

I. Einleitung: Widerstandsfähigkeit gegenüber wachsenden Anspannungen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Die jüngsten Erfolge und ihre Herausforderungen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Strukturwandel und Änderungen der Geldpolitik

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

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

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

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

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

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

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

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