

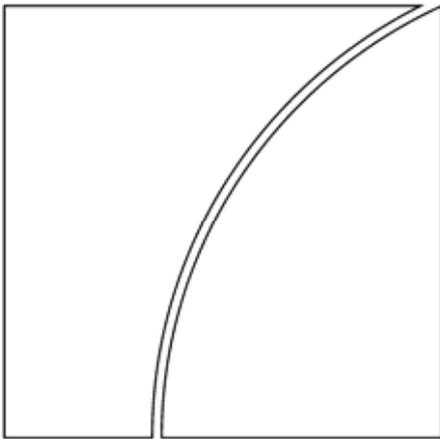


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

Ansprache des Generaldirektors

Aussichten und Strategien für die
Weltwirtschaft

Malcolm D. Knight
Generaldirektor der BIZ



Basel, 24. Juni 2007

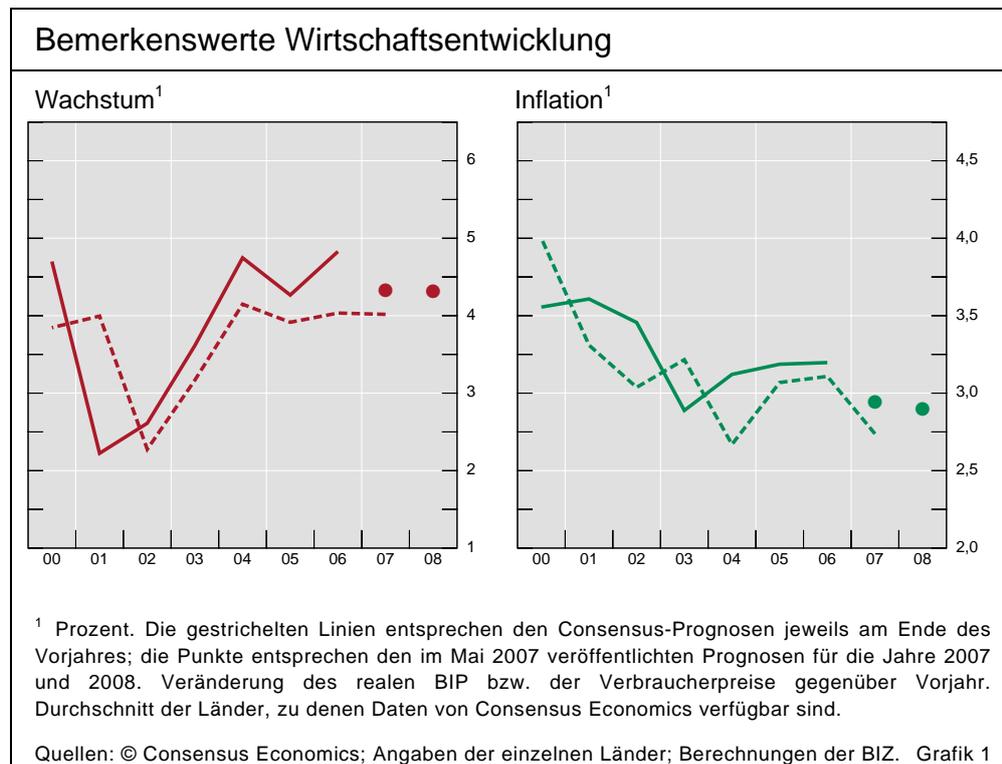
Ansprache von Malcolm D. Knight

Generaldirektor der BIZ

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank
am 24. Juni 2007 in Basel

Meine Damen und Herren

2006 war wiederum ein bemerkenswertes Jahr für die Weltwirtschaft, in dem das globale Wachstum die allgemeinen Prognosen bei Weitem übertraf (Grafik 1 links). Die gesamte weltweite Produktion erhöhte sich das vierte Jahr in Folge um über 4% – eine der stärksten Wachstumsphasen seit dem Zweiten Weltkrieg. Verglichen mit der jüngeren Vergangenheit war das Wachstum überdies international breiter abgestützt. Infolgedessen ging die Arbeitslosigkeit in zahlreichen Ländern tendenziell zurück. Gleichzeitig blieb die Inflation in den meisten Ländern generell moderat, was in etwa den Erwartungen entsprach (Grafik 1 rechts). Und all dies ging mit einer anhaltend robusten Performance im Finanzsektor einher.



Aus einer längerfristigen Perspektive betrachtet, war das vergangene Jahr nur eine weitere Bestätigung dessen, was von einigen Beobachtern die „Great Moderation“ genannt wird – der ausgedehnte Zeitraum mit vergleichsweise geringen Schwankungen sowohl der Produktion als auch der Inflation, den wir erlebt haben. Gewiss, für manche war der Weg steinig: Seit den späten 1980er Jahren haben etliche Länder schwere Finanz- und Wirtschaftskrisen durchgemacht, nicht zuletzt Japan und andere asiatische Volkswirtschaften. Dennoch könnten zumindest die vergangenen zehn Jahre durchaus als „goldenes Zeitalter“ in die Geschichte eingehen.

Der Konsens der Prognosen für 2007 und 2008 lässt einen Fortgang dieser jüngsten Entwicklungen erwarten. Der weltweite Produktionszuwachs soll sich etwas abschwächen und in Richtung des geschätzten Trendwachstums bewegen (Grafik 1, rote Punkte im linken Feld). Er soll außerdem ausgewogener werden, sowohl in Bezug auf die Ausgabenstruktur – mit steigenden Unternehmensausgaben und sinkenden Wohnungsbauinvestitionen – als auch im Ländervergleich, indem das Wachstum der übrigen Welt gegenüber dem der USA zulegen dürfte. Ebenso wird erwartet, dass die Inflation moderat bleiben wird (Grafik 1, grüne Punkte im rechten Feld).

Die öffentlichen Entscheidungsträger können und dürfen mit diesem anhaltenden Erfolg sehr zufrieden sein. Er ist vor allem das Ergebnis der bemerkenswerten Kraft der Globalisierung sowohl in der Realwirtschaft als auch im Finanzbereich, aber auch die solidere, marktorientierte Wirtschafts- und Strukturpolitik hat ihren Beitrag geleistet. Und die Entschlossenheit der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung hat dabei eine zentrale Rolle gespielt.

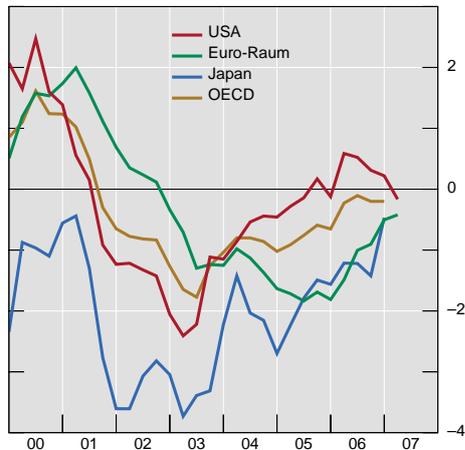
Allerdings müssen wir uns gerade in solchen Zeiten vor allzu großer Selbstzufriedenheit hüten. Es ist die Pflicht umsichtiger Entscheidungsträger, die gesamte Wirtschaftsentwicklung zu durchleuchten und herauszufinden, ob sich unter der ruhigen Oberfläche möglicherweise Spannungen bilden. Denn es ist unvorsichtig, sein Vorgehen einzig auf Kernszenarien zu stützen. Zudem sollten wir uns offen eingestehen, dass unser Wissen begrenzt ist.

Lassen Sie mich hier einen Moment lang in die Haut eines Geologen schlüpfen und einige potenzielle Bruchlinien in der Tektonik der Weltwirtschaft erforschen, d.h. nach Anzeichen eines langsamen Aufbaus von Spannungen suchen, die plötzlich aufbrechen könnten. Drei potenzielle Bruchlinien möchte ich besonders unter die Lupe nehmen. Sie betreffen die Inflationsaussichten, die Merkmale des derzeitigen Finanzzyklus und das globale Zusammenspiel der Leistungsbilanzungleichgewichte einzelner Länder.

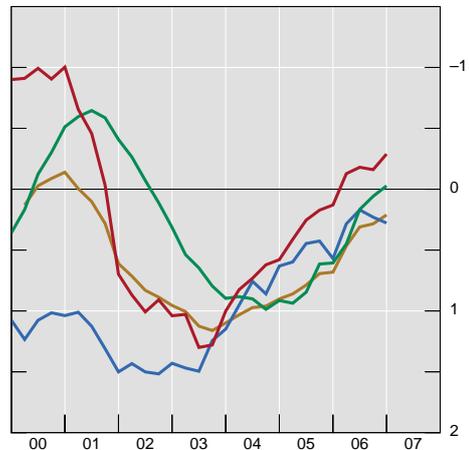
Die *Inflation* entwickelte sich 2006 und im ersten Halbjahr 2007 erneut bemerkenswert gemäßigt. Die Teuerung vollzog im Großen und Ganzen die Schwankungen der Energiepreise nach, blieb aber insgesamt moderat. Darüber hinaus war die Reagibilität der Inflation auf Kapazitätsanspannungen bzw. -unterauslastungen im Inland wiederum geringer als früher. Und abgesehen von einigen isolierten Ausschlägen reagierten die langfristigen Inflationserwartungen kaum auf Veränderungen der Teuerungsrate.

Schwindende Kapazitätsreserven

Produktionslücke¹



Beschäftigungslücke²



¹ In Prozent des Produktionspotenzials. ² Arbeitslosenquote minus NAIRU; Prozentpunkte; invertierte Skala.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

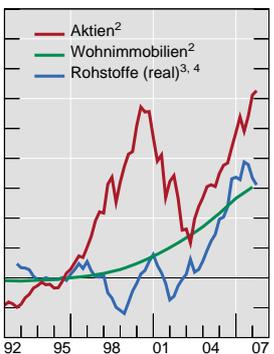
Grafik 2

Unter der Oberfläche könnten sich allerdings Spannungen aufbauen. Der Preisauftrieb für die um die Kosten für Nahrungsmittel und Energie bereinigten Warenkörbe scheint sich 2006 allmählich verstärkt zu haben. Es gibt Anzeichen dafür, dass die Kapazitätsreserven in einigen wichtigen Volkswirtschaften rund um die Welt gleichzeitig absorbiert werden. Wie aus Grafik 2 ersichtlich, ist dies unabhängig davon der Fall, ob die Kapazitätsreserven als Abweichung der Produktion vom Trend oder als Abweichung der Arbeitslosenquote von der geschätzten inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) gemessen werden. Die Lohnforderungen nehmen offenbar zu, und in einer Reihe von Ländern deuten Umfragen darauf hin, dass die Unternehmen Preissetzungsspielräume zurückgewinnen. Die Auftriebskräfte der Globalisierung könnten, zumindest vorübergehend, schwächer geworden sein, wie die rasch steigenden Löhne in Ländern wie China vermuten lassen. Allgemeiner gesehen besteht erhebliche Unsicherheit darüber, welche kumulativen Folgen es haben könnte, dass die Leitzinssätze für so lange Zeit so niedrig gehalten wurden. Ein wichtiger Faktor ist die Expansion der Geldmengen- und Kreditaggregate, auf die ich noch zurückkommen werde. Es wäre im Übrigen unvorsichtig, sich aufgrund der Stabilität der Inflationserwartungen in Sicherheit zu wiegen, da wir ja nur wenig über deren Bestimmungsfaktoren wissen.

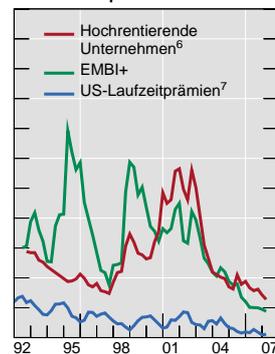
Wie steht es mit Schwachstellen im Finanzsystem? Aus allen drei Feldern von Grafik 3 lässt sich ablesen, dass die *Finanzmärkte* im Zuge der Erholung der Weltwirtschaft nach dem Abschwung von 2001 eine bemerkenswerte Entwicklung durchlaufen haben. Die Preise für Vermögenswerte sind hochgeschwellig (linkes Feld): Das kräftige Wachstum der Preise von Wohnimmobilien in weiten Teilen der Welt hat die ungewöhnlich lebhaften Hypothekensmärkte gestützt, die Aktienkurse haben sich vom weltweiten Kollaps im Jahr 2000 erholt, und Rohstoffe als Anlagekategorie haben den Anlegern

Lebhafte Märkte für Vermögenswerte

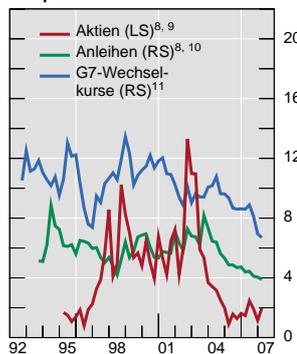
Preise von Vermögenswerten und Rohstoffen¹



Anleihe spreads^{4, 5}



Implizite Volatilität⁴



¹ 1995 = 100. ² 16 OECD-Länder; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ³ Goldman Sachs Commodity Index; auf US-Dollar-Basis; deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex der USA. ⁴ Quartalsdurchschnitt. ⁵ Basispunkte. ⁶ Ab Dezember 1997: einfacher Durchschnitt der High-Yield-Indizes für die USA und den Euro-Raum; vorher: nur US-Indizes. ⁷ Geschätzt für 10-jährige Nullkupon-Schatzanleihen. ⁸ Einfacher Durchschnitt der USA und Deutschlands. ⁹ Abgeleitet aus den Preisen von Call-Optionen auf Aktienmarktindizes. ¹⁰ Preisvolatilität impliziert durch die Preise von Call-Optionen auf Futures für 10-jährige Staatsanleihen. ¹¹ Benchmark-Index von JPMorgan für die implizite Volatilität der G7-Währungen.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Merrill Lynch; JPMorgan Chase; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Grafik 3

eine Zeit lang sehr attraktive Renditen eingebracht. Die Risikoprämien, insbesondere für festverzinsliche Anlagen, sind auf historische Tiefstände gesunken, unabhängig davon, ob für die betreffenden Wertpapiere ein Ausfallrisiko besteht oder nicht (Mitte). Außer während einiger sehr kurzer Zeiträume waren zudem die Messgrößen für die kurzfristige Volatilität bei einem breiten Spektrum von Anlagekategorien, einschließlich Devisen, ungewöhnlich niedrig (rechtes Feld). Ganz allgemein waren die Umsätze äußerst hoch und stützten Rekordgewinne in vielen Segmenten des weltweiten Finanzsektors.

Diese Trends könnten durchaus noch einige Zeit anhalten. Es stellt sich jedoch die Frage, ob sie nicht schon zu weit gegangen sind. Gewiss, die solide Entwicklung der Weltwirtschaft kann diese Dynamik teilweise rechtfertigen. Dennoch sind im gegenwärtigen Klima Anzeichen jener Euphorie, wenn nicht gar jener Überheblichkeit kaum zu übersehen, die in der Vergangenheit nichts Gutes für die weitere Entwicklung verhieß. Die rasche Erholung nach den beiden Volatilitätsspitzen im vergangenen Jahr – Mai/Juni 2006 und Februar/März 2007 – war zweifellos ein Hinweis auf die beträchtliche Widerstandskraft der Finanzmärkte. Aber sie ist auch ein weiteres Zeichen für die anhaltend hohe Risikotoleranz, die an den Märkten herrscht.

Unter diesen Umständen bestehen zweierlei Risiken. Erstens könnten die Finanzmärkte selbst eine Quelle von Störungen und Anspannungen sein. Zweitens, und dies ist noch wichtiger, könnten Schwachstellen an den Finanzmärkten tendenziell eine mögliche Abkühlung der Realwirtschaft noch verstärken. Insbesondere lässt das Verhalten der Finanzmärkte während der

beiden Volatilitätsspitzen kaum darauf schließen, wie sie schwierigere wirtschaftliche Rahmenbedingungen bewältigen würden.

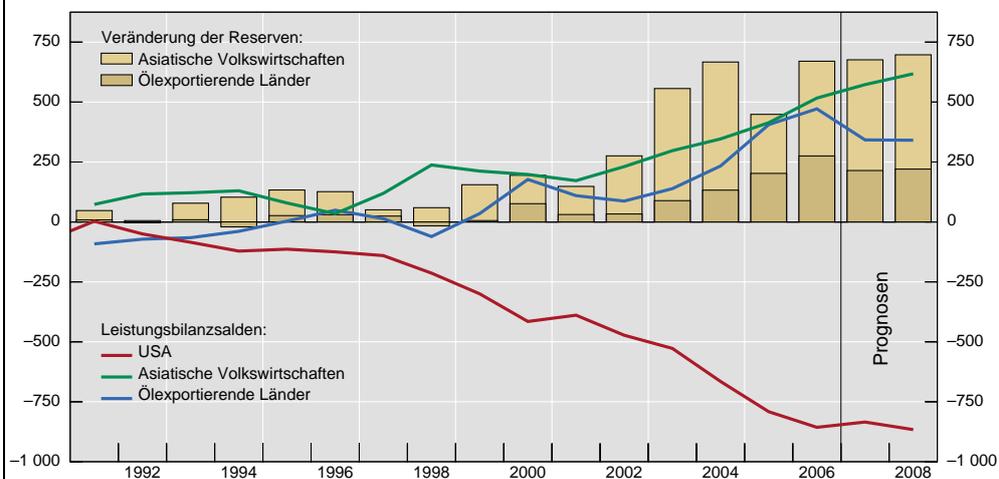
Aus dieser Sicht verdienen sämtliche Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft besondere Aufmerksamkeit. Hier zeigt sich ein uneinheitliches Bild. Zum einen sind einige Risiken sehr wohl vorhanden. Beispielsweise könnte sich die Konjunktur in den USA als weniger robust erweisen als derzeit erwartet, insbesondere wenn die Probleme am Wohnimmobilienmarkt länger andauern. Zwar mag es den Anschein erwecken, dass die übrige Welt den entsprechenden Folgewirkungen besser widerstehen kann als zu Beginn dieses Jahrzehnts, doch wir wissen zu wenig über die Stärke und die Art der finanziellen und psychologischen Beziehungen in einer zunehmend globalisierten Welt. Darüber hinaus ließen sich allgemeinere Fragen nach der Widerstandsfähigkeit der Verbraucherausgaben stellen, die ja in vielen Ländern durch den Eindruck hoher Vermögenszuwächse infolge steigender Preise von Vermögenswerten, insbesondere Wohnimmobilien, und durch wachsende Verschuldung gestützt wurden. Zum anderen haben die willkommene schrittweise Normalisierung der Leitzinssätze und eine gewisse Verbesserung der Haushaltslage den Handlungsspielraum im Falle eines Abschwungs vergrößert. Dieser Spielraum wäre jedoch zweifellos kleiner, wenn am Anfang ein überraschendes Wiederaufflammen der Inflation stünde, auf das mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik reagiert würde.

Die globale Konstellation der großen *Leistungsbilanzungleichgewichte* einzelner Länder hat sich ebenfalls als bemerkenswert robust erwiesen. So konnten auch im vergangenen Jahr Leistungsbilanzdefizite problemlos finanziert werden. Und dass sich die Leistungsbilanzungleichgewichte im Verhältnis zum BIP grosso modo stabilisierten (Grafik 4, Linien für die verschiedenen Regionen), trug dazu bei, dass die Finanzmärkte wohlwollend über diese Entwicklungen hinwegsahen. Gleichzeitig hielten die Brutto- und Nettokapitalzuflüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften unvermindert an. Das Ergebnis war eine weitere Anhäufung von Währungsreserven in noch nie dagewesenem Ausmaß, insbesondere in etlichen asiatischen Ländern und unter den Nettoölexporteurs (Grafik 4, Balken).

Auch diese Trends bei den weltweiten Ungleichgewichten und der Reservenakkumulation könnten durchaus noch eine Zeit lang anhalten. Wiederum stellt sich jedoch die Frage nach ihren eventuellen Nebenwirkungen und Verzerrungen. Einige dieser Verzerrungen betreffen die Binnenwirtschaft. In Ländern mit einem Leistungsbilanzdefizit spiegelt die Außenwirtschaftsposition hauptsächlich kräftige Verbraucherausgaben und entsprechend sinkende Sparquoten der privaten Haushalte wider – im Gegensatz zur Bildung von Produktivkapital, die zu höheren künftigen Einkommen führen könnte. In den Ländern mit einem Leistungsbilanzüberschuss, die Reserven akkumuliert haben, erweist es sich als immer schwieriger, eine rasche Expansion der Geldmenge und des Kreditvolumens sowie Preissteigerungen bei Vermögenswerten zu verhindern. Dies wiederum könnte die Anfälligkeit gegenüber Anspannungen im Finanzsektor und künftigen Inflationsdruck

Hohe Leistungsbilanzungleichgewichte und beispiellose Akkumulierung von Währungsreserven

Mrd. US-Dollar



Daten für 2007 und 2008 sind Prognosewerte.

Quelle: IWF.

Grafik 4

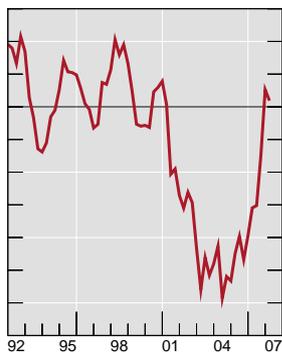
verstärken. Die Leistungsfähigkeit der inländischen Finanzsysteme könnte durch diese Entwicklungen ebenfalls gefährdet sein. Andere Verzerrungen betreffen eher das globale Finanzsystem. Die Verwaltung von Währungsreserven in Rekordhöhe, die sich auf eine Handvoll Länder konzentrieren, stellt den öffentlichen Sektor zwangsläufig vor bedeutende Herausforderungen wirtschaftlicher und sogar politischer Natur. In allgemeinerer Hinsicht darf auch die Gefahr protektionistischer Tendenzen nicht unterschätzt werden.

Zweifellos verbergen sich hinter den drei Bruchlinien Inflation, Finanzmarktentwicklungen und Außenwirtschaftsposition zahlreiche Faktoren. Wenn ich aber einen einzigen benennen müsste, der in unterschiedlichem Ausmaß bei allen dreien entweder als Ursache oder als Symptom anzutreffen ist, wäre es das ungewöhnlich niedrige Niveau der inflationsbereinigten Zinssätze, das nun schon so lange besteht (Grafik 5 links und Mitte). Und dies zu einer Zeit, in der paradoxerweise das langfristige Gleichgewichtsniveau dieser Sätze durchaus gestiegen sein könnte, entsprechend dem höheren Wachstumspotenzial der Weltwirtschaft im Zuge der Globalisierung und der immer weiter verbreiteten Technologiefortschritte (Grafik 5 Mitte).

Obwohl die längerfristigen Zinssätze in den letzten Wochen gestiegen sind, können die Spuren, die dieser lange Zeitraum bemerkenswert niedriger Zinssätze hinterlassen hat, problemlos verfolgt werden. Der Widerstand gegen den Aufwertungsdruck auf Währungen – ein Widerstand, der begleitet wurde von den als Carry-Trades bekannten risikoreichen Finanzarbitragegeschäften – hat dazu beigetragen, dass sich die niedrigen Zinsniveaus in einigen der wichtigsten Währungen inzwischen auch auf die übrigen Währungen ausgeweitet haben. Die Anlage der enormen Währungsreserven in

Niedrige Zinssätze und weltweit reichliche Liquidität

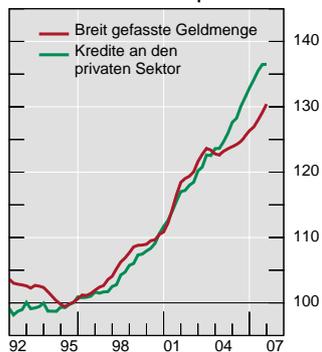
Lücke der realen Leitzinsen^{1,2}



Zinssatz und Trendwachstum³



Maße für die Liquidität^{1,6}



¹ 16 OECD-Länder; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ² Realer Leitzins abzüglich des natürlichen Zinses. Der reale Zins ist der nominale Zinssatz, bereinigt um den Verbraucherpreisanstieg über vier Quartale. Der natürliche Zins ist definiert als der durchschnittliche reale Zinssatz von 1985 bis 2005 (Japan: 1985–95; Schweiz: 2000–05) zuzüglich des Wachstums des Produktionspotenzials über vier Quartale abzüglich seines langfristigen Durchschnitts. ³ Prozent. ⁴ Ab 1998: einfacher Durchschnitt von Australien, Frankreich, den USA und dem Vereinigten Königreich; vorher: nur Australien und Vereinigtes Königreich. ⁵ Trendwachstum des weltweiten realen BIP nach Schätzungen des IWF. ⁶ In Relation zum nominalen BIP; 1995 = 100.

Quellen: IWF; OECD; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen und Schätzungen der BIZ. Grafik 5

Staatspapieren in den wichtigsten Währungen wiederum hat den Abwärtsdruck auf die Laufzeitprämien intensiviert. Ein niedrigerer Abzinsungsfaktor war in erheblichem Umfang für die wachsende Fremdfinanzierung und die steigenden Preise von Sach- und Finanzvermögenswerten maßgebend. Und die niedrigen Zinssätze haben die an den Märkten für Vermögenswerte allgegenwärtige Jagd nach Renditen gefördert. Die rasante Ausweitung der Geldmengen- und Kreditaggregate, die seit einiger Zeit zu beobachten ist, gehört ins gleiche Kapitel (Grafik 5 rechts). Die Marktteilnehmer nennen es kurz und bündig „Liquidität“ – das Gefühl, dass Finanzmittel ohne Weiteres und zu äußerst attraktiven Konditionen erhältlich sind.

Wenn wir von dieser Analyse ausgehen, stellt sich unweigerlich die Frage nach den Herausforderungen, die uns bevorstehen. Einige betreffen andere staatliche Institutionen als die Zentralbanken. Beispielsweise ist bei der Fiskalpolitik weiterhin ein umsichtiges Vorgehen erforderlich, damit die guten Zeiten auch gezielt genutzt werden. Der anhaltende Aufbau versteckter Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit den Sozial- und Gesundheitssystemen macht entsprechende Maßnahmen noch dringlicher. Überdies wäre eine Strukturpolitik willkommen, die die Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte weiter stärkt. Nicht zuletzt würden auch Maßnahmen zur Förderung der Ressourcenverlagerung zwischen dem Sektor der handelbaren und dem der nicht handelbaren Güter sowohl in Überschuss- als auch in Defizitländern zu reibungslosen Leistungsbilanzkorrekturen beitragen. Andere Herausforderungen betreffen unmittelbar die Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen, die Verantwortung für Währungs- und Finanzstabilität tragen.

Was die Geldpolitik betrifft, sollten die Währungsbehörden auch weiterhin das Niveau der Leitzinssätze schrittweise normalisieren, solange die binnenwirtschaftlichen Bedingungen es gestatten. Dies wäre zur Eindämmung von Inflationsrisiken hilfreich. Ferner hätte es den Nebeneffekt, dass damit einem Entstehen weiterer Schwachstellen an den Finanzmärkten – im Zusammenhang mit der Unterbewertung von Risiken – entgegengewirkt würde. Eine solche Normalisierung würde auch bedeuten, dass in den Ländern, deren Währungsbehörden stark an den Devisenmärkten interveniert haben, dem Wechselkurs eine größere Rolle bei der Anpassung zugestanden würde.

Was die Finanzaufsicht betrifft, wären Maßnahmen wünschenswert, die verschiedene Stoßrichtungen aufweisen, sich aber gegenseitig unterstützen. Erstens sollten die Bemühungen zum Ausbau der Finanzinfrastruktur erheblich verstärkt werden. Die in jüngster Zeit ergriffenen Maßnahmen zur Verbesserung der Bestätigung und Abwicklung von Kreditderivattransaktionen sind ein ausgezeichnetes Beispiel. In den aufstrebenden Volkswirtschaften sollte die bislang erfolgreiche Arbeit zur Entwicklung der inländischen Kapitalmärkte fortgesetzt werden. Zweitens sollten die zuständigen Instanzen das aufsichtliche Überprüfungsverfahren dazu nutzen, um ein umsichtiges Geschäftsgebaren zu fördern. Der jüngste Bericht des Forums für Finanzstabilität, der eine größere Transparenz der Risikoprofile und ein besseres Management des Kontrahentenrisikos gegenüber Hedge-Fonds fordert, ist ein sinnvoller Schritt in diese Richtung. Dies gilt auch für die Bemühungen um Verbesserungen von Stresstests oder um eine vorsichtigeren Kreditvergabe, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften. Drittens sollten weitere Fortschritte bei der Optimierung der rechtlichen Regelungen erzielt werden. Weitere entscheidende Schritte bei der Umsetzung der Basler Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht wären willkommen. Wie im diesjährigen BIZ-Jahresbericht ausgeführt, sollte generell weiter darüber nachgedacht werden, wie Strukturen und Vorschriften der Finanzaufsicht vermehrt auf das Finanzsystem als Ganzes ausgerichtet werden könnten. Nicht zuletzt sollten auch die stillen Bemühungen um verbesserte Mechanismen im Umgang mit potenziellen Finanzkrisen fortgesetzt werden.

Bei all diesen Maßnahmen – unabhängig von ihren jeweiligen Eigenheiten – ist eines klar: In einer immer stärker globalisierten Welt gewinnen ein lebhafter Dialog und eine enge Zusammenarbeit unter den nationalen Instanzen zunehmend an Bedeutung. Die BIZ wird – wie sie dies im Laufe ihrer Geschichte stets getan hat – auch weiterhin als Forum fungieren, um diesen Dialog unter allen Instanzen, die Verantwortung für Währungs- und Finanzstabilität tragen, zu fördern und zu vertiefen.

