

II. Das Jahr im Rückblick

Im Verlauf des vergangenen Jahres geriet die Erholung der Weltwirtschaft ins Stocken. Zu einer Zeit, als ungelöste strukturelle Schwächen die Weltwirtschaft immer noch belasteten, stiegen die Rohstoffpreise, und die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum verschärfte sich. Der Anstieg der Rohstoffpreise hatte bereits den Inflationsdruck in den rasch wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften verstärkt. Dadurch sahen sich diese zu einer restriktiveren Geldpolitik veranlasst, um die Nachfragedynamik zu dämpfen. In den langsam wachsenden fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit ihren größeren Kapazitätsreserven lösten die anziehenden Rohstoffpreise nicht so starken Inflationsdruck aus. Dennoch beeinträchtigten sie die diskretionären Ausgaben, die ohnehin schon gedrückt waren, weil die privaten Haushalte Schulden tilgten. Die Verschärfung der Krise im Euro-Raum ließ weltweit die Risikoaversion steigen, schürte Sorgen über das Ausfallrisiko von Staaten und führte schließlich zu Anspannungen im Bankensektor. Nach einer neuen Runde von Zentralbankinterventionen gab es in den ersten Monaten des Jahres 2012 Anzeichen eines kräftigeren internationalen Aufschwungs. Da jedoch in der Weltwirtschaft nach wie vor sektorale und regionale Ungleichgewichte bestanden, konnte von nachhaltigem Wachstum weiterhin nicht die Rede sein.

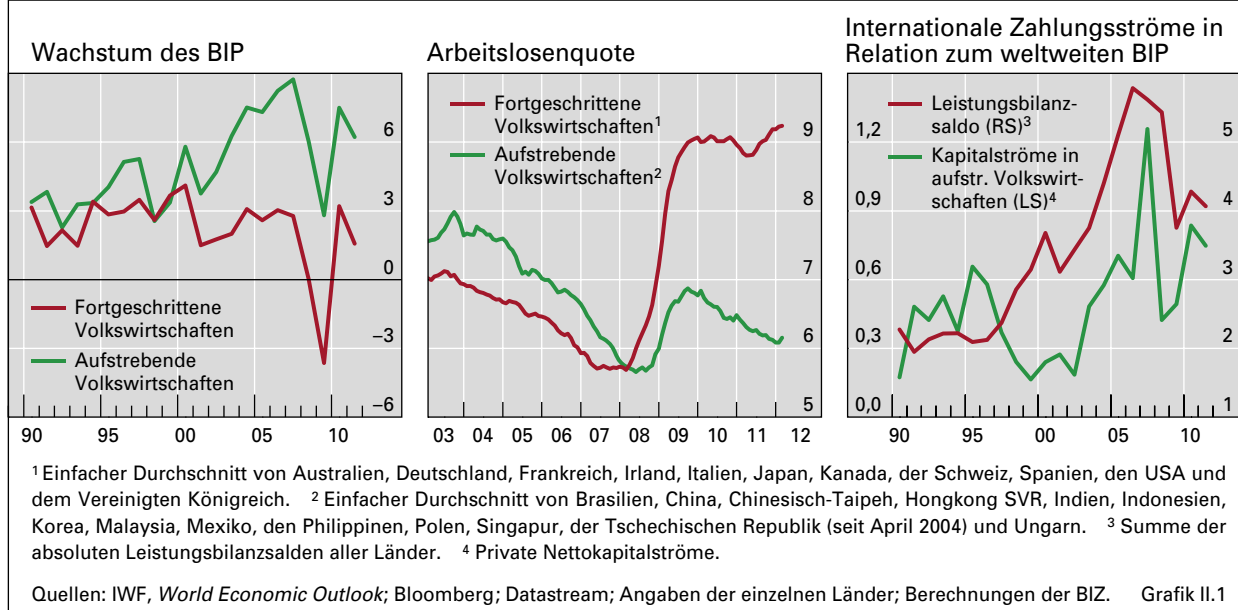
Stockende Erholung der Weltwirtschaft im Jahr 2011

Im Berichtsjahr verlangsamte sich die Erholung der Weltwirtschaft. Über das gesamte Jahr hinweg legte die weltweite Produktion um 3,9% zu. Diese Rate war nur geringfügig niedriger als die durchschnittliche Wachstumsrate in den zehn Jahren vor der Finanzkrise, lag aber deutlich unter dem 2010 verzeichneten Wert von 5,3%. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften halbierte sich das Wirtschaftswachstum auf gerade noch 1,6% (Grafik II.1 links). Darin schlug sich die erhebliche Konjunkturabschwächung in den USA und im Vereinigten Königreich nieder sowie der Einbruch der japanischen Wirtschaftstätigkeit infolge des Erdbebens vom März 2011. Im Euro-Raum als Ganzem blieb das Wachstum praktisch unverändert.

Alles in allem reichte die wirtschaftliche Dynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nicht aus, um einen robusten, sich selbst tragenden Aufschwung herbeizuführen. Der private Verbrauch war nach wie vor verhalten, und die Arbeitslosigkeit blieb hoch oder nahm sogar noch zu (Grafik II.1 Mitte). Sinkende Immobilienpreise und hohe Schulden belasteten weiterhin die Bilanzen der privaten Haushalte in denjenigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die von der Finanzkrise am stärksten betroffen waren (Kapitel III). Die Schwäche der privaten Haushalte belastete auch die Unternehmensausgaben. Die desolante Finanzlage des öffentlichen Sektors ließ im Allgemeinen keinen Spielraum für weitere fiskalpolitische Impulse.

Weltweites Wirtschaftswachstum und globale Ungleichgewichte

Prozent



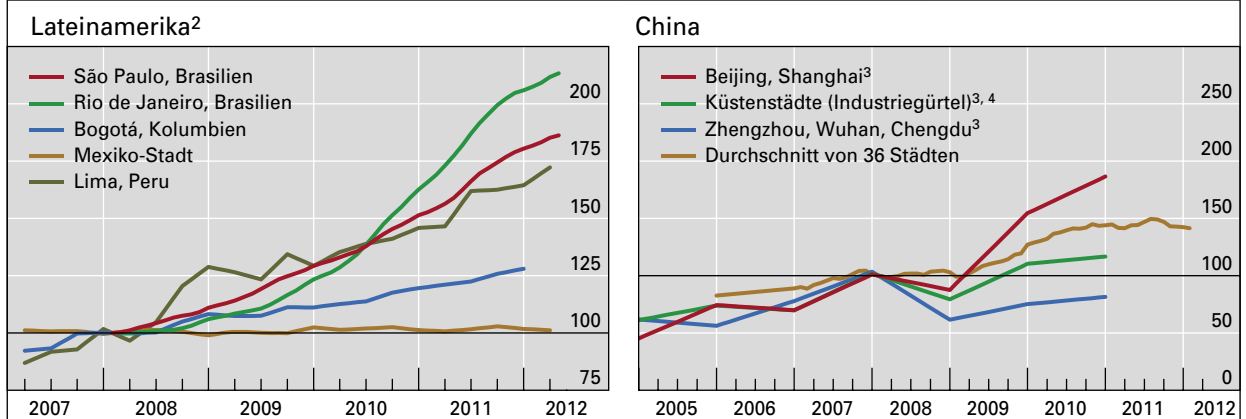
Die aufstrebenden Volkswirtschaften wuchsen 2011 um rund 6% und damit beinahe ebenso kräftig wie im Vorjahr (Grafik II.1 links). Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verzeichneten ein Wachstum von 7,8%; Spitzenreiter war dort China (9,2%), gefolgt von Indien (7,2%). In Lateinamerika betrug die Wachstumsrate 4,5%. In Mittel- und Osteuropa lag das Wachstum im gesamten Jahresverlauf praktisch unverändert bei 5,3%.

Im Berichtszeitraum ging das rasante Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften in vielen Fällen mit Anzeichen einer Überhitzung einher, u.a. zunehmender Inflation, starkem Kreditwachstum und steigenden Vermögenspreisen. Die Kreditvergabe an den Privatsektor wurde in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas weiterhin rasch ausgeweitet, und die Preise für Wohnimmobilien in chinesischen und lateinamerikanischen Großstädten erreichten wieder frühere Höchststände oder übertrafen diese noch (Grafik II.2). In jüngster Zeit scheint sich dieser Preisanstieg jedoch abgeschwächt zu haben, in einigen Fällen sanken die Preise sogar.

Angesichts der globalen Wachstumsunterschiede bestanden weiterhin erhebliche außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte fielen mit rund 4% des globalen BIP zwar etwas geringer aus als 2010, waren im langfristigen Vergleich aber immer noch groß (Grafik II.1 rechts, rote Linie). Die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften wiesen erneut hohe Leistungsbilanzdefizite aus – bemerkenswerte Ausnahmen waren diesbezüglich Deutschland und Japan. Die Leistungsbilanzüberschüsse der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens schrumpften zwar etwas, blieben aber beträchtlich. Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa verzeichneten Leistungsbilanzdefizite. Die privaten Nettokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften gehörten 2011 dennoch zu den stärksten bisher verzeichneten (Grafik II.1 rechts, grüne Linie). Trotzdem werteten nur

Reale Immobilienpreise in ausgewählten Städten aufstrebender Volkswirtschaften¹

1. Januar 2008 = 100



¹ Nominale Preise deflationiert mit dem jeweiligen nationalen Verbraucherpreisindex. ² Brasilien: FipeZap-Index für Wohnimmobilienpreise; Kolumbien: Preisindizes für Neubauten; Mexiko: Preisindex für Wohneigentum; Peru: Index für Verkaufspreise pro Quadratmeter (Wohnungen in ausgewählten Bezirken Limas). ³ Durchschnittliche Preise für Wohngrundstücke. ⁴ Changchun, Dalian, Fuzhou, Guangzhou, Hangzhou, Nanning, Ningbo, Qingdao, Shenyang, Shenzhen und Xiamen.

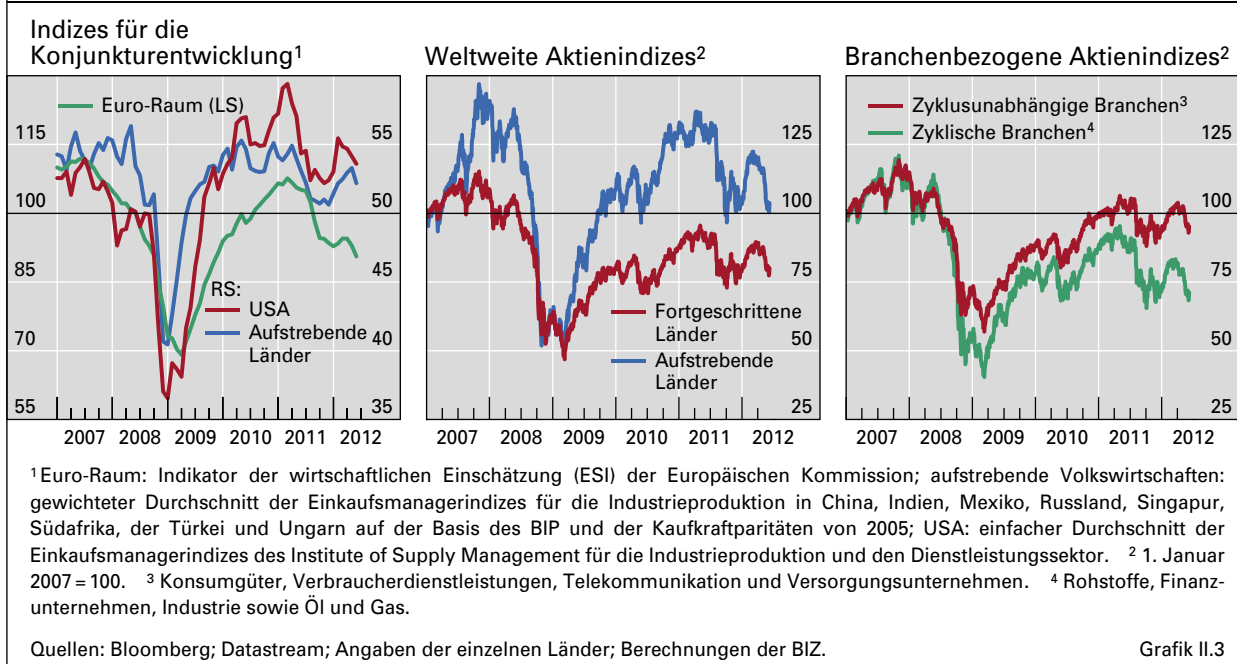
Quellen: J. Wu, Y. Deng und H. Liu, „House price index construction in the nascent housing market: the case of China“, *Institute of Real Estate Studies Working Paper Series*, National University of Singapore, Juni 2011; Banco de la República (Kolumbien); Banco Central de Reserva del Perú; CEIC; Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, Kolumbien); National Development and Reform Commission (China); Sociedad Hipotecaria Federal (SHF, Mexiko); Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik II.2

wenige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber den wichtigsten Währungen nennenswert auf, und viele werteten sogar ab.

Im zweiten Quartal 2011 geriet die weltweite Erholung ins Stocken: Die Indikatoren für die Wirtschaftstätigkeit in den USA gaben erheblich nach, gefolgt von denjenigen für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Im Euro-Raum verschlechterten sie sich im zweiten Halbjahr 2011 recht deutlich (Grafik II.3 links). Die Preise zahlreicher konjunktursensibler Finanzaktiva sanken. Rund um die Welt fielen die wichtigsten Aktienindizes und besonders stark die Kurse zyklischer Titel (Grafik II.3 Mitte und rechts). Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen stiegen im Allgemeinen, insbesondere für Anleihen mit Rating im niedrigen Investment-Grade-Bereich oder darunter.

Diese Entwicklungen waren auf zwei größere Schocks zurückzuführen, die eine grundlegende Schwachstelle der Weltwirtschaft im Zusammenhang mit binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zutage förderten. Erstens: Angesichts einer starken Nachfrage aus den aufstrebenden Volkswirtschaften verharren die schon beträchtlich gestiegenen Rohstoffpreise auf ihrem hohen Niveau. In einem von hoher Arbeitslosigkeit und anhaltenden Bilanzsanierungen geprägten Umfeld belastete dies die Einkommen der privaten Haushalte in den USA und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften schwer. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften schlugen sich die Rohstoffpreise dagegen vor allem in einer höheren Inflation nieder, was zu einer Straffung der Geldpolitik führte. Zweitens: Finanzmarktinvestoren hegten zunehmend Bedenken in Bezug auf die Bonität mehrerer Staaten des Euro-Raums und das Ausmaß, in dem europäische Banken Staatsausfallrisiken ausgesetzt waren. In der zweiten Jahreshälfte wurde die Nachfrage durch eine

Konjunkturentwicklung und Aktienkurse



kräftige Zunahme der globalen Risikoaversion, haushaltspolitische Zurückhaltung und wachsenden Druck auf die Banken, ihren Fremdkapitalanteil zu reduzieren, gedämpft.

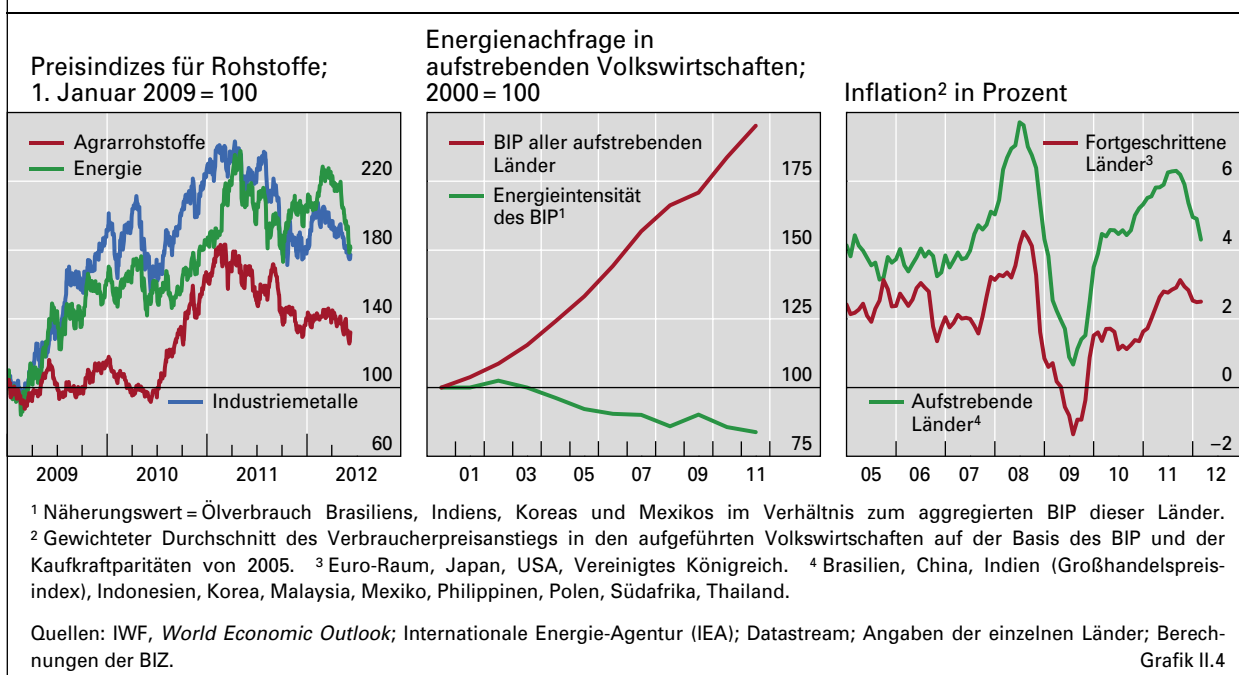
Weltweit unterschiedliche Auswirkungen hoher Rohstoffpreise

Bis zum Ende des ersten Quartals 2011 stiegen die Rohstoffpreise rasant (Grafik II.4 links). Nachdem sie Mitte 2010 eine konjunkturelle Talsohle erreicht hatten, verdoppelten sich die Preise von Agrarerzeugnissen, und die Preise für Energie und Industriemetalle stiegen um über 50%. In den folgenden sechs Monaten gingen die Rohstoffpreise dann um 20–30% zurück. Seit Ende des dritten Quartals schnellten die Energiepreise jedoch wieder um rund 20% in die Höhe, während die Preise von Agrarerzeugnissen und Industriemetallen relativ stabil blieben. 2011 verharrten sämtliche Rohstoffpreise deutlich über ihren Durchschnittsniveaus von 2009/10.

Eine Reihe negativer Angebotschocks trug zu dieser kräftigen Preisentwicklung bei. Schlechtes Wetter und magere Ernten trieben die Preise von Agrarerzeugnissen im zweiten Halbjahr 2010 und bis ins nächste Jahr hinein in die Höhe. In den ersten Monaten 2011 herrschten im Nahen Osten und in Nordafrika politische Unruhen. Diese drohten die Erdölversorgung zu beeinträchtigen, was die Ölpreise steigen ließ. Eine moderate Anhebung der Fördermengen durch die wichtigsten erdölproduzierenden Länder vermochte diese Entwicklung nicht aufzuhalten. Gegen Ende 2011 und Anfang 2012 erhielten die Ölpreise erneut Auftrieb durch geopolitische Angebotsrisiken, dieses Mal im Zusammenhang mit dem Iran.

Neben angebotsseitigen Schocks trug auch die Struktur des globalen Wachstums zu anhaltend hohen Rohstoffpreisen bei. Die Integration der

Rohstoffmärkte und Inflation



aufstrebenden Volkswirtschaften in die weltweiten Produktionsketten und ihre rasante wirtschaftliche Entwicklung haben zu einer starken Nachfrage geführt, insbesondere nach Energie und Industriemetallen, aber auch nach Agrarerzeugnissen. Wie Grafik II.4 (Mitte) zeigt, hat das BIP-Wachstum in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten zehn Jahren die Energieeffizienzgewinne übertroffen. Angesichts begrenzter Kapazitätsreserven reagieren die Preise von Erdöl und anderen Rohstoffen äußerst sensibel auf Veränderungen der Wachstumserwartungen. Im Berichtsjahr bremsen die entsprechenden Preisbewegungen tendenziell die weltweite Erholung.

Kräftig anziehende Rohstoffpreise zu Beginn von 2011 und geringe Kapazitätsreserven führten dazu, dass im späteren Jahresverlauf die Gesamtinflationrate in den aufstrebenden Volkswirtschaften stieg. Bis Mitte 2011 lag die durchschnittliche Teuerungsrate in diesen Ländern bei über 6%, eine der höchsten Raten der letzten zehn Jahre (Grafik II.4 rechts). Der Inflationsdruck war stark, da in den aufstrebenden Volkswirtschaften ein weitaus größerer Anteil der Verbraucherausgaben auf Energie und Nahrungsmittel entfällt als in den Industrieländern.

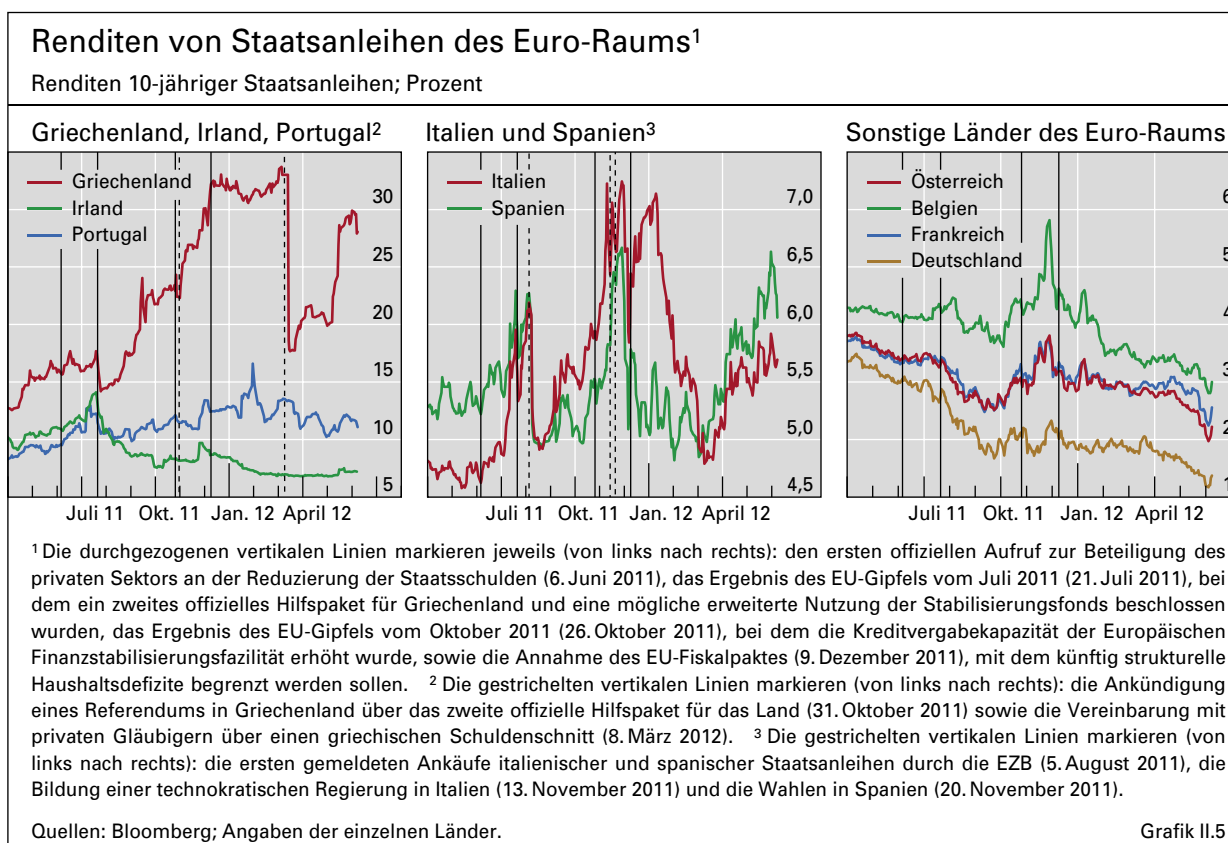
Auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften trieben die steigenden Energiepreise die Gesamtinflationrate nach oben, freie Kapazitäten begrenzen aber mögliche Zweitrundeneffekte. Hohe Energiepreise verringerten die Kaufkraft der privaten Haushalte, die ohnehin schon unter hoher Arbeitslosigkeit und ihrer anhaltend angespannten Bilanzsituation litten. In den USA beispielsweise mussten die privaten Haushalte zusätzliche 2% ihres Einkommens für Treibstoff aufwenden. Angesichts einer Arbeitslosenquote von über 9% sowie sinkender Wohnimmobilienpreise und Aktienkurse trübte sich im Sommer 2011 die Verbraucherstimmung in den USA stark ein.

Zum Teil wegen dieser unterschiedlich gelagerten Auswirkungen der Rohstoffpreise fielen die geldpolitischen Reaktionen im zweiten und dritten Quartal 2011 in den aufstrebenden Volkswirtschaften auch anders aus als in den Industrieländern. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurden als Reaktion auf steigende Teuerungsraten die geldpolitischen Zügel gestrafft, während die Zentralbanken in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften entweder vorherige Straffungen rückgängig machten oder die Geldpolitik durch Sondermaßnahmen weiter lockerten.

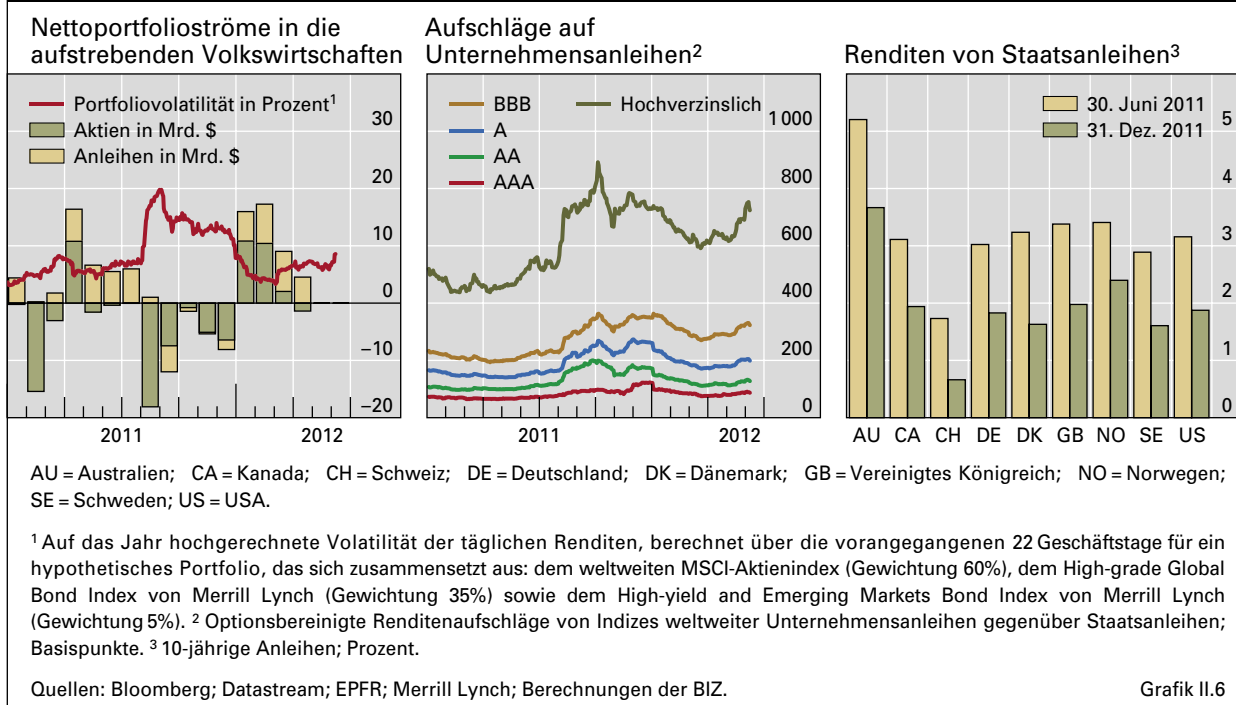
Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum

Mitte 2011 spitzte sich die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum zu. In den vorangegangenen Monaten hatten sich die Renditen der Staatsanleihen Griechenlands, Irlands und Portugals, die allesamt Hilfsprogramme in Anspruch genommen hatten, beträchtlich erhöht (Grafik II.5 links). In anderen Euro-Ländern blieben sie hingegen weitaus stabiler. Dann jedoch stiegen die Renditen für zwei viel größere Schuldner, Italien und Spanien, kräftig und kletterten während fast der ganzen zweiten Jahreshälfte weiter in die Höhe (Grafik II.5 Mitte). Gegen Ende 2011 erhöhten sich auch die Renditen der Staatsanleihen einiger Euro-Länder mit erstklassigem Rating, z.B. Belgien, Frankreich und Österreich, und die Abstände gegenüber deutschen Staatsanleihen weiteten sich aus (Grafik II.5 rechts).

Bei dieser Verschärfung spielten mehrere Faktoren eine Rolle. Erstens waren die staatlichen Kreditgeber dabei, ein zweites Hilfspaket für Griechen-



Sichere und risikobehaftete Vermögenswerte



land zu schnüren, machten es jedoch zur Bedingung, dass sich der private Sektor an der Verringerung der griechischen Schuldenlast beteiligt. Dies löste bei den Haltern von Anleihen Verunsicherung darüber aus, welche Konsequenzen künftige Euro-Raum-Hilfsprogramme für sie haben würden. Zweitens geriet das Wachstum im Euro-Raum allmählich ins Stocken. Dadurch wurde es für die Staaten der Region schwieriger, ihre Finanzlage auf kurze Sicht zu konsolidieren. Hinzu kam drittens, dass die USA von einer Ratingagentur herabgestuft wurden. Dies führte dazu, dass die Anleger ihr Augenmerk noch stärker auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen richteten.

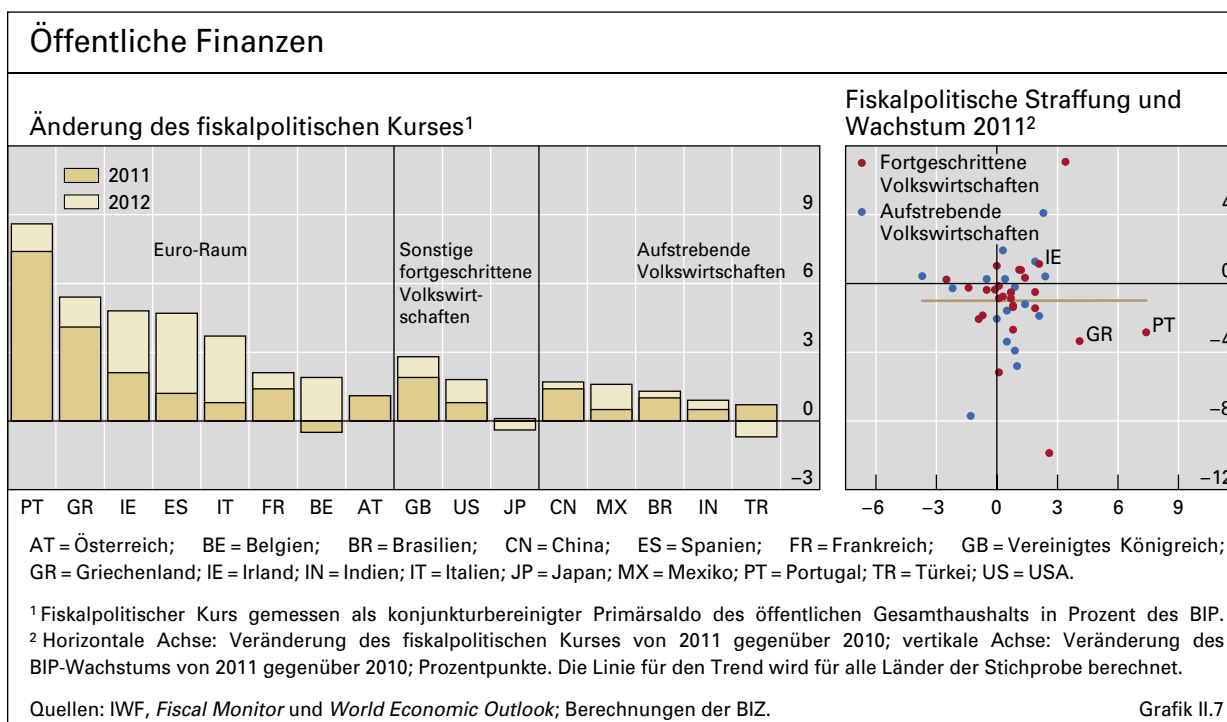
Eine Reihe wirtschaftspolitischer Maßnahmen zur Bewältigung der Krise folgte im zweiten Halbjahr 2011. Die EZB nahm im August ihre Ankäufe von Staatsanleihen des Euro-Raums wieder auf. Die Renditen italienischer und spanischer Staatsanleihen gingen hierdurch anfänglich stark zurück, begannen aber nach wenigen Wochen wieder zu steigen. Darin kamen Bedenken der Märkte darüber zum Ausdruck, ob die Regierungen dieser Staaten in der Lage sein würden, die Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen umzusetzen, die mit den europäischen Partnern vereinbart worden waren. Im Juli wurden die Verwendungsmöglichkeiten des europäischen Stabilisierungsfonds ausgeweitet, im Oktober seine Kreditvergabekapazitäten erhöht, was aber die Renditen nur für kurze Zeit beeinflusste. Gegen Ende 2011 bewirkte jedoch die Einigung über den Fiskalpakt, mit dem strukturelle Haushaltsdefizite begrenzt werden sollten, deutlichere und nachhaltigere Renditenrückgänge (Kapitel V).

Durch die Staatsschuldenkrise verstärkte sich die Risikoaversion an den Finanzmärkten weltweit. Die Anleger schichteten ihre Portfolios mit Blick auf die erhöhten Staatsausfallrisiken um. Als beispielsweise im August 2011 die Volatilität von Portfolios zunahm, begannen internationale Anleger, Anleihen

und Aktien aufstrebender Volkswirtschaften abzustößen – ein Trend, der über weite Teile des zweiten Halbjahres 2011 hinweg anhielt (Grafik II.6 links). Die Nachfrage nach Aktien und Unternehmensanleihen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften schwächte sich ebenfalls ab. Dieser Rückgang ließ die Preise fallen und die Renditenaufschläge steigen, insbesondere bei Anleihen mit niedrigerem Rating (Grafik II.6 Mitte).

Einige finanzielle Vermögenswerte – wie die Staatsanleihen Australiens, Deutschlands, Kanadas, der nordischen Länder, der Schweiz, der USA und des Vereinigten Königreichs – profitierten davon, dass sie als sichere Anlagen galten. Im langjährigen Vergleich sanken die Renditen dieser Anleihen im zweiten Halbjahr 2011 auf äußerst niedrige Niveaus (Grafik II.6 rechts). Die Nachfrage nach diesen Vermögenswerten war so groß, dass einige kürzerlaufende Anleihen zeitweilig negative Renditen aufwiesen. Der Yen und der Schweizer Franken legten im Zuge von Portfolioumschichtungen in sicherere Anlagen ebenfalls deutlich zu. Um diesem Trend entgegenzuwirken, verkauften die japanischen Währungsbehörden Yen an den Devisenmärkten, wobei diese Veräußerungen Meldungen zufolge an einem Tag ein Rekordvolumen erreichten. Die Schweizerische Nationalbank legte ihrerseits für den Schweizer Franken eine Wertobergrenze gegenüber dem Euro fest.

Zahlreiche fortgeschrittene und aufstrebende Volkswirtschaften schlugen einen restriktiveren fiskalpolitischen Kurs ein (Grafik II.7 links). Während dies in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aus Sorge über die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen geschah, war das Motiv der aufstrebenden Volkswirtschaften eher die Dämpfung der Binnennachfrage. Am stärksten wurde die Fiskalpolitik in den Ländern des Euro-Raums gestrafft. In Griechenland, Irland und Portugal gaben die Hilfsprogramme eine umfangreiche Haushaltskonsolidierung mit Defizitsenkungen von mehreren Prozentpunkten des BIP vor. Auch

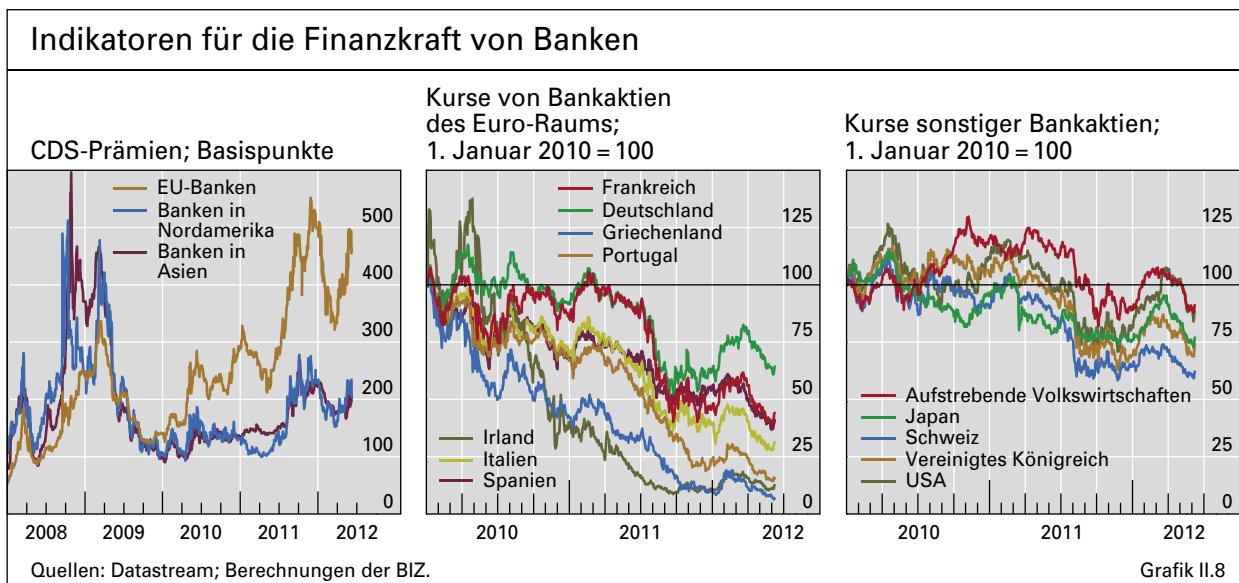


große Volkswirtschaften des Euro-Raums, wie Frankreich, Italien und Spanien, schlugen einen viel restriktiveren fiskalpolitischen Kurs ein. Außerhalb des Euro-Raums war das Vereinigte Königreich bestrebt, sein Haushaltsdefizit in den Griff zu bekommen – zwei große Ratingagenturen hatten dem Land einen „negativen Ausblick“ attestiert. Die USA verschärften ihren fiskalpolitischen Kurs ebenfalls etwas, wenn auch die vorübergehenden Einkommenssteuer-senkungen und die zusätzliche Arbeitslosenunterstützung für 2011 und 2012 verlängert wurden. Japan war die einzige fortgeschrittene Volkswirtschaft, in der die Fiskalpolitik gelockert wurde. Grund hierfür war die Finanzierung des Wiederaufbaus des Landes nach dem Erdbeben. Auch mehrere aufstrebende Volkswirtschaften strafften ihre Fiskalpolitik moderat, um die Binnennachfrage zu dämpfen. Generell scheint die Haushaltskonsolidierung das Wirtschaftswachstum 2011 allerdings nicht geschwächt zu haben (Grafik II.7 rechts).

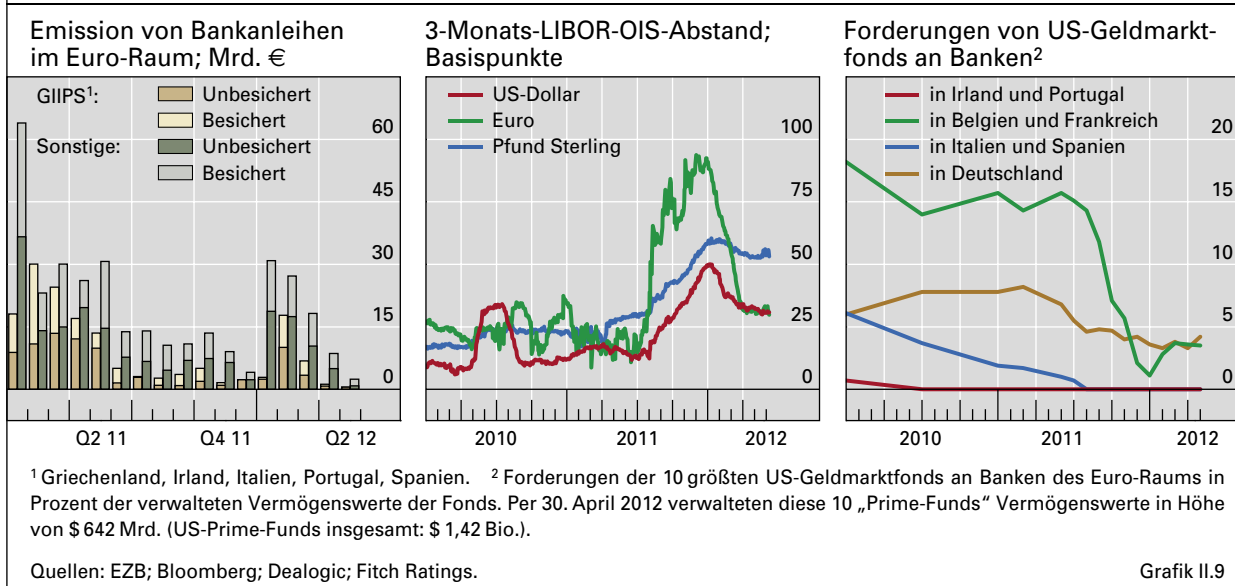
Rückläufige Finanzierung und Kreditvergabe europäischer Banken

Im Zuge der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum gerieten die europäischen Banken im zweiten Halbjahr 2011 zunehmend unter Druck. Grund dafür war zum einen die Unsicherheit hinsichtlich des Staatsausfallrisikos der von ihnen gehaltenen Wertpapiere. Unklar war überdies, inwieweit die öffentliche Hand in der Lage gewesen wäre, schwache Banken zu stützen. Die Prämien von Credit-Default-Swaps (CDS) europäischer Banken stiegen rasant an, als deren wahrgenommene Bonität sich verschlechterte (Grafik II.8 links). Die Kurse von Bankaktien brachen in denjenigen Ländern ein, in denen der Wert von Staatsschuldtiteln am stärksten gefallen war; auch im übrigen Euro-Raum gingen sie deutlich zurück (Grafik II.8 Mitte). Doch auch an Banken außerhalb des Euro-Raums ging die Krise nicht spurlos vorüber, wie die Entwicklung der Aktienkurse (Grafik II.8 rechts) sowie der CDS-Prämien zeigt.

Im Herbst 2011 verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen für Banken im Euro-Raum rapide. Die Einleger begannen, ihr Geld von Banken in



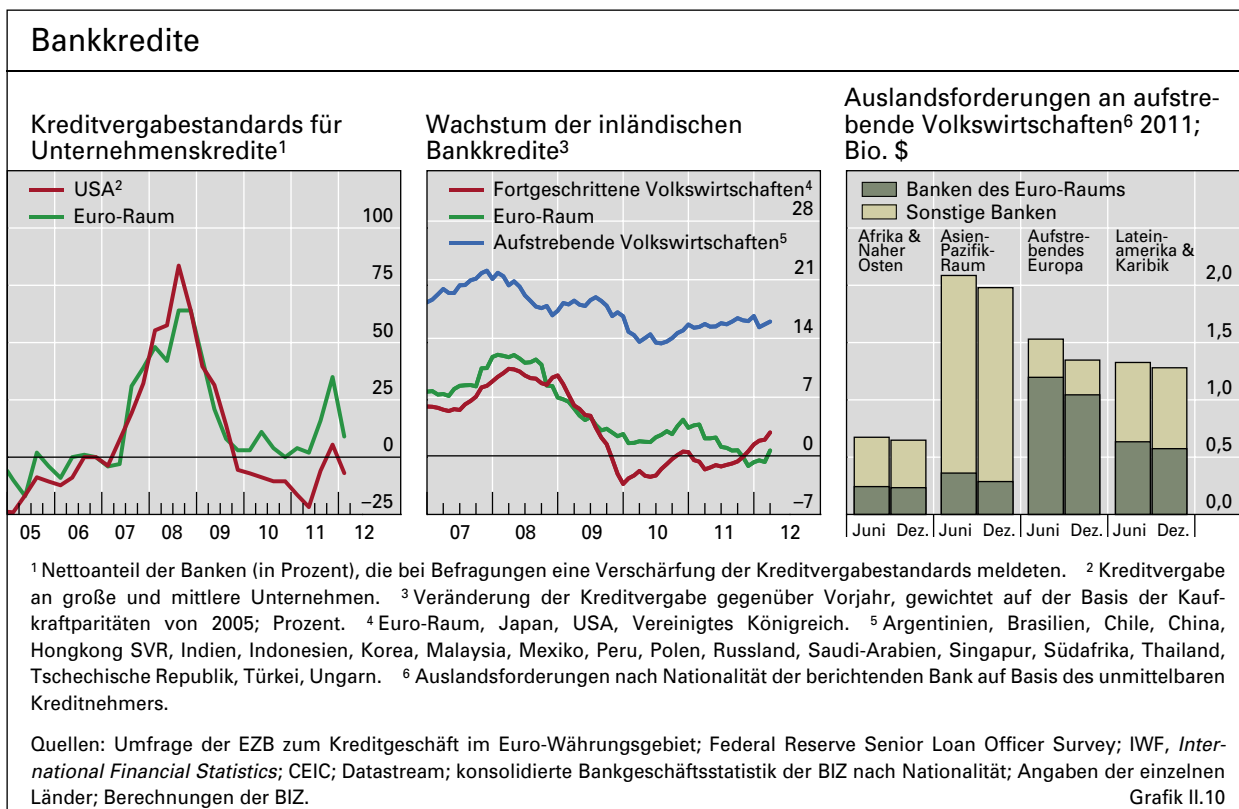
Finanzierungskonditionen für Banken



Spanien und – in geringerem Umfang – in Italien abzuziehen. Diese Abzüge kamen zu den anhaltenden Einlagenabzügen aus Banken in Griechenland und Irland hinzu. Zahlreiche Banken des Euro-Raums sahen sich an den Märkten für unbesicherte Schuldtitel praktisch vor verschlossenen Türen (Grafik II.9 links). Zudem erhöhten sich die Kosten der Mittelaufnahme am Interbankmarkt, besonders für Euro, aber auch für US-Dollar und Pfund Sterling (Grafik II.9 Mitte). Zum Teil verknappte sich das Angebot an Dollar-Finanzierungen für Banken des Euro-Raums, weil US-Geldmarktfonds ihre Positionen zurückführen (Grafik II.9 rechts).

Der wachsende Druck zum Fremdkapitalabbau führte dazu, dass die Banken des Euro-Raums ihr Kreditgeschäft vermehrt auf den heimischen Markt ausrichteten. Per saldo verschärften sie ihre Kreditvergabestandards gegenüber Firmenkunden im vierten Quartal 2011 – stärker als Banken in den USA (Grafik II.10 links). Die Wachstumsrate der Kredite von Banken des Euro-Raums an inländische Nichtfinanzunternehmen fiel zwar auf null (Grafik II.10 Mitte), allerdings schwächte sich ihre Kreditvergabe an andere Regionen noch deutlicher ab. Im zweiten Halbjahr 2011 sanken die Auslandsforderungen von Banken des Euro-Raums an Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften um insgesamt 12%, d.h. um 4% gegenüber Afrika und dem Nahen Osten, um 20% gegenüber dem Asien-Pazifik-Raum, um 13% gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und um 9% gegenüber Lateinamerika und der Karibik (Grafik II.10 rechts). Besonders stark wurden Kredite mit hohem Risikogewicht zurückgefahren. Beispiele hierfür sind Kredite an Unternehmen mit Rating unterhalb Anlagequalität, Projektfinanzierungen sowie Kredite, bei denen oft eine Dollar-Finanzierung erforderlich ist, wie Flugzeug- und Schiffsleasing oder Handelsfinanzierungen.

Allerdings traten in beträchtlichem Ausmaß andere Finanzierungsformen an die Stelle von Bankkrediten aus dem Euro-Raum. In einigen Fällen gehörten



dazu Kredite von anderen großen internationalen Kreditgebern (Grafik II.10 rechts). Einige australische, japanische und britische Banken, die bereits auf die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens fokussiert waren, erhöhten ihre Kreditvergabe in der Region. Inländische Kreditgeber stockten ihre Kreditvergabe ebenfalls auf, insbesondere in Lateinamerika, weniger jedoch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, wo westeuropäische Banken einen großen Marktanteil hielten. Außerdem wandten sich einige größere Unternehmensschuldner den Anleihemärkten zu, wo sich der Bruttoabsatz im Schlussquartal 2011 um fast 30% erhöhte.

Nach wie vor fragiles Wachstum der Weltwirtschaft Anfang 2012

Eine schwache Konjunktur und wachsende Anspannungen an den globalen Finanzmärkten gegen Ende 2011 veranlassten die Zentralbanken dazu, eine neue Runde von Stützungsmaßnahmen einzuleiten (Kapitel IV). Die Federal Reserve verpflichtete sich, langfristige US-Schatzpapiere im Umfang von weiteren \$ 400 Mrd. zu kaufen, was mit der Veräußerung kürzerfristiger Notes finanziert werden sollte. Sie gab ferner bekannt, dass sie ihren kurzfristigen Leitzinssatz bis mindestens Ende 2014 auf einem außergewöhnlich tiefen Niveau halten wolle. Die Bank of Japan und die Bank of England stockten ihre Programme zum Ankauf von Vermögenswerten erneut auf. Auch die Zentralbanken Brasiliens, Chinas, Indiens, Indonesiens, der Philippinen und der Türkei lockerten ihre Geldpolitik. Im Dezember 2011 kündigte die EZB an, den Banken des Euro-Raums 3-jährige Refinanzierungsgeschäfte anzubieten, für die eine

breitere Palette von Sicherheiten gestellt werden konnte. Die wichtigsten Zentralbanken hatten bereits vereinbart, die Preise gegenseitiger Devisen-swapkreditlinien zu senken, sodass sie billiger als zuvor mit Geschäftsbanken Euro gegen Dollar tauschen konnten.

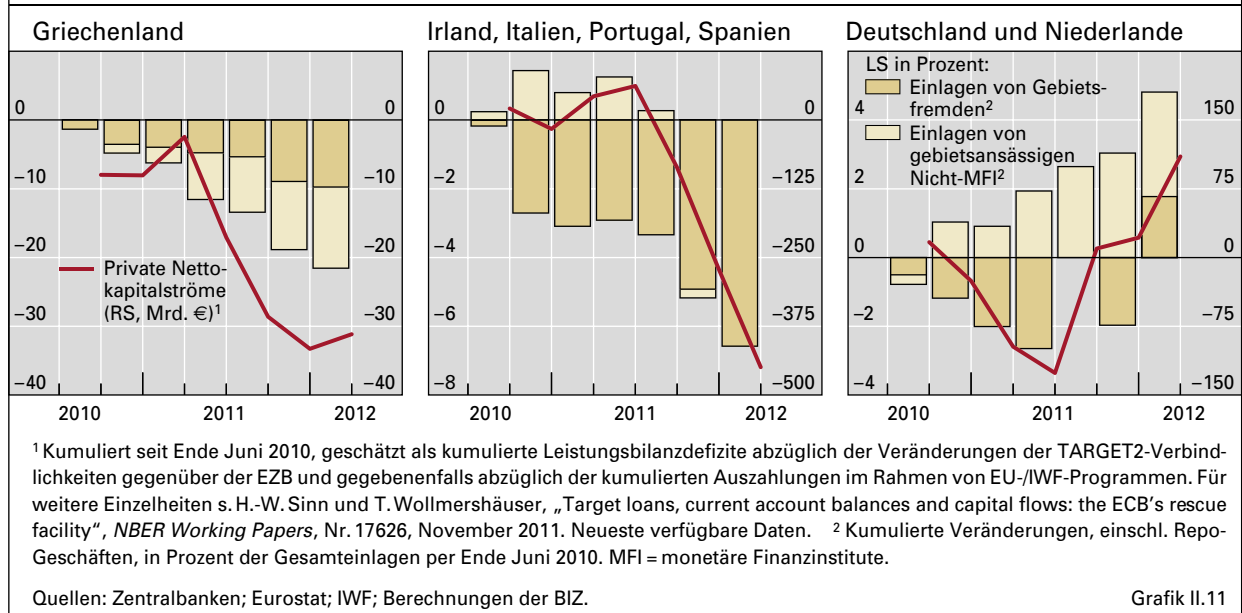
Diese Maßnahmen bewirkten erhebliche Verbesserungen an den Märkten für Bankenfinanzierungen (Grafik II.9) und den Finanzmärkten ganz allgemein. Im Rahmen der beiden Tendergeschäfte vom Dezember 2011 bzw. Februar 2012 stellte die EZB den Banken im Euro-Raum für einen Zeitraum von drei Jahren Liquidität zur Verfügung. Mit den hierbei aufgenommenen Mitteln konnten diese einen Großteil ihrer bis 2014 anstehenden Tilgungen von unbesicherten Schuldtiteln vorfinanzieren. Darüber hinaus verwendeten die Banken einen Teil der Liquidität für den Erwerb von Aktiva, darunter Staatsanleihen des Euro-Raums. Die Renditen dieser Wertpapiere sanken erheblich (Grafik II.5). Ganz allgemein trugen zusätzliche staatliche Stützungsmaßnahmen dazu bei, in den ersten Monaten von 2012 die Preise von Vermögenswerten auf breiter Front nach oben zu treiben. Der Abschluss einer geordneten Umschuldung für Griechenland im März beseitigte ebenfalls ein Abwärtsrisiko für Vermögenspreise.

Im ersten Quartal 2012 schien sich die Weltwirtschaft etwas zu erholen. In den USA sank die Arbeitslosenquote; parallel dazu stiegen die Verbraucherstimmung und -ausgaben beträchtlich. In Japan verliehen Aufträge im Maschinenbau sowie Unternehmensinvestitionen der Konjunktur Auftrieb, und die Wirtschaft erholte sich weiter von den Folgen des Erdbebens vom März 2011. Nachdem es im vierten Quartal 2011 gesunken war, stabilisierte sich das BIP im Euro-Raum. In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere in Lateinamerika und Südostasien – beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum.

Ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum war allerdings noch nicht in Sicht, und im zweiten Quartal schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit wieder ab. Im April und Mai blieb eine Reihe von Wirtschaftsindikatoren in den USA hinter den Erwartungen zurück, und die Beschäftigung wuchs wieder langsamer. In China schwächten sich die Konjunkturindikatoren seit Anfang 2012 deutlich ab; zum Teil dürfte diese Entwicklung allerdings Maßnahmen widerspiegeln, mit denen das Wachstum auf ein nachhaltigeres Niveau zurückgefahren werden sollte. In Brasilien und Indien verlangsamte sich das Produktionswachstum ebenfalls spürbar, insbesondere in der Landwirtschaft und der verarbeitenden Industrie. Im Euro-Raum ging die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal 2012 vermutlich wieder zurück.

Auch die Finanzrisiken nahmen im Euro-Raum im zweiten Quartal 2012 zu, hauptsächlich wegen Sorgen über die wirtschaftspolitische Ausrichtung Griechenlands nach den Wahlen. Einlagen und sonstiges Kapital flossen vermehrt aus solchen Ländern ab, die als anfällig gegenüber einer weiteren Verschärfung der Krise galten. Meldungen zufolge beschleunigten sich im Mai vor allem die Einlagenabzüge von Banken in Griechenland. Diese Banken hatten bereits rund ein Drittel ihrer Auslandseinlagen und ein Viertel ihrer inländischen Einlagen von Nichtfinanzkunden verloren (Grafik II.11 links). Ausländische Einleger hatten auch von Banken in Irland, Italien, Portugal und

Einlagen von Banken des Euro-Raums und private grenzüberschreitende Kapitalströme



Spanien Mittel abgezogen; die inländischen Einlagen blieben dort aber stabiler (Grafik II.11 Mitte). Im Gegensatz dazu erhöhten sich die Einlagen bei Banken in Deutschland und den Niederlanden im ersten Quartal 2012 beträchtlich (Grafik II.11 rechts). Schätzungen der gesamten privaten Kapitalströme ergeben überdies Nettoabflüsse privaten Kapitals aus Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien sowie Zuflüsse nach Deutschland und in die Niederlande (Grafik II.11, rote Linien).