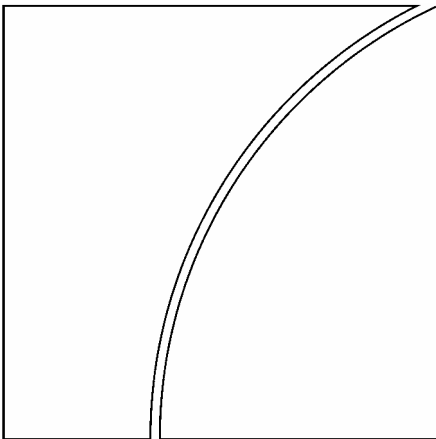




BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

Ansprache des Generaldirektors

Malcolm D. Knight
Generaldirektor der BIZ



Basel, 26. Juni 2006

Ansprache von Malcolm D. Knight

Generaldirektor der BIZ

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank
am 26. Juni 2006 in Basel

Meine Damen und Herren

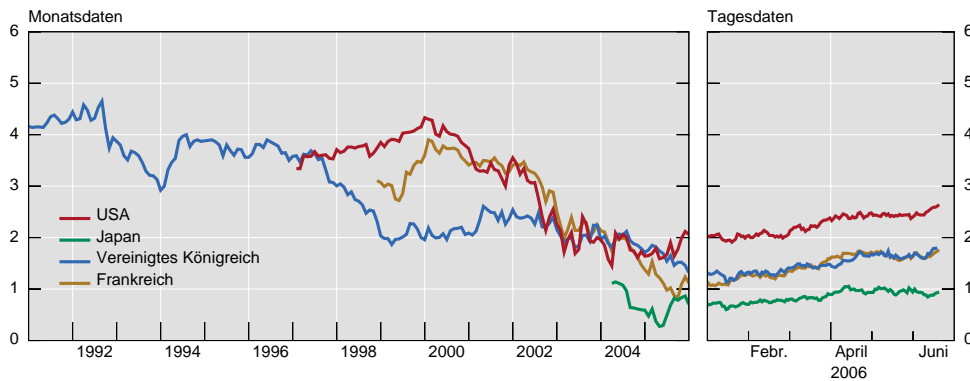
Über die Wirtschaftsentwicklung der letzten zwölf Monate können wir recht zufrieden sein. Die Weltwirtschaft verzeichnete 2005 ein viel kräftigeres Wachstum, als letztes Jahr um diese Zeit erwartet wurde, und die Inflation blieb trotz starker Ölpreisanstiege niedrig. Die meisten Prognosen sind für 2006 ähnlich optimistisch. Und zumindest bis vor kurzer Zeit herrschte an den Finanzmärkten eine bemerkenswerte Ruhe.

In den vergangenen Wochen hat die Finanzmarktvolatilität allerdings weltweit zugenommen. Endlich scheint ein nachhaltiger, wenn auch mäßiger Anstieg der langfristigen Realzinssätze – die ein Kernelement des Preisbildungsprozesses für Sachwerte wie auch Finanzanlagen darstellen – stattgefunden zu haben. An manchen Märkten sind die Aktienkursindizes gegenüber ihrem bisherigen Höchststand in diesem Jahr um über 20% gefallen. Der Handel mit bestimmten Instrumenten war sehr lebhaft, und einige Anleger haben beträchtliche Verluste erlitten, doch das Finanzsystem zeigte sich bislang recht stabil, obwohl ein deutlicher Stimmungsumschwung stattgefunden hat.

Das finanzielle Umfeld hat sich jedoch verändert. Um zu verstehen, weshalb dies für die Zentralbanken durchaus von Bedeutung sein könnte, wollen wir einen Schritt zurücktreten und die Verknüpfungen zwischen Wirtschaftswachstum und Finanzmarktentwicklungen in den letzten Jahren betrachten.

Die Realzinssätze hatten seit Ende der 1990er Jahre einen rückläufigen Trend verzeichnet. Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Renditen indexierter Anleihen in einigen wichtigen Währungen. Erstaunlicherweise setzte sich der Rückgang, der Ende der 1990er Jahre begonnen hatte, auch 2004 und 2005 trotz einer markanten Beschleunigung des weltweiten Wirtschaftswachstums fort. In den USA und in weiten Teilen Europas sanken die Realzinssätze auf das im langfristigen Vergleich äußerst niedrige Niveau von 1–2%. Die ungewöhnlich lange Phase lockerer geldpolitischer Bedingungen spielte hierbei zwar eine Rolle, doch scheint dieser Trend nachhaltig, länderübergreifend und marktgesteuert gewesen zu sein – und er bleibt recht rätselhaft.

Grafik 1 Renditen langfristiger indexierter Anleihen
Prozent

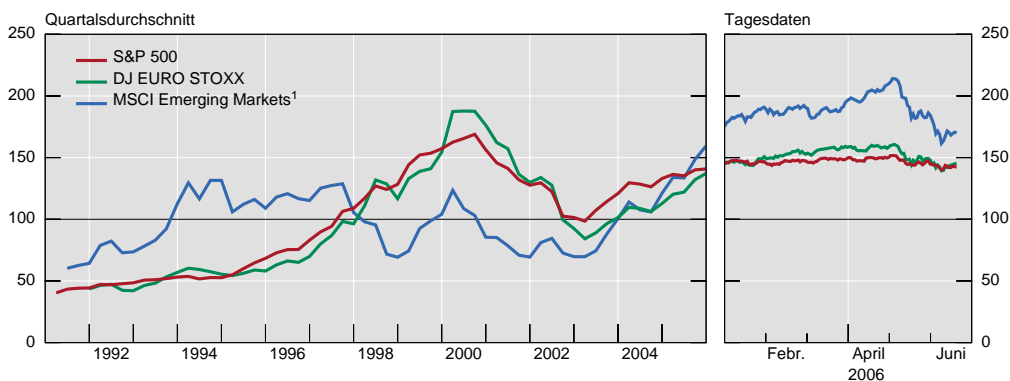


Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Für die niedrigeren langfristigen Realzinssätze hat es viele Erklärungsversuche gegeben, darunter die höhere globale Ersparnis bei nur mäßiger Investitionsnachfrage, die niedrige und stabile Inflation, die die Prämie für das Inflationsrisiko verringert hat, Finanzinnovationen, die es den Anlegern ermöglichten, die aggregierten Risiken ihrer Portfolios zu senken, und so ihre Bereitschaft zum Halten längerfristiger Vermögenswerte erhöhten, und schließlich die zunehmende Anleihenachfrage sowohl der institutionellen Anleger als auch der Zentralbanken. Solange solche Faktoren gegeben sind, dürfte Grund zu der Annahme bestehen, dass das durchschnittliche Niveau der Realzinsen über einen vollständigen Zinszyklus hinweg fortan durchaus niedriger sein könnte als in der Vergangenheit.

Auf jeden Fall wurde durch den nachhaltigen Rückgang der Realzinssätze im letzten Jahrzehnt zweifellos der Abzinsungsfaktor künftiger Erträge gesenkt. Dies dürfte die Preisbildung langlebiger Sach- und Finanzaktiva erheblich beeinflussen, selbst wenn sich die erwarteten künftigen Erträge nicht veränderten. Die Aktien- und Wohnimmobilienpreise sowie die Preise in vielen anderen Anlagekategorien sind in den letzten Jahren tatsächlich beträchtlich gestiegen. Zur Veranschaulichung zeigt Grafik 2 drei gebräuchliche Aktienindizes, die – selbst nach der jüngsten Korrektur – im langfristigen Vergleich hoch sind.

Grafik 2 Aktienkurse
1991–2005 = 100



¹ Auf US-Dollar-Basis.

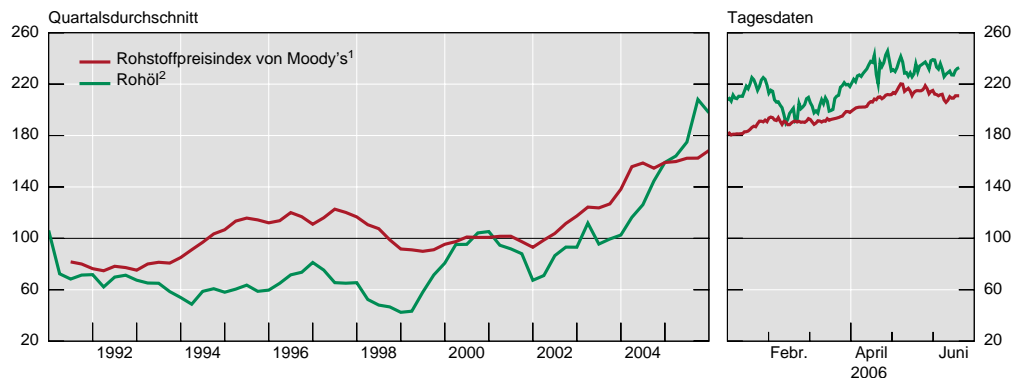
Quellen: Morgan Stanley Capital International; nationale Angaben.

Der Anstieg der Rohstoffpreise erfolgte ebenfalls auf breiter Front und schien sich 2004 und 2005 zu beschleunigen – wiederum genau zu der Zeit, als die Langfristzinsen auf ein niedriges Niveau sanken. Wie in Grafik 3 erkennbar, ist die Aufwärtsdynamik der Rohstoffpreise, die Anfang dieses Jahres sehr groß gewesen war, in den letzten Wochen offenbar gebremst worden. Doch die Preise bleiben hoch.

Grafik 3

Rohstoffpreise

2000 = 100



¹ Enthält 15 Rohstoffe (Baumwolle, Blei, Häute, Kaffee, Kakao, Kautschuk, Kupfer, Mais, Schweine, Seide, Silber, Stahlschrott, Weizen, Wolle, Zucker), gewichtet mit dem Produktions- bzw. Verbrauchsvolumen in den USA. ² West Texas Intermediate.

Quellen: Bloomberg; Datastream.

Die große Überraschung ist, dass die seit einigen Jahren kräftig wachsende gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die steigenden Preise von Vermögenswerten und die enormen Rohstoffpreiserhöhungen bisher nicht zu einem allgemeinen Inflationsanstieg geführt haben. Für dieses Rätsel sind ebenfalls viele Erklärungsversuche vorgebracht worden: eine gestärkte Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit der Inlandsmärkte und das größere Angebot aus China, Indien und anderen Ländern. Gelöst ist das Rätsel bisher nicht. Wir wissen aber, dass diese lange Disinflation *nicht* das Ergebnis deutlicher Leitzinserhöhungen war – die Ende der 1970er und in den 1980er Jahren eine so wichtige Rolle gespielt hatten –, denn die Leitzinssätze sind bis vor Kurzem in vielen Ländern recht stabil und niedrig geblieben.

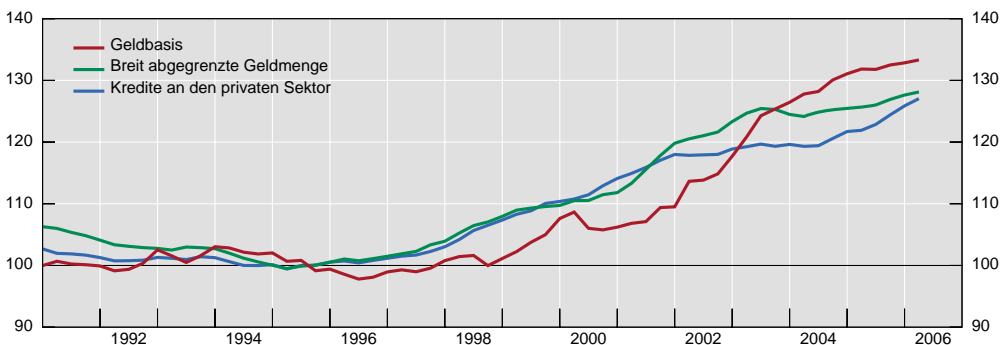
Da wir die Ursachen dieser markanten Disinflation nicht in vollem Umfang verstehen, wäre es unklug, sich darauf zu verlassen, dass das starke Wachstum und die niedrigen Inflationsraten für immer Hand in Hand gehen. Es kann gut sein, dass die Zentralbanken irgendwann energischer an der Zins-schraube drehen müssen, als es in den letzten Jahren nötig war. Viele Marktteilnehmer sind sich dessen bewusst und erklärten den jüngsten Anstieg der Marktvolatilität mit der Befürchtung, dass die Zentralbanken auf die unsichereren makroökonomischen Aussichten reagieren werden.

Die Inflationsrisiken werden gegenwärtig wieder so hoch eingeschätzt wie seit geraumer Zeit nicht mehr. In den vergangenen rund zwölf Monaten hat sich das Wirtschaftswachstum auf mehr Länder ausgeweitet, und die globalen Kapazitätsreserven haben sich verringert. Daher ist das Risiko größer geworden, dass positive Nachfrageschocks einen allgemeinen Anstieg der weltweiten Inflation auslösen könnten. Zugleich sind eine Reihe wichtiger

Kräfte, die die Inflation mittelfristig beeinflussen, heute viel schwieriger zu beurteilen. In zahlreichen Ländern haben wir einen erheblichen Anstieg der Wohnimmobilienpreise beobachtet. Wird sich dieser letztlich in den Verbraucherpreisindizes und den Löhnen niederschlagen? Wie wird sich die weitere Integration Chinas und Indiens in die Weltwirtschaft unter dem Strich auf die Inflation auswirken? Was ist, wenn der Ölpreis in den nächsten zwei bis drei Jahren noch stärker ansteigt?

Für die Zentralbanken besonders relevant ist die Frage nach den eigentlichen Konsequenzen der starken Geldmengen- und Kreditexpansion der letzten Jahre. Grafik 4 zeigt für die G3-Volkswirtschaften den gewichteten Durchschnitt von Geldbasis, breit abgegrenzter Geldmenge und Krediten an den privaten Sektor im Verhältnis zum nominalen BIP seit 1991. Bis etwa 1997 wuchsen diese Maße für die Liquidität etwa gleich stark wie das nominale BIP. Seither expandieren jedoch alle Aggregate deutlich schneller als das nominale BIP, und eine Verlangsamung ist nicht wirklich zu erkennen. Könnte dies künftig den Inflationsdruck verstärken? Hat es sogar schon zu den soeben erwähnten hohen Vermögenspreisen beigetragen?

Grafik 4 **Geldmengen- und Kreditaggregate in den G3**
Im Verhältnis zum nominalen BIP; 1995 = 100



Anmerkung: Die Daten für die G3 (USA, Euro-Raum und Japan) sind gewichtete Durchschnitte auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. Euro-Raum vor 1999: anhand der Statistiken der Mitgliedsländer berechnet.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

All diese Unsicherheiten bezüglich der Inflation und der Preise von Vermögenswerten bedeuten, dass die Zentralbanken zum gegenwärtigen Zeitpunkt besonders wachsam auf die Gefahren für die mittelfristige Preisstabilität achten müssen. Die meisten Beobachter erwarten immer noch, dass die Inflation niedrig bleibt. Einige erste Anzeichen dafür, dass die Inflationserwartungen möglicherweise leicht angestiegen sind und die Verbraucherpreisinflation zugenommen hat, sind jedoch beunruhigend.

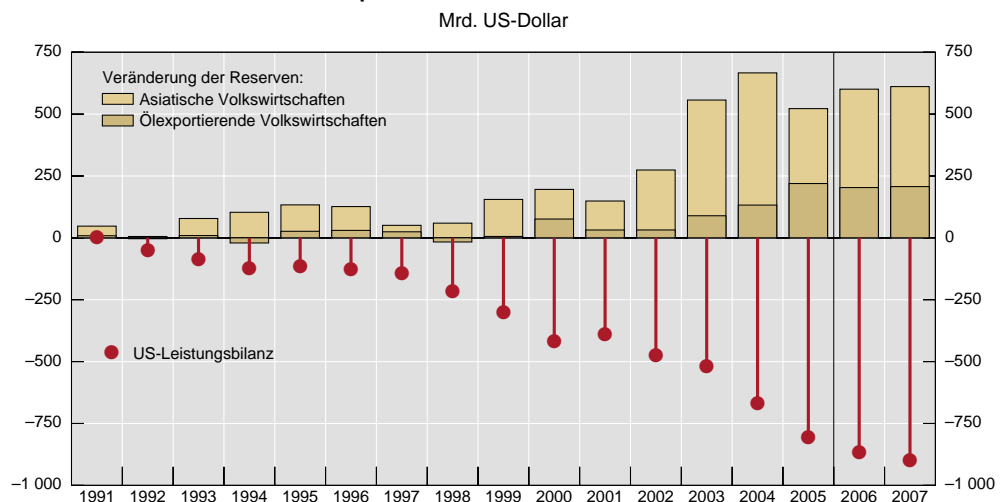
In den USA ist die Geldpolitik bereits erheblich gestrafft worden. Auch im Euro-Raum ist sie inzwischen etwas weniger akkommodierend. Japan hat die Absicht geäußert, seine außerordentlich akkommodierende Geldpolitik aufzugeben, doch der Leitzins liegt immer noch praktisch bei null. Mehrere asiatische Zentralbanken haben ihre Leitzinssätze angehoben, doch in vielen Fällen sind die Realzinsen weiterhin niedrig oder sogar negativ.

Es ist schwer zu sagen, wie weit die Leitzinsen angehoben werden müssen. Da erst seit Kurzem die langfristigen Zinssätze steigen und die Finanzierungsbedingungen sich verschärfen, dürfte es länger dauern als in der Vergangenheit, bis die verzögerten Effekte der Straffungen spürbar werden. Darüber hinaus könnte eine beinahe gleichzeitige Straffung vonseiten aller Zentralbanken die Märkte und die weltweite Nachfrage stärker als erwartet beeinflussen. Angesichts dieser Unsicherheiten sowohl über die Wachstums- und Inflationsaussichten als auch über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus muss die Geldpolitik pragmatisch bleiben. Die makroökonomischen Aussichten werden im Lichte der aktuellen Wirtschaftsdaten stets neu zu beurteilen sein. Unter den gegenwärtigen Umständen dürfte sich dies schwieriger gestalten als sonst, da eine sich wandelnde Risikobereitschaft ihrerseits Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage haben kann.

Auf jeden Fall müssen sich die Finanzmarktteilnehmer bewusst sein, dass der künftige Pfad der kurzfristigen Zinssätze nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden kann. Die wichtigen Zentralbanken sehen sich zu Recht in der Pflicht, alle notwendigen Maßnahmen zur Wahrung der Preisstabilität zu ergreifen.

Die Zentralbanken sowie die übrigen Institutionen, die für die Überwachung des Finanzsystems verantwortlich sind, warnen die Marktteilnehmer bereits seit einiger Zeit, dass die Kombination sehr niedriger Zinssätze und außerordentlich begrenzter Volatilität an den Märkten nicht ewig dauern wird. Der jüngste sprunghafte Anstieg der Volatilität sollte die Finanzinstitute daran erinnern, dass sie ihre Positionen regelmäßigen Stresstests im Hinblick auf nachteilige Veränderungen der Markt- oder Konjunkturbedingungen unterziehen.

Grafik 5 **US-Leistungsbilanzdefizit und Reserven asiatischer sowie ölexportierender Volkswirtschaften**



2006 und 2007: Prognosen.
Quelle: IWF.

Eine andere bedeutende Unwägbarkeit ist der Effekt der großen und sich ausweitenden Leistungsbilanzdefizite. Der IWF geht in seinen jüngsten Prognosen von einem US-Leistungsbilanzdefizit von nahezu 7% des BIP im laufenden Jahr und 2007 aus (Grafik 5). Ein so großes Defizit, in dem sich zum

Teil die unzureichende gesamtwirtschaftliche Ersparnis in den USA widerspiegelt, kann nicht auf Dauer bestehen bleiben. Zwar beruhigt es ein wenig, dass die USA über eine so starke und dynamische Wirtschaft verfügen und das Leistungsbilanzdefizit bis zu einer gewissen Größe dank der Attraktivität der US-Vermögenswerte für Millionen ausländischer Anleger daher tragbar ist.

Weniger beruhigend ist aber, dass dieses Defizit zu einem erheblichen Teil mit anhaltenden und massiven Devisenmarktinterventionen finanziert wird, die von Zentralbanken in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen getätigt werden, um eine Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern. Im Zeitraum 2002–05 erhöhten sich die Währungsreserven Asiens (einschl. Japans) um rund 1 400 Mrd. Dollar. Viele gehen jedoch davon aus, dass dieses Muster auch dieses und nächstes Jahr noch Bestand haben wird; Grafik 5 zeigt die derzeitigen Arbeitshypothesen des IWF.

Es gibt triftige internationale und binnenwirtschaftliche Gründe, weshalb ein Reservenaufrüstung dieses Ausmaßes nicht unbegrenzt andauern kann. International bringt das Hinauszögern einer Wechselkursanpassung fast immer die Gefahr mit sich, dass die Anpassung letztlich abrupter ausfällt und schwerer zu kontrollieren ist, als wenn bereits früher eine größere Flexibilität zugelassen worden wäre. Binnenwirtschaftlich gesehen ist es zunehmend schwierig geworden, die expansive Wirkung umfangreicher Devisenkäufe auf die monetären Bedingungen wirksam zu begrenzen. In manchen Fällen führt das Ausmaß der Interventionen zu Verzerrungen im inländischen Finanzsystem.

Mehrere asiatische Länder haben denn auch im letzten Jahr eine Aufwertung ihrer Währungen zugelassen. China hat längst die Notwendigkeit einer mittelfristigen Wechselkursanpassung erkannt und den Übergang zu einem stärker marktbasierter Mechanismus eingeleitet. Damit sollte es im Laufe der Zeit auch über differenziertere monetäre Instrumente verfügen können. Es hängt viel davon ab, inwieweit diese Vorhaben in frühzeitiges und wirksames Handeln münden.

Bisher habe ich mich auf die Herausforderungen für die Zentralbanken konzentriert. Bevor ich zum Schluss komme, möchte ich betonen, dass auch die Regierungen etwas tun müssen, um in den nächsten Jahren ein stetiges inflationsfreies Wachstum zu gewährleisten. Gefragt sind hier vor allem zwei Bereiche.

Der erste ist die Fiskalpolitik. Das US-Haushaltsdefizit betrug in den letzten vier Jahren durchschnittlich rund 4½% des BIP – noch 2000 war ein Überschuss verzeichnet worden. Auch in wichtigen Volkswirtschaften des Euro-Raums sind die Haushaltsdefizite viel zu groß. Angesichts der hohen derzeitigen Verschuldung sowie der künftigen Ausgaben aufgrund der eingegangenen Verpflichtungen für Gesundheits- und Rentenleistungen sind die mittelfristigen Aussichten für die Haushaltslage in vielen Industrieländern beunruhigend.

Dagegen haben einige aufstrebende Volkswirtschaften beim Abbau ihrer Haushaltsdefizite vielversprechende Fortschritte erzielt. Zudem sind zahlreiche wichtige ölexportierende Länder – darunter Algerien, Nigeria, Russland, Saudi-Arabien und mehrere andere Golfstaaten – bestrebt, die zusätzlichen

Einnahmen infolge höherer Ölpreise mit mehr Umsicht zu verwalten als in der Vergangenheit. Dennoch sind die Defizite und die Verschuldung in manchen großen Entwicklungsländern nach wie vor zu hoch.

Der zweite Bereich, der nicht vernachlässigt werden darf, sind die mikro-ökonomischen Reformen. Die Weltwirtschaft ist in den letzten fünf Jahren bei so niedriger sichtbarer Inflation nicht zuletzt deshalb dermaßen stark gewachsen, weil inzwischen ein größerer Teil der globalen Wirtschaftstätigkeit von den Märkten bestimmt wird. Mit den radikalen Reformen in den großen Planwirtschaften und anderen überregulierten Entwicklungsländern haben sich deren Wachstumsaussichten grundlegend gewandelt. Darüber hinaus hat die Handelsliberalisierung in den vergangenen Jahren dazu beigetragen, die Inflation niedrig zu halten.

Diejenigen, die sich Reformen entgegenstellen, dürfen diese Erfahrungen nicht vergessen. Natürlich sind Strukturreformen oft mit kurzfristigen Kosten verbunden und entfalten ihre Wirkung nicht sofort. Die letzten zehn Jahre haben jedoch gezeigt, dass sie tatsächlich funktionieren. Das von stärkerem Wettbewerb geprägte weltwirtschaftliche Umfeld erfordert eine größere Anpassungsfähigkeit und eine noch größere Entschlossenheit, multilaterale Handelsvereinbarungen zu treffen, die für uns alle von Vorteil sind.

Wir dürfen die Schwierigkeiten einer sich wandelnden Welt nicht unterschätzen, die zunehmend von den neuen Wirtschaftsriesen – Brasilien, Russland, Indien und China, nach ihren Anfangsbuchstaben auch als „BRIC-Staaten“ apostrophiert – geprägt wird. Durch deren Aufstieg haben sich der weltweite Inflationsprozess und die internationalen Korrekturmechanismen auf eine Weise verändert, um deren besseres Verständnis wir uns bemühen müssen. Die Veränderungen innerhalb dieser Volkswirtschaften haben sich sehr rasch vollzogen, und die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, die Führungs- und Überwachungsstrukturen etc. haben nicht immer Schritt gehalten. Mit dem wachsenden wirtschaftlichen Gewicht ergeben sich auch neue internationale Verantwortlichkeiten. Gleichzeitig muss sich auch das Wesen der multilateralen Zusammenarbeit diesen neuen wirtschaftlichen Gegebenheiten anpassen. Wie Sie wissen, ist in der BIZ ein Wandel im Gang, um die Kooperation unter den Zentralbanken in diesem Veränderungsprozess zu unterstützen. Wir sind fest überzeugt, dass die BIZ hier ihre traditionelle Aufgabe erfüllen kann, nämlich unter den Zentralbanken eine offene Kommunikation und Diskussion über diese wichtigen globalen Fragen zu fördern.