15 651 114 800
– im Rahmen von Pensionsgeschäften gehalten	1 652 241 002	884 172 425
	<u>12 140 356 421</u>	<u>16 535 287 225</u>

Der Marktwert der Wertpapierbestände im rechtlichen und wirtschaftlichen Eigentum der Bank betrug am 31. März 1997 GFr. 15 720,1 Mio. (1996: GFr. 10 532,7 Mio.).

#### 4. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	1996	1997
Genehmigtes Kapital		
600 000 Aktien		
zu je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	1 500 000 000
Begebenes Kapital: 473 125 Aktien	1 182 812 500	
517 125 Aktien		1 292 812 500
eingezahlt zu 25%	295 703 125	323 203 125

Im Geschäftsjahr 1996/97 wurden 44 000 Aktien zum Preis von GFr. 3 643 je Aktie ausgegeben. Der eingezahlte Teil von GFr. 625 je Aktie wurde dem Aktienkapital gutgeschrieben, der Rest – der einem Agio von GFr. 3 018 je Aktie entspricht – den Reserven (s. auch „Veränderung des eingezahlten Kapitals und der Reserven der Bank“).

#### 5. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	1996	1997
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313	32 320 313
Allgemeiner Reservefonds	803 316 157	974 876 936
Besonderer Dividenden-Reservefonds	56 530 055	59 530 055
Freier Reservefonds	893 566 872	995 056 620
	<u>1 783 483 397</u>	<u>2 061 783 924</u>

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt (s. auch die Tabelle „Entwicklung der Reservefonds“).

#### 6. Einlagen

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen setzen sich wie folgt zusammen:

	1996	1997
Zentralbanken		
Sicht	1 060 459 178	2 107 217 697
bis zu 3 Monaten	43 770 492 278	51 736 873 597
von mehr als 3 Monaten	2 062 276 087	658 294 838
Andere Einleger		
Sicht	68 770 781	59 476 195
bis zu 3 Monaten	2 666 696 727	3 337 683 148
von mehr als 3 Monaten	397 146 000	360 804 000
	<u>50 025 841 051</u>	<u>58 260 349 475</u>

## 7. Außerbilanzielle Posten

### a) Derivate

Im Rahmen ihres normalen Geschäfts tätig die Bank außerbilanzielle Finanztransaktionen, u.a. Devisentermingeschäfte, Währungs- und Zinsswaps, Forward Rate Agreements, Futures und Optionen. Diese Instrumente werden zur Absicherung der Zins- und Währungsrisiken der Bank bei ihren Aktiva und Passiva sowie zur Steuerung der Duration ihrer liquiden Aktiva eingesetzt. Bei der Beurteilung von außerbilanziellen Engagements wendet die Bank dieselben Bonitätskriterien wie bei allen anderen Anlagen an.

Nominalbetrag	1996	1997
(in Mio. Goldfranken)		
Währungskontrakte		
Devisenswaps und -termingeschäfte	17 194,8	9 917,3
Währungsswaps	842,5	1 263,7
Zinskontrakte		
Zinsswaps	6 312,1	8 338,2
Forward Rate Agreements und Futures	9 896,0	3 391,8

Der Nominalwert oder Kontraktwert der verschiedenen Derivate zeigt den Umfang der Aktivitäten der Bank an den verschiedenen Märkten an, er gibt jedoch keinen Hinweis auf das mit den Geschäften der Bank verbundene Kredit- oder Marktrisiko. Der Brutto-Wiederbeschaffungswert sämtlicher Kontrakte, die zu aktuellen Marktwerten einen Gewinn auswiesen, belief sich zum 31. März 1997 auf GFr. 565 Mio. (1996: GFr. 371 Mio.).

### b) Treuhandgeschäfte

Treuhandgeschäfte werden nicht in der Bilanz ausgewiesen, da sie zwar im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Risiko von Kunden ausgeführt werden.

	1996	1997
(in Mio. Goldfranken)		
Nominalwert der für Kunden verwahrten Wertpapiere	11 537,9	12 281,4
Für verschiedene Einleger verwahrtes Gold	982,5	972,0

# Bericht der Buchprüfer

Bericht der Buchprüfer  
an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Wir haben die beiliegende Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich einschließlich der Anmerkungen dazu geprüft. Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sind von der Direktion der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Rechnungslegungsverfahren“ wiedergegebenen Bewertungsgrundsätzen erstellt worden. Gemäß den Statuten der Bank besteht unsere Aufgabe darin, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfungen eine unabhängige Beurteilung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung abzugeben und Ihnen darüber Bericht zu erstatten.

Unsere Abschlußprüfung umfaßte die stichprobenweise Prüfung von Nachweisen für die in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung enthaltenen Zahlen und sonstigen Angaben. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir benötigten, um festzustellen, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung frei von wesentlichen Fehlern sind. Wir sind der Ansicht, daß die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Nach unserer Auffassung sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermitteln für das am 31. März 1997 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen

Leitende Buchprüfer

Jack W. Flamson

Basel, 25. April 1997



# Fünfjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Gold</b>					
<i>Barren</i>	4 726,9	4 338,3	4 373,4	4 364,2	3 547,3
<i>Terminguthaben und Kredite</i>	413,0	579,8	541,8	637,3	956,7
	5 139,9	4 918,1	4 915,2	5 001,5	4 504,0
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	7,5	12,0	9,8	9,8	384,4
Schatzwechsel	2 175,4	3 510,7	5 520,3	4 105,7	2 813,4
Terminguthaben und Kredite in Währungen	41 183,9	41 370,4	42 478,7	37 328,1	42 355,1
Staats- und andere Wertpapiere	11 428,3	15 087,9	12 284,3	12 140,3	16 535,3
Verschiedene Aktiva	31,4	76,6	19,2	32,8	200,8
Grundstücke, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>59 966,4</b>	<b>64 975,7</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>
<b>Eingezahltes Kapital</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>323,2</b>
<b>Reserven (nach Zuweisung des Reingewinns)</b>					
<i>Gesetzlicher Reservefonds</i>	30,1	30,1	30,1	30,1	32,3
<i>Allgemeiner Reservefonds</i>	703,1	732,2	764,9	803,3	974,9
<i>Besonderer Dividenden-Reservefonds</i>	47,5	50,5	53,5	56,5	59,5
<i>Freier Reservefonds</i>	668,8	733,7	807,0	893,6	995,1
	1 449,5	1 546,5	1 655,5	1 783,5	2 061,8
Währungsumrechnungskonto	270,3	273,1	449,5	373,5	351,1
<b>Einlagen</b>					
<i>Gold</i>	4 367,3	4 061,1	4 157,0	4 245,0	3 836,4
<i>Währungen</i>	52 147,7	57 164,9	56 934,4	50 025,8	58 260,4
	56 515,0	61 226,0	61 091,4	54 270,8	62 096,8
Pensionssystem des Personals	172,1	200,2	271,0	283,1	252,6
Verschiedene Passiva	1 224,9	1 393,1	1 411,0	1 558,3	1 658,7
Dividende	38,9	41,1	53,4	53,3	48,8
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>59 966,4</b>	<b>64 975,7</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>

# Fünfjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1993	1994	1995	1996	1997
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	211,7	195,7	229,3	254,3	263,8
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	0,8	0,8	1,2	1,5	1,3
<i>Direktion und Personal</i>	32,2	34,1	40,2	46,6	42,9
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	16,3	15,5	17,4	18,3	16,3
	49,3	50,4	58,8	66,4	60,5
Geschäftsertrag	162,4	145,3	170,5	187,9	203,3
Abzüglich: Zuweisungen an					
<i>Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten</i>	3,3	3,3	3,4	3,5	3,0
<i>Rückstellung für Bauvorhaben</i>	–	–	–	–	–
<i>Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung</i>	19,2	3,9	4,7	3,1	6,0
	22,5	7,2	8,1	6,6	9,0
Reingewinn für das Geschäftsjahr	139,9	138,1	162,4	181,3	194,3
Dividende	38,9	41,1	53,4	53,3	48,8
	101,0	97,0	109,0	128,0	145,5
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	30,3	29,1	32,7	38,4	41,0
	70,7	67,9	76,3	89,6	104,5
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	65,7	64,9	73,3	86,6	101,5
Zuweisung an den Freien Reservefonds	65,7	64,9	73,3	86,6	101,5
	–	–	–	–	–

## Verwaltungsrat

W. F. Duisenberg, Amsterdam  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Lord Kingsdown, London  
Stellvertretender Vorsitzender

Urban Bäckström, Stockholm  
Vincenzo Desario, Rom  
Antonio Fazio, Rom  
Edward A. J. George, London  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
William J. McDonough, New York  
Yasuo Matsushita, Tokio  
Hans Meyer, Zürich  
Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.  
Gordon G. Thiessen, Ottawa  
Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M.  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Philippe Wilmès, Brüssel

### *Stellvertreter*

Jean-Pierre Patat oder  
Armand Pujal, Paris  
Ian Plenderleith oder  
Terry R. Smeeton, London  
Jean-Jacques Rey, Brüssel  
Alice M. Rivlin oder  
Edwin M. Truman, Washington  
Carlo Santini oder  
Stefano Lo Faso, Rom  
Helmut Schieber oder  
Bernd Goos, Frankfurt a.M.

## Direktion

Andrew Crockett	Generaldirektor
André Icard	Beigeordneter Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungsleiter
Malcolm Gill	Leiter der Bankabteilung
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Marten de Boer	Direktor, Buchhaltung, Budget und ECU-Clearing
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
Günter Pleines	Stellvertretender Leiter der Bankabteilung
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Joseph R. Bisignano	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Zenta Nakajima	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
John A. Bispham	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Paul C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Yukio Iura	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Daniel Lefort	Beigeordneter Direktor, Rechtsdienst
Alexander Radzyner	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Claude Sivy	Beigeordneter Direktor, Interne Revision
Frederik C. Musch	Generalsekretär des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, Währungs- und Wirtschaftsabteilung

