

# I. Einleitung: Ein Puzzle aus vielen Teilen

Seit einigen Jahren verzeichnet die Weltwirtschaft eine außerordentlich hohe Dynamik, und das gilt auch für den Betrachtungszeitraum dieses Jahresberichts von April 2006 bis Mai 2007. Als wichtigster Grund ist erstens das anhaltend starke Wachstum der Realwirtschaft zu nennen, das eine der höchsten Raten seit dem Zweiten Weltkrieg aufwies. Auch dass an diesem Wohlstandsgewinn viele der ärmsten Länder der Welt teilhatten, war sehr willkommen. Zweitens blieb die Kerninflation trotz des raschen Wachstums und erheblicher Preisschübe bei den meisten Rohstoffen in der Regel verhalten. Drittens waren die Realzinsen und die unterschiedlichen Risikoprämien nach wie vor ungewöhnlich niedrig. Viertens konnten die enormen Ungleichgewichte im Welthandel bisher problemlos finanziert werden, und die Wechselkurse blieben generell recht stabil. Für sich genommen würde jeder dieser Aspekte wohl ohne Weiteres begrüßt werden. Die Kombination dieser Entwicklungen ist jedoch so außergewöhnlich, dass sich die Frage nach ihren Ursachen und – damit verbunden – ihrer Nachhaltigkeit stellt.

Es gibt verschiedene Hypothesen, die jeweils einige dieser Entwicklungen zu erklären versuchen, aber keine davon passt auf alle. Beispielsweise lässt sich zur Erklärung der weltweit niedrigen Inflation und tiefen Zinssätze durchaus ein globaler „Investitionsstreik“ postulieren. Schwieriger ist es jedoch, diese Hypothese mit den jüngsten Rekordwachstumsraten der Realwirtschaft in Einklang zu bringen. Die Globalisierung als positiven inflationsdämpfenden Schock auf der Angebotsseite zu sehen ist ebenfalls verlockend. Aber welche Kräfte haben dann zugleich die Nachfrage und das weltweite Wachstum in die Höhe getrieben? Die Argumentation, dass das Angebot sich einfach seine eigene Nachfrage schaffe, wäre auf kurze Sicht sicherlich in Frage zu stellen, lässt aber ohnehin eine wichtige Tatsache außer Acht. Während der Schock auf der Angebotsseite seinen Ursprung im Wesentlichen in den aufstrebenden Volkswirtschaften hatte, entfiel der Nachfrageanstieg zum größten Teil auf die fortgeschrittenen Industrieländer, vor allem die USA. Was könnte zu dieser asymmetrischen Entwicklung und den damit verbundenen Ungleichgewichten im Welthandel geführt haben? Schließlich dürfte die Glaubwürdigkeit wachsender Zentralbanken dazu beigetragen haben, über lange Zeit niedrige Inflationsraten und ein hohes Realwachstum zu sichern. Das kann aber nicht die ganze Erklärung sein, denn fast das gesamte Jahrzehnt über waren die Realzinssätze äußerst niedrig und die Raten der Kreditschöpfung sehr hoch.

Doch auch wenn jede dieser Hypothesen für sich genommen ihre Schwächen hat, könnten sie insgesamt durchaus eine schlüssige Erklärung für die günstige weltwirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahre liefern. Zuerst

sei die Hypothese des Investitionsstreiks unter die Lupe genommen, also die Annahme zu geringer Ex-ante-Anlageinvestitionen bei einer hohen Ex-ante-Ersparnis. Als Hauptgrund für diese Diskrepanz in den letzten Jahren wird angeführt, dass die Investitionsquoten in vielen Ländern nach vorangegangenen Boom-Bust-Zyklen gedämpft sind. In Japan und Deutschland gewinnen die Unternehmensinvestitionen erst seit etwa einem Jahr an Fahrt, und in Südostasien zeichnet sich noch immer kaum eine Belebung ab. Auch in den USA sind die Unternehmensinvestitionen in Relation zum BIP seit dem Platzen der Blase der „neuen Ära“ Ende der 1990er Jahre sehr schwach geblieben. Vor diesem Hintergrund einer allgemein schleppenden Investitionsnachfrage wurde die Weltwirtschaft gleichzeitig mit einer beträchtlichen Angebotssteigerung konfrontiert. Die Globalisierung und der Wiedereintritt ehemaliger Planwirtschaften in das liberalisierte Handelssystem spielten dabei eine entscheidende Rolle. Von großer Bedeutung waren jedoch auch Produktivitätssteigerungen im Zusammenhang mit technologischen Fortschritten, vor allem in den Bereichen IT und Vertrieb. Das Zusammenspiel dieser Faktoren mit der Glaubwürdigkeit, die sich die Zentralbanken im Kampf gegen die Inflation in den 1980er Jahren erworben hatten, verstärkte die disinflationäre Dynamik der Weltwirtschaft zusätzlich.

Angesichts der sehr niedrigen Inflation, die aus der Kombination dieser Entwicklungen resultierte – in einigen Ländern gab es sogar Bedenken wegen einer Deflation –, ist die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern seit etlichen Jahren ungewöhnlich locker. Verstärkt wurde diese Tendenz noch dadurch, dass die Finanzmarktkrisen 1997 (Ostasien) und 1998 (LTCM) sowie der Einbruch an den weltweiten Aktienmärkten 2001 nach Einschätzung der Zentralbanken eine Reaktion erforderten. Als Folge einer derart lockeren Geldpolitik in den Industrieländern wäre vielleicht eine Abwertung der betreffenden Währungen und damit einhergehend eine Aufwertung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften zu erwarten gewesen. Da diese Volkswirtschaften aber ebenfalls niedrige Inflationsraten verzeichneten und viele Länder Währungsreserven aufbauen wollten, um für künftige Krisen gerüstet zu sein, bestand allgemein nicht die Bereitschaft, eine solche Anpassung zuzulassen. Es kam zu massiven sterilisierten Devisenmarktinterventionen, insbesondere in Asien, und die monetären Bedingungen in den einzelnen Ländern blieben ebenfalls sehr locker. Durch die Wiederanlage der akkumulierten Währungsreserven wurde zudem der US-Dollar gestützt, und die ohnehin reichliche Liquidität an den Finanzmärkten der Industrieländer nahm weiter zu.

Dies waren jedoch nicht die einzigen Einflusskräfte, die die weltweite Geldmengen- und Kreditexpansion in den letzten Jahren begünstigten. Analog zu den tiefgreifenden strukturellen Veränderungen in der Realwirtschaft hat sich auch der Finanzsektor grundlegend gewandelt. Neue Risikomanagementtechnologien, Instrumente und Akteure treten zunehmend in Erscheinung, und der Wettbewerb verlangt es, dass im Zuge des Renditestrebens jegliche potenzielle Gewinnchance in vollem Umfang genutzt wird.

Diese monetären und finanziellen Entwicklungen haben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so belebt, dass ihr Anstieg dem des weltweiten Angebots entspricht. In dieser Einleitung wird dargelegt, wie diese einzelnen

Einflussfaktoren gewissermaßen als Puzzleteile zum Erfolg der letzten rund zwölf Monate beigetragen haben. Allerdings ist dieser Erfolg mit mindestens zwei Beobachtungen zu ergänzen, auf die in den Schlussbemerkungen dieses Jahresberichts näher eingegangen wird.

Erstens ist es zumindest nicht ausgeschlossen, dass die massiven finanziellen Ausgabenimpulse die Weltwirtschaft ganz oder doch zu einem erheblichen Teil unversehens in eine Situation manövriert haben, in der erneut Inflationsdruck entstehen könnte. Zweitens weichen – nicht zuletzt als Folge all dieser Impulse vonseiten der Geldpolitik und des Finanzsektors – immer mehr Wirtschafts- und Finanzvariablen beträchtlich von dem ab, was als traditionelle „Norm“ angesehen werden könnte. Insbesondere haben die lockeren Finanzierungsbedingungen dazu geführt, dass die Sparquote der privaten Haushalte in den USA stärker als je zuvor gesunken und die Investitionsquote in China in ebenso ungewöhnlichem Maße gestiegen ist. Ob sich dies letztlich als nachhaltig erweisen wird und mit dem grundlegenden Strukturwandel neue „Normen“ entstehen werden oder ob es doch in eher herkömmlicher Weise zu einer Rückkehr zum Mittelwert kommt, bleibt abzuwarten.

## Die Nachfrage- und die Angebotsseite

Der rapide Aufschwung der Weltwirtschaft hat sich in den letzten rund zwölf Monaten fortgesetzt, und es gab praktisch keine Region, die nicht davon profitierte. China und Indien expandierten nach wie vor in atemberaubendem Tempo und zogen die meisten übrigen asiatischen Länder mit sich, während die Ölförderländer größtenteils ein Rekordwachstum ihres Volkseinkommens verzeichneten. Desgleichen florierte – mit wenigen Ausnahmen – die Wirtschaft in Lateinamerika sowie in Mittel- und Osteuropa. Dank einer besseren Wirtschaftspolitik sowie aufgrund höherer Rohstoffpreise blieb das Wachstum in weiten Teilen Afrikas ebenfalls ungewöhnlich hoch.

Auch die wichtigsten Industrieländer standen sehr gut da, und es gab sogar weitere Anzeichen für eine willkommene Verschiebung der Wachstumsschwerpunkte, denn der Aufschwung in Japan und dem Euro-Raum beschleunigte sich weiter, während das Wachstum der Inlandsnachfrage in den USA allmählich nachgab. Vor allem Deutschland überwand seine lange Starre mit unerwarteter Kraft. Mit der Zeit kamen jedoch zunehmend Bedenken auf, dass sich die US-Wirtschaft übermäßig abschwächen und das Wachstum andernorts in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Die Konsumausgaben in den USA gerieten erst nach einigen hohen Zuwächsen ins Stocken, sodass eine gewisse Abschwächung zu diesem Zeitpunkt nicht unerwartet kam. Doch eine Rolle spielte wohl auch, dass Einkommen und Beschäftigung nicht im gleichen Maße gestiegen waren und dass ein großer Teil des Konsums durch Verschuldung und niedrigere Ersparnis finanziert wurde. Besorgniserregend war insbesondere eine mögliche Verknüpfung mit dem Wohnimmobilienzyklus in den USA, bei dem Anfang 2006 eine markante Abwärtsbewegung eingesetzt hatte.

Das ganze letzte Jahr über nahmen die Baubeginne von Wohnhäusern in den USA drastisch ab, und die Zahl der zum Verkauf stehenden

Wohnimmobilien stieg im Verhältnis zu den tatsächlichen Verkäufen auf einen Stand, der zuletzt Anfang der 1970er Jahre verzeichnet worden war. Die Auswirkungen auf die Beschäftigung im Bausektor sind noch nicht in vollem Umfang spürbar, aber die gleichzeitige starke Abschwächung des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien beginnt sich bemerkbar zu machen. Die Verbraucher haben deutlich weniger Spielraum, Wertsteigerungen bei Wohneigentum als Sicherheit einzusetzen, um sich zu verschulden und Ausgaben zu tätigen. Zudem konnten manche Schuldner nicht erstklassiger Bonität ihre Hypotheken nur mithilfe solcher Refinanzierungen bedienen. Ist ihnen dieser Weg versperrt, dürften viele ihr Wohneigentum verlieren, und der Bestand an zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien könnte dann noch weiter wachsen. Glücklicherweise gibt es bisher keine klaren Anzeichen dafür, dass diese Entwicklungen das allgemeine Konsumklima in den USA beeinträchtigt hätten, wenngleich die Verfügbarkeit von Verbraucherkrediten allmählich etwas stärker eingeschränkt wird.

Zwar war die Hoffnung gehegt worden, dass die US-Unternehmensinvestitionen die vom Markt für Wohnimmobilien ausgehende Bremswirkung ausgleichen würden, doch gegen Ende 2006 gingen die Investitionen zurück. Dies überraschte viele, denn die Kapazitätsauslastung nahm zu, die US-Unternehmensgewinne waren sehr hoch, und die Finanzierungsbedingungen blieben günstig. Außerdem zeichnete sich in anderen fortgeschrittenen Industrieländern wie z.B. Deutschland und Japan wieder eine Verbesserung des Investitions- und Geschäftsklimas, wenn auch noch nicht des Verbrauchervertrauens und der Konsumausgaben, ab. Doch die Investitionen müssen sich nach den Ertragserwartungen richten, und hier waren die Zeichen der Zeit vielleicht weniger positiv: 2006 verlangsamten sich die Produktivitätszuwächse in den USA, der Lohnanstieg beschleunigte sich, und das Wachstum der Unternehmensgewinne außerhalb des Finanzsektors schwächte sich rasch ab. Mit Blick auf die Zukunft könnten die Gewinnerwartungen auch durch die Befürchtung gedämpft worden sein, dass die inländische Konsumnachfrage in den USA womöglich ins Stocken gerate, gerade wenn zugleich viele der im Zuge des jüngsten Investitionsbooms in China entstandenen Produktionsanlagen in Betrieb genommen werden. Und möglicherweise wäre auch die Konsumnachfrage in anderen Ländern betroffen.

Fest steht, dass der wachsende Einfluss Chinas und Indiens auf die Weltwirtschaft immer schwerer zu ignorieren ist. In China betrug die – größtenteils exportorientierten – Investitionsausgaben im letzten Jahr fast 45% des BIP. Die chinesischen Unternehmen haben sich überdies in der Wertschöpfungskette rasch weiter nach oben bewegt und decken nun vermehrt auch Dienstleistungsbereiche ab, die bisher als nicht handelbar galten. Indien baute seinen Exportsektor im letzten Jahr ebenfalls weiter aus. Es gab sogar Hinweise darauf, dass das Land zusätzlich zu den IT-Dienstleistungen, für die es bekannt geworden ist, energischer in den Bereich des verarbeitenden Gewerbes vorrückte. Sowohl chinesische als auch indische Unternehmen tätigen inzwischen erhebliche Direktinvestitionen im Ausland. Berichten zufolge geht es China dabei vor allem darum, sich seine künftige Rohstoffversorgung zu sichern.

Bedingt durch das hohe Produktivitätswachstum konnten Löhne und Unternehmensgewinne in China in gesamtwirtschaftlicher Betrachtung stark ansteigen, ohne dass die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt wurde. Doch es wurden erneut Bedenken laut, dass die Löhne nicht angemessen in inländische Konsumausgaben umgesetzt würden. Dass die Unternehmensgewinne zunehmend konzentriert zu sein schienen, während das Investitionswachstum breit abgestützt war, ließ außerdem Überkapazitäten und eine weitere Abhängigkeit vom Export befürchten, sollten sich die inländischen Investitionen abschwächen. Obwohl die chinesische Regierung im Laufe des Jahres administrative und geldpolitische Maßnahmen ergriff, um die Konjunktur zu bremsen, wurden die Wachstumserwartungen im Berichtszeitraum weiter nach oben korrigiert. In Indien wurde die Geldpolitik ebenfalls gestrafft, aber die rasante Expansion der Wirtschaft setzte sich fort.

Vor diesem Hintergrund schwächte sich der weltweite Verbraucherpreisanstieg im letzten Jahr erneut ab. Eine zentrale Rolle spielte dabei allerdings, dass sich der vorangegangene Höhenflug der Energiepreise teilweise umkehrte. Die Kerninflation war in China, Japan und einigen Ländern Kontinentaleuropas relativ niedrig und stabil, obgleich eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika hohe bzw. steigende Raten verzeichneten. Auch in den USA wurde zum Teil ein unwillkommener, wenn auch nur leichter Preisauftrieb beobachtet. Die längerfristigen Inflationserwartungen aber blieben in den USA ebenso wie in anderen Ländern, in denen entsprechende Informationen aus Erhebungen oder Finanzmarktdaten verfügbar waren, recht stabil. Darüber hinaus gab es im Berichtszeitraum keine eindeutigen Hinweise darauf, dass sich der in den letzten Jahren zu beobachtende Rückgang der Inflationsvolatilität sowie der Überwälzung kosten-treibender Schocks auf die Verbraucherpreise allmählich umkehrte.

Dennoch war es eine ziemliche Überraschung, dass das stabile Inflationsumfeld in den Industrieländern im letzten Jahr bestehen blieb, denn es zeichnete sich ab, dass die globalen Kapazitätsüberhänge schrumpften. Ende 2006 äußerten viele öffentliche Vertreter Japans die Ansicht, dass die Wirtschaft die Kapazitätsvollaustung überschritten habe, die US-Regierung schätzte ihre Volkswirtschaft als ausgelastet ein, und für den Euro-Raum insgesamt herrschte infolge eines vorangegangenen steilen Rückgangs der Arbeitslosenquote die Auffassung, dass sich die Wirtschaft der Kapazitätsvollaustung näherte. Die Lohnstückkosten, die in den USA stiegen und in vielen europäischen Ländern stabil waren, könnten mit diesen Entwicklungen in Einklang gesehen werden. Die anhaltende Lohnschwäche in Deutschland und Japan dagegen war bemerkenswert. Überdies wurde im Jahresverlauf immer fraglicher, ob von den aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin ein Impuls zur weltweiten Disinflation ausging. Sowohl China als auch Indien wiesen auf Überhitzungserscheinungen im Inland hin und gingen, wie oben erwähnt, mit konkreten Maßnahmen dagegen vor.

Die Rohstoffpreise waren für die anhaltende Mäßigung des Preisauftriebs im letzten Jahr hilfreich und hinderlich zugleich. Der Rückgang der Energiepreise, die im ersten Halbjahr 2006 drastisch angezogen hatten, war sicherlich hilfreich. Weniger hilfreich war es, dass viele andere Rohstoffpreise auf hohem

Niveau verharren, u.a. aufgrund des steilen Kostenanstiegs bei Erschließung, Gewinnung und Verarbeitung. Vielleicht am wenigsten hilfreich waren die steigenden Preise für etliche Grundnahrungsmittel. Sie waren zum Teil auf Dürren zurückzuführen, zum Teil aber auch darauf, dass Ernteerträge zunehmend nicht mehr zu Nahrungsmitteln verarbeitet, sondern für die Treibstoffproduktion verwendet wurden.

## Monetäre und finanzielle Rahmenbedingungen

Vor diesem Hintergrund kräftigen Wirtschaftswachstums, aber weiterhin niedriger Inflation und stabiler Inflationserwartungen wurde die Geldpolitik in den Industrieländern moderat gestrafft. Die US-Leitzinsen, die Anfang 2004 maßvoll zu steigen begonnen hatten, blieben nach Juni 2006 stabil. Die EZB erhöhte ihre Leitzinsen im Berichtszeitraum zwar stärker, doch war hier das Ausgangsniveau niedrig gewesen. In Japan wurde die Nullzinspolitik beendet, der Leitzins wurde allerdings im Februar 2007 auf lediglich 0,5% angehoben. Die Ex-post-Realzinssätze stiegen ebenfalls an und liegen nun in den USA und im Euro-Raum etwa auf der Höhe des geschätzten Potenzialwachstums, in Japan aber noch deutlich darunter.

Nach verschiedenen Maßstäben blieben die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen in den Industrieländern insgesamt jedoch äußerst akkommodierend. Das Kreditwachstum in den G3-Volkswirtschaften erreichte Mitte 2006 mit rund 10% einen Höchststand und schwächte sich danach nur sehr leicht ab. Auch die langfristigen Realzinssätze stiegen, wenn auch in weit geringerem Maße als die Leitzinsen. Am Ende des Berichtszeitraums waren sie nicht höher als zu Beginn der Straffungen Mitte 2004. Einige Beobachter wiesen darauf hin, dass eine invertierte Renditenstrukturkurve in der Vergangenheit ein zuverlässiger Indikator für einen bevorstehenden Abschwung gewesen sei. Andere dagegen sahen in dem jüngsten Rückgang der Zinssätze am langen Ende ein ungewöhnlich ausgeprägtes Anzeichen für eine Verringerung der Laufzeit(risiko)prämien, nicht aber einen Hinweis auf die Erwartung künftig niedrigerer kurzfristiger Zinssätze.

Dieses „Zinsrätsel“ hinsichtlich der Laufzeitprämien auf die langfristigen Anleiherenditen könnte teilweise mit den Impulsen zusammenhängen, die überall auf der Welt von den Währungsbehörden gegeben wurden. Eine Rolle spielte zudem, dass sowohl der private als auch der öffentliche Sektor eine hohe Bereitschaft zur Übernahme von Währungsrisiken zeigten. Relativ niedrige Leitzinsen in vielen Industrieländern, vor allem aber in der Schweiz und in Japan, trugen dazu bei, dass in etliche aufstrebende Volkswirtschaften sowie in andere Industrieländer mit höheren Renditen weiterhin beträchtliche Kapitalströme flossen. Im Rahmen ungedeckter Carry-Trades wurden Mittel in niedrigrentierenden Währungen aufgenommen und in hochrentierenden Währungen bzw. in Ländern, in denen Vermögenspreissteigerungen oder Währungsaufwertungen erwartet wurden, angelegt. Neben den Carry-Trades spielten auch eine Vielzahl sonstiger Kapitalströme eine Rolle, insbesondere die umfangreichen Abflüsse des Anlagekapitals von Kleinanlegern aus Japan und die Fremdwährungsaufnahme privater Haushalte in Mittel- und Osteuropa

zur Hypothekenfinanzierung. Während auch in vielen Empfängerländern verbesserte gesamtwirtschaftliche Eckdaten, hauptsächlich Außenhandelsüberschüsse, als Einflussfaktor genannt wurden, wiesen andere Länder eine sich drastisch verschlechternde Leistungsbilanz und bisweilen weitere Negativindikatoren auf.

Diese Kapitalzuflüsse waren unterschiedlicher Art und verstärkten noch den Auftrieb der Aktienkurse und Immobilienpreise, der bereits von den relativ lockeren monetären Bedingungen im Inland ausging. Länder, die schon Krisen im Zusammenhang mit Kapitalflüssen erlebt hatten, vor allem in Asien, zeigten sich angesichts dieser Entwicklungen allmählich besorgt, obwohl ihre Leistungsbilanzen allgemein Überschüsse aufwiesen und die Währungsreserven umfangreich waren. Vielleicht aufgrund früherer Erfahrungen war die Bereitschaft wesentlich größer, tatsächlich eine Aufwertung zuzulassen, wenn die Währung unter Aufwertungsdruck stand. Hier sind Korea, Thailand und Brasilien hervorzuheben. Dennoch nahmen einige Länder weiterhin massive sterilisierte Interventionen vor, und die Veränderung des weltweiten Bestands an Währungsreserven war 2006 doppelt so hoch wie 2005. Darüber hinaus lockerten viele Länder entweder ihre Geldpolitik oder scheuten vor einer Straffung zurück, um nicht noch mehr Kapital anzuziehen. Im äußersten Fall griffen eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften zu administrativen Maßnahmen, um entweder die Zuflüsse zu reduzieren und das Problem der Sterilisierung abzumildern oder um Kapitalabflüsse anzuregen.

Diese Kombination einer relativ akkommodierenden Geldpolitik und einer großen Beliebtheit von Portfolioinvestitionen – Käufen von Wertpapieren aufstrebender Volkswirtschaften durch private Anleger und vor allem Käufen von Anleihen der wichtigsten Industrieländer durch Reservenmanager – scheint die Laufzeitprämien überall unter Druck gesetzt zu haben. In den Industrieländern kommt noch etwas anderes hinzu. Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften mit längerfristigen Verbindlichkeiten erwerben im Verhältnis mehr langfristige Anleihen, um sich gegen potenzielle Zinsänderungen und Neubewertungen zu „immunisieren“. Welchen Anteil jeder dieser Einflussfaktoren an der Entwicklung der längerfristigen Risikoprämien hatte, lässt sich nicht abschätzen, aber die Wirkung weist bei beiden abwärts.

Die relativ niedrigen risikofreien Zinssätze im letzten Jahr stützten sicherlich die herrschende Auffassung, dass die Liquidität weltweit überaus reichlich war, d.h. dass Kredite nicht nur billig, sondern auch zu weniger strikten Bedingungen als zuvor verfügbar waren. Institutionelle Entwicklungen im Finanzsektor trugen jedoch ebenfalls dazu bei, dass Kredite nicht nur dem Anschein nach, sondern auch tatsächlich leichter erhältlich waren. Regulierung und Technologie schufen neue Möglichkeiten, und Verhaltensänderungen sorgten für die Bereitschaft zur Kreditaufnahme.

Die Beispiele für neue Kreditinstrumente sind zahlreich, nicht zuletzt bei den Ausleihungen an die privaten Haushalte. Fast überall sind Hypothekenkredite inzwischen leichter zu bekommen, da in vielen Ländern eine Deregulierung stattgefunden hat und das erstmals in den USA praktizierte Hypotheken-Scoring nunmehr weltweit Anwendung findet. In den USA und etlichen anderen Ländern sind sowohl Hypotheken- als auch Verbraucherkredite mittlerweile sogar vielen

zugänglich, die sie zuvor gar nicht erhalten hätten. Bis gegen Ende des Berichtszeitraums wurde dies allgemein als eine positive Entwicklung begrüßt, die selbstgenutztes Wohneigentum förderte. Erst in den letzten Monaten, wie oben erwähnt, sind die Nachteile dieser Neuerungen deutlicher geworden.

Angesichts neuer Entwicklungen im Finanzsektor während des Berichtszeitraums wurden Investmentbanken von ihren Aufsichtsinstanzen wiederholt gedrängt, die Kreditbedingungen für ihre Kunden, insbesondere für Hedge-Fonds und Private-Equity-Gesellschaften, zu verschärfen und ihre Gegenpartei Risiken rigoros zu überwachen. Hedge-Fonds wiederum beteiligten sich im weiteren Jahresverlauf immer stärker an der Finanzierung von Unternehmen mit erhöhtem Risiko, indem sie forderungsgedekte Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“), Kredite an als spekulativ eingestufte Schuldner („leveraged loans“) und risikoreiche Derivate erwarben. Die im letzten Jahr in Rekordhöhe verzeichneten Fusionen und Übernahmen, die mehr als je zuvor von Private-Equity-Gesellschaften ausgingen, sorgten außerdem für ein wachsendes Angebot an den am meisten nachgefragten Vermögenswerten. Eine Erklärung für dieses lebhaftes Geschäft war womöglich der Eindruck, dass die Risiken angesichts des günstigeren gesamtwirtschaftlichen Umfelds tatsächlich gesunken waren. Ein weiterer Einflussfaktor war jedoch offenbar die zunehmende Bereitschaft praktisch aller Anleger, darunter auch der Pensions- und Investmentfonds, höhere Risiken einzugehen, um die Renditen zu steigern.

Woher kommt diese Risikobereitschaft? Ein erster Grund liegt auf der Hand: Die relativ niedrigen risikofreien Zinssätze begünstigten ein solches Verhalten, und zwar insbesondere bei den Anlegern, die aus institutionellen Gründen hohe Renditen erzielen müssen. Ein zweiter Grund war der zunehmende Wettbewerb unter den Mittelgebern. Beispielsweise gingen die Hedge-Fonds-Renditen im letzten Jahr zurück, und etliche Fonds gaben ihre Geschäftstätigkeit auf, was die verbleibenden Fonds zu einem offensiveren Verhalten zwang. Dieser Aspekt wurde sogar bei hochrentablen Banken ins Feld geführt, hinter deren Wettbewerbsverhalten Befürchtungen standen, für alle sichtbar von anderen Banken überflügelt zu werden. Am wichtigsten ist vielleicht ein dritter Grund: Das Geschäftsmodell der Mittelgeber sieht immer häufiger vor, Kredit zu gewähren und das damit verbundene Risiko dann über Verbriefung oder Derivate weiterzugeben. Dies wirft natürlich die wichtige Frage nach dem Verhältnis zwischen Auftraggebern und Beauftragten („principal-agent problem“) auf: Was geschieht, wenn die Forderungsveräußerer meinen, keine ausreichende Sorgfaltspflicht mehr einhalten zu müssen, und wenn die letztlichen Käufer weder über das Know-how noch über die Informationen verfügen, die das Risikomanagement der erworbenen komplexen Instrumente erfordert?

Die Vermögenspreise reagierten im letzten Jahr mehr oder weniger wie in den Vorjahren: Sie stiegen allgemein weiter an, womit sich ein Trend fortsetzte, der Mitte 2003 – auf dem Tiefpunkt der Leitzinsen in den wichtigsten Industrieländern – begonnen hatte. Die Wohnimmobilienpreise erhöhten sich in den meisten Ländern beträchtlich, die Kurse an den weltweiten Aktienmärkten erreichten Rekordwerte, die Spreads auf relativ risikoreiche



Instrumente, darunter auch Staatsschuldtitel, waren nach wie vor außergewöhnlich niedrig, und die Märkte für Qualitätsweine, Briefmarken und Kunst boomten stärker denn je. Dagegen blieb der Preis für den Zugang zu Liquidität – in Form von Optionen auf den Kauf und Verkauf verschiedener Instrumente – sehr niedrig.

Trotz dieser insgesamt positiven Entwicklung gab es im Verlauf des Berichtszeitraums Anzeichen dafür, dass ein Wendepunkt im Kreditzyklus bevorstehen könnte. Die Preise der meisten Finanzvermögenswerte fielen im April und Mai 2006 drastisch, erholten sich dann aber rasch. Zu erneuten, wenn auch geringeren Turbulenzen kam es Ende Februar 2007. Zwar folgte wieder eine Erholung, doch wachsende Bedenken wegen der Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt und die Volkswirtschaft der USA insgesamt erhöhten die Wahrscheinlichkeit, dass sich die finanziellen Rahmenbedingungen künftig ändern werden. In den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts werden einige Überlegungen angestellt, was diese und andere Indikatoren für die Weltwirtschaft bedeuten könnten.

## Wechselkurse, globale Ungleichgewichte und Reservenmanagement

Die Befürchtungen einer ungeordneten Reaktion der Märkte auf die weltweiten Leistungsbilanzsalden ließen im letzten Jahr etwas nach, da sich das US-Außenhandelsdefizit in Prozent des BIP stabilisierte, sich das globale Nachfragewachstum leicht verschob, der effektive Wechselkurs des Dollars seinen Abwärtstrend wieder aufnahm und die Volatilität der wichtigsten Cross-Rates niedrig blieb. Was die übrigen wichtigen Währungen betraf, so schien die weitere Verschiebung des effektiven Wechselkurses des Euro ebenfalls einen Ausgleich der Leistungsbilanzsalden in der Weltwirtschaft zu unterstützen, auch wenn sie für die direkt Betroffenen nicht nur begrüßenswert war.

Weniger ermutigend waren allerdings das hartnäckig hohe US-Leistungsbilanzdefizit, die wachsende US-Auslandsverschuldung und die Tatsache, dass der reale effektive Wechselkurs des Dollars am Jahresende nur um 5 Prozentpunkte unter seinem 30-Jahres-Durchschnitt lag. Kontraproduktiv war auch, dass sich der effektive Wechselkurs des Yen weiter verschlechterte, obwohl der japanische Leistungsbilanzüberschuss sehr hoch war und sich die Währungsreserven zuvor bei rund \$ 1 Bio. stabilisiert hatten. Zu den sonstigen Ländern, deren Währungen in effektiver Betrachtung entweder kaum aufwerteten oder sogar abwerteten, gehörten einige wichtige Ölförderländer sowie China, wenngleich der Renminbi gegenüber dem US-Dollar beschleunigt an Wert gewann. Da diese Länder zudem hohe und teils sogar wachsende Außenhandelsüberschüsse aufwiesen, war auch dies einer Verringerung der globalen Außenhandelsungleichgewichte nicht zuträglich.

Bedenken im Hinblick auf die wichtigsten Cross-Rates verursachte im letzten Jahr außerdem die Möglichkeit, dass die Länder, die umfangreiche Währungsreserven halten, ihre Reservenpolitik ändern könnten. Als die Reserven weiter über das zur Liquiditätssteuerung möglicherweise erforderliche Niveau hinaus anstiegen, wurden in einer Reihe von Ländern institutionelle Änderungen bekannt gegeben, die Renditesteigerungen größeres Gewicht zukommen

lassen, selbst wenn dafür ein höheres Risiko in Kauf genommen werden müsste. Dies könnte sich künftig durchaus auf die Preise verschiedener Vermögenskategorien auswirken und im Ergebnis die derzeitige Phase überschwänglichen Kreditwachstums verlängern; die Konsequenzen für die Währungen sind dagegen weniger deutlich. Auf dieses Thema wird in den Schlussbemerkungen näher eingegangen.

Letztlich ging die Errichtung sog. Vermögensfonds durch eine Reihe von Ländern im vergangenen Jahr mit beschwichtigenden Erklärungen einher, dass weiterhin ein sorgfältiges Risikomanagement stattfinden werde. Zudem hieß es – und das ist vielleicht noch wichtiger –, dass diejenigen, die für das Management der immer höheren weltweiten Währungsreserven verantwortlich sind, die Auswirkungen auf das reibungslose Funktionieren des internationalen Finanzsystems insgesamt nach wie vor eingehend berücksichtigen würden. Mit Blick auf die Geschichte ist es ebenso wichtig wie begrüßenswert, dass sich Gläubiger und Schuldner zunehmend bewusst sind, in welchem Maße ihre Geschicke inzwischen miteinander verknüpft sind.