

## IV. Die Grenzen der Geldpolitik

Die Ausrichtung der Geldpolitik ist weltweit akkommodierend. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist das Leitzinsniveau schon seit längerem sehr niedrig. Infolge expansiver bilanzpolitischer Maßnahmen werden die Zentralbankbilanzen zudem immer umfangreicher. Über eine unerwünschte Volatilität der Wechselkurse und Kapitalströme überträgt sich diese expansive Geldpolitik auch auf die aufstrebenden Volkswirtschaften.

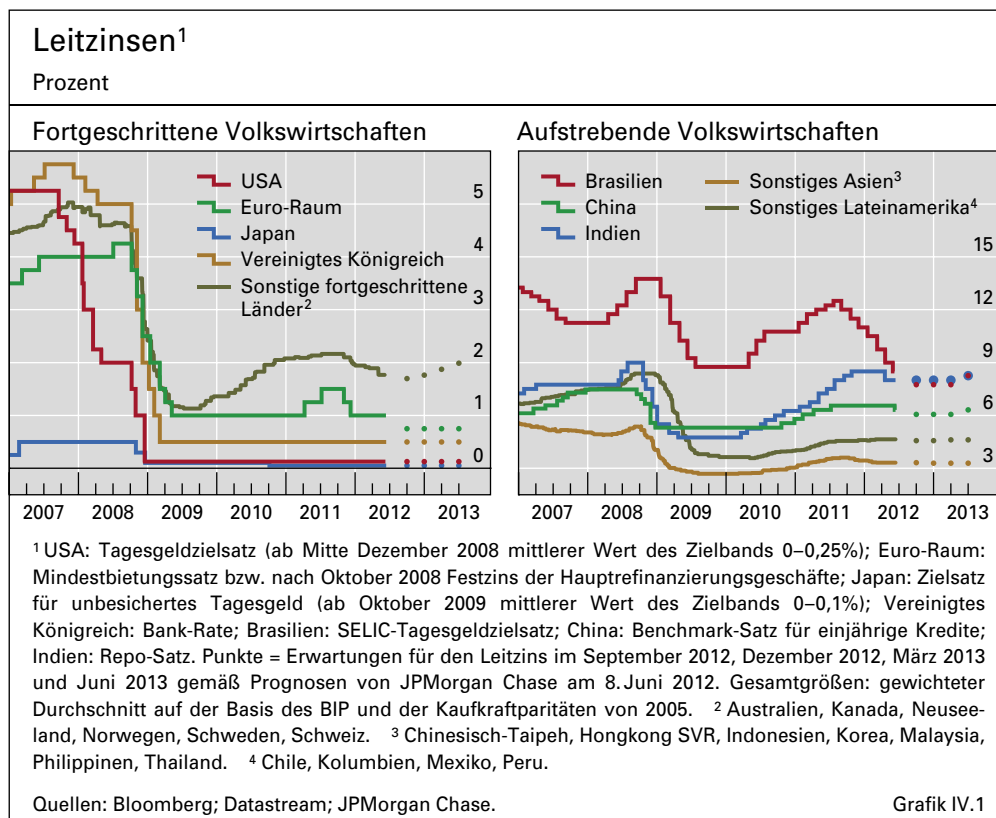
Das entschlossene Handeln der Zentralbanken zur Eindämmung der Krise hat entscheidend dazu beigetragen, dass ein Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert und strauchelnde Volkswirtschaften aufgefangen wurden. Aber der Geldpolitik sind Grenzen gesetzt: Sie kann Liquidität bereitstellen, nicht aber die zugrundeliegenden Solvenzprobleme lösen. Werden die Grenzen der Geldpolitik nicht respektiert, wird den Zentralbanken womöglich zu viel aufgebürdet – mit potenziell gravierenden Folgen. Eine über längere Zeit andauernde, massive geldpolitische Lockerung hat Nebenwirkungen, welche die Rückkehr zu einer sich selbst tragenden Erholung verzögern und Risiken für die globale Finanz- und Preisstabilität entstehen lassen können. Die zunehmende Divergenz zwischen dem, was von den Zentralbanken erwartet wird, und dem, was sie tatsächlich leisten können, untergräbt auf längere Sicht möglicherweise ihre Glaubwürdigkeit und ihre operative Unabhängigkeit.

Dieses Kapitel gibt zunächst einen Überblick über die wichtigsten geldpolitischen Maßnahmen, die im letzten Jahr von den Zentralbanken der fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften getroffen wurden, und liefert eine Einschätzung der globalen geldpolitischen Ausrichtung. Anschließend werden das Ausmaß und die Grenzen der andauernden und massiven geldpolitischen Lockerung untersucht: die Folgen für eine effektive Bilanzsanierung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die Konsequenzen der globalen Spillover-Effekte der Geldpolitik auf die aufstrebenden Volkswirtschaften sowie die resultierenden längerfristigen Risiken für die Zentralbanken.

### Geldpolitik in den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften

#### *Geldpolitische Maßnahmen in den letzten zwölf Monaten*

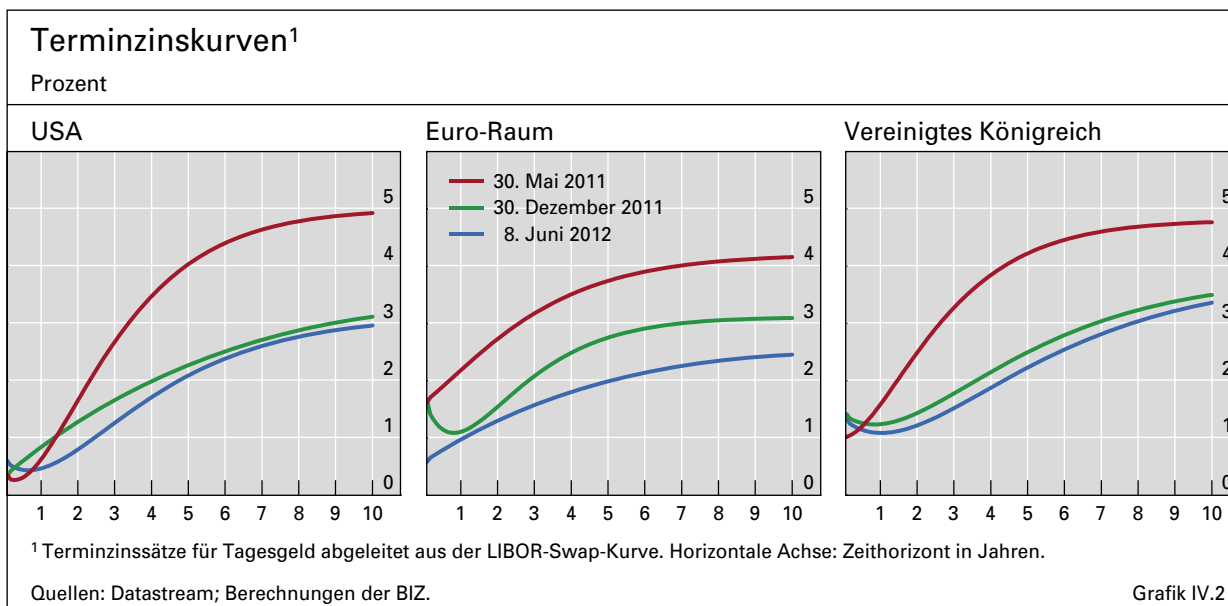
In der Zeit von Juni 2011 bis Anfang Juni 2012 kam die geldpolitische Straffung, die in der ersten Jahreshälfte 2011 in vielen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften vorgenommen worden war, zum Stillstand oder kehrte sich um (Grafik IV.1). Diese Entwicklung vollzog sich vor dem Hintergrund eines schwächer werdenden Wachstums und eines nachlassenden Inflationsdrucks. Die EZB senkte ihren Hauptrefinanzierungssatz auf 1% und ließ den EONIA auf ein Niveau nahe dem Zinssatz für die Einlagefazilität



fallen – Letzteren verringerte sie auf 0,25%. In den übrigen wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften verharrten die Leitzinsen an ihrer effektiven Untergrenze. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Leitzinsen teilweise zurückgenommen: Die brasilianische Notenbank reduzierte den Leitzins ab August 2011 in mehreren Runden um insgesamt 400 Basispunkte, die Reserve Bank of India senkte den Leitzins im April 2012 um 50 Basispunkte, und die People’s Bank of China setzte ihren Benchmarksatz für einjährige Kredite Anfang Juni 2012 um 25 Basispunkte herab. Einige Notenbanken aufstrebender Volkswirtschaften, insbesondere die chinesische und die indische Zentralbank, verringerten zudem ihre Mindestreserveanforderungen.

Anfang Juni 2012 rechneten die Märkte für das laufende Jahr mit weiteren Leitzinssenkungen im Euro-Raum, in China und in Brasilien, während sie für die USA, das Vereinigte Königreich, Japan sowie Indien von unveränderten Zinsen ausgingen (Grafik IV.1, Punkte). Die Terminzinskurven zeigten, dass die Märkte für die nächsten zwei Jahre niedrige Leitzinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften einpreisten (Grafik IV.2). Diese Erwartungen spiegelten zumindest teilweise das wider, was die Zentralbanken signalisierten. Im April 2012 erklärte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve, dass der US-Tagesgeldsatz angesichts der gesamtwirtschaftlichen Aussichten voraussichtlich mindestens bis Jahresende 2014 auf einem außergewöhnlich niedrigen Niveau verbleiben würde.

Die Zentralbanken in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften läuteten im Berichtszeitraum neue Runden bilanzpolitischer Maßnahmen ein. Die Federal Reserve, die Bank of England und die Bank of Japan weiteten ihre bestehenden umfangreichen Wertpapierankaufprogramme aus oder führten



neue derartige Programme ein. Ziel dieser Maßnahmen war eine Verringerung der langfristigen Zinsen, aber auch der Risikoprämien im Allgemeinen. Damit sollte eine zusätzliche geldpolitische Lockerung bewirkt werden. Im September 2011 startete die Federal Reserve das Laufzeitverlängerungsprogramm (Maturity Extension Program, MEP), in dessen Rahmen bis Ende Juni 2012 Erträge in Höhe von \$ 400 Mrd. aus dem Verkauf kürzerfristiger Schatzanleihen erzielt und zum Erwerb längerfristiger Schatzanleihen verwendet werden sollen. Die Bank of England und die Bank of Japan stockten indessen ihre Wertpapierankaufsprogramme um £ 125 Mrd. bzw. ¥ 30 Bio. auf.

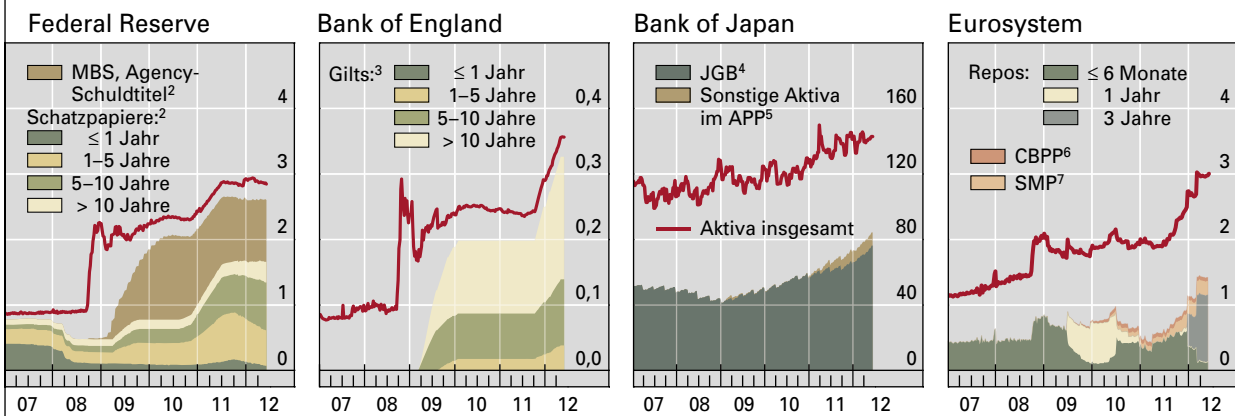
Infolge der großvolumigen Ankäufe von Vermögenswerten, welche diese drei Notenbanken seit Ende 2008 getätigt hatten, erhöhten sich ihre Bestände an längerfristigen Wertpapieren, insbesondere Staatsanleihen, erheblich (Grafik IV.3, erste drei Felder). Dies trug dazu bei, dass die Langfristzinsen auf einen sehr niedrigen Stand fielen (Grafik IV.4 links).<sup>1</sup>

Die bilanzpolitischen Maßnahmen, welche die EZB im Berichtszeitraum ergriff, sollten Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus des Euro-Raums beseitigen, die aufgrund der sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen für Regierungen und Banken entstanden waren. Im August 2011 nahm die EZB die Ankäufe von Staatsanleihen im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme, SMP) wieder auf, nachdem die Renditen der Staatsschuldtitel einiger Euro-Länder in die Höhe geschossen waren (Grafik IV.4 rechts). Um den sich für Banken rasch verschlechternden Finanzierungsbedingungen an den Märkten des

<sup>1</sup> Ein Überblick über die Auswirkungen der Zentralbankprogramme zum Ankauf von Anleihen auf die Renditen langfristiger Staatsanleihen sowie neue Erkenntnisse zu diesem Thema finden sich in J. Meaning und F. Zhu, „The impact of recent central bank asset purchase programmes“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2011, S. 73–83, sowie in J. Meaning und F. Zhu, „The impact of Federal Reserve asset purchase programmes: another twist“ (ebenfalls nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2012, S. 23–32. Die letztgenannte Studie kam zu dem Schluss, dass die Renditen 10-jähriger US-Anleihen infolge der Anleihenkäufe der Federal Reserve bis Ende 2011 um mehr als 150 Basispunkte zurückgegangen sein könnten.

# Größe und Zusammensetzung der Zentralbankbilanzen<sup>1</sup>

Bio. Einheiten der jeweiligen Währung



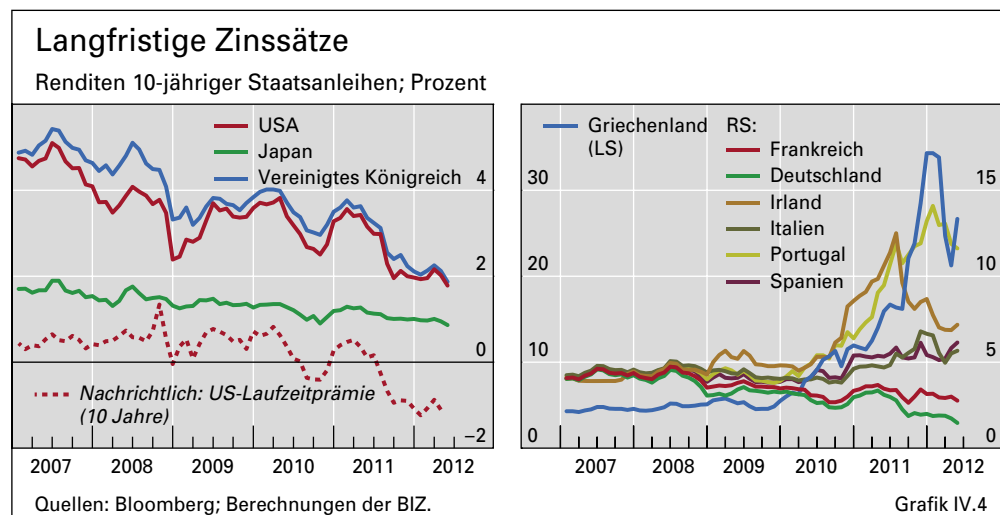
<sup>1</sup> Bank of England und Federal Reserve: Aufschlüsselung nach Restlaufzeit; Eurosystem: Aufschlüsselung der ausstehenden Repo-Geschäfte nach ursprünglicher Laufzeit. <sup>2</sup> Nominalwert; MBS = mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere. <sup>3</sup> Bestände der Asset Purchase Facility; aufgenommene Mittel. <sup>4</sup> Japanische Staatsanleihen. <sup>5</sup> Im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) gehaltene Commercial Paper, Unternehmensanleihen, börsengehandelte Fonds, börsennotierte Immobilienreuehandfonds und Abzinsungspapiere des japanischen Finanzministeriums. <sup>6</sup> Bestände im Rahmen des ersten und zweiten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme, CBPP). <sup>7</sup> Bestände im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme, SMP).

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.3

Euro-Raums entgegenzuwirken, führte die EZB zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit 3-jähriger Laufzeit und vollständiger Zuteilung durch – eines im Dezember 2011, das andere im Februar 2012. Gleichzeitig erweiterte sie die Palette der für Refinanzierungsgeschäfte zugelassenen Sicherheiten und halbierte den Mindestreservesatz. Diese Maßnahmen führten vorübergehend zu einer Minderung des Finanzierungsdrucks für Banken und Staaten. Im März 2012 begannen die Spannungen innerhalb des Euro-Raums allerdings wieder zuzunehmen (Kapitel II).

Der Umfang der vom Eurosystem gehaltenen Aktiva ist infolge dieser Maßnahmen deutlich gestiegen, und die Laufzeiten sind merklich länger geworden (Grafik IV.3 rechts). Ende Mai 2012 beliefen sich die im Rahmen des



Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik IV.4

SMP erworbenen Wertpapierbestände auf € 212 Mrd. Die im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen gehaltenen Bestände lagen bei rund € 69 Mrd. Bei den beiden Refinanzierungsgeschäften mit 3-jähriger Laufzeit wurde ein Betrag in Höhe von rund € 1 Bio. zugeteilt. Insgesamt vergrößerte sich die Bilanz des Eurosystems um etwa € 500 Mrd., da gleichzeitig das Volumen anderer, kürzerfristiger Refinanzierungsgeschäfte verringert wurde.

Die japanischen Währungsbehörden und die Schweizerische Nationalbank (SNB) intervenierten an den Devisenmärkten, nachdem der Yen und der Schweizer Franken im Zuge von Mittelflüssen in sichere Anlagen kräftig aufgewertet hatten. Die Währungsreserven Japans erhöhten sich 2011 um \$ 185 Mrd. auf insgesamt \$ 1 221 Mrd. (Tabelle IV.1). Die SNB legte im

Jährliche Veränderung der Währungsreserven							
Mrd. US-Dollar							
	Zu aktuellen Wechselkursen						Nachrichtlich: Ausstehende Beträge (Dezember 2011)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Welt	933	1 449	639	829	1 099	935	10 204
Industrieländer	91	99	61	83	194	269	2 037
USA	3	5	4	1	2	-0	52
Euro-Raum	17	19	-1	-8	13	1	208
Japan	46	73	55	-7	39	185	1 221
Schweiz	2	7	0	47	126	54	271
Asien	396	695	410	715	651	424	5 112
China	247	462	418	453	448	334	3 181
Chinesisch-Taipen	13	4	21	56	34	4	386
Hongkong SVR	9	19	30	73	13	17	285
Indien	39	96	-20	12	9	-5	263
Indonesien	8	14	-5	11	29	14	104
Korea	28	23	-61	65	22	11	298
Malaysia	12	19	-10	2	9	27	129
Philippinen	4	10	3	4	16	12	66
Singapur	20	27	11	12	38	12	235
Thailand	15	20	23	25	32	-0	165
Lateinamerika <sup>1</sup>	54	127	42	25	81	97	642
Argentinien	8	14	0	-1	4	-7	40
Brasilien	32	94	13	39	49	63	343
Chile	3	-3	6	1	2	14	40
Mexiko	2	11	8	0	21	23	137
Venezuela	5	-5	9	-15	-8	-3	6
Mittel- und Osteuropa <sup>2</sup>	26	42	6	13	14	3	260
Nahe Osten <sup>3</sup>	96	108	150	-29	50	84	661
Russland	120	171	-56	-5	27	8	441
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Nettoölexporteur<sup>4</sup></i>	286	331	144	-62	107	135	1 556

<sup>1</sup> Aufgeführte Länder sowie Kolumbien und Peru. <sup>2</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>3</sup> Katar, Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien. <sup>4</sup> Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela, Nahe Osten.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

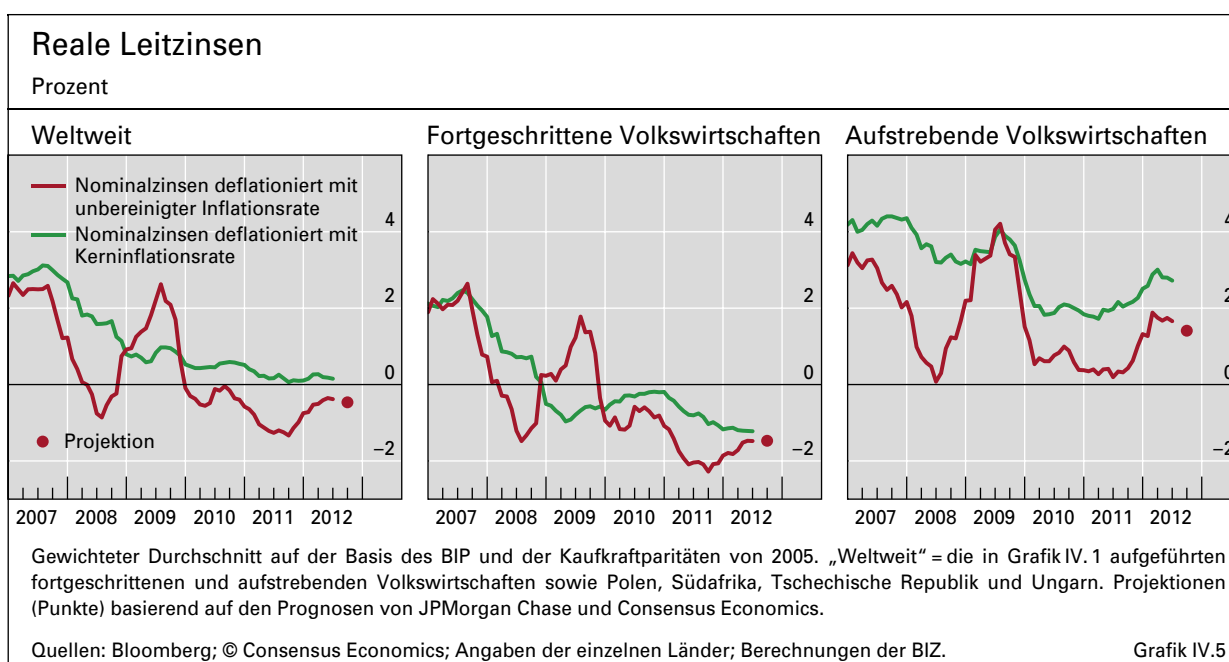
Tabelle IV.1

September 2011 einen Mindestkurs von CHF 1,20 gegenüber dem Euro fest. Ungeachtet dessen stiegen die Währungsreserven der Schweiz 2011 weniger stark an als im vorangegangenen Jahr (Tabelle IV.1). Allerdings schnellten die Devisenbestände der SNB im Mai 2012 im Vergleich zum Vormonat um mehr als 25% in die Höhe, da der Druck auf ihren gegenüber dem Euro festgelegten Mindestkurs zunahm.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, verlangsamte sich im letzten Jahr der Aufbau von Währungsreserven (Tabelle IV.1). Ein Grund dafür war, dass in der zweiten Jahreshälfte der Aufwärtsdruck auf die Wechselkurse nachließ, da die weltweit zunehmende Risikoaversion zu Abflüssen von Portfoliokapital führte (Grafik II.6 links). Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hielten im Dezember 2011 mit insgesamt \$ 5 Bio. jedoch nach wie vor sehr hohe Währungsreserven. Diese Summe entspricht der Hälfte der weltweiten Bestände. Etwas weniger als ein Drittel der globalen Währungsreserven zu diesem Zeitpunkt war im Besitz Chinas (über \$ 3 Bio.).

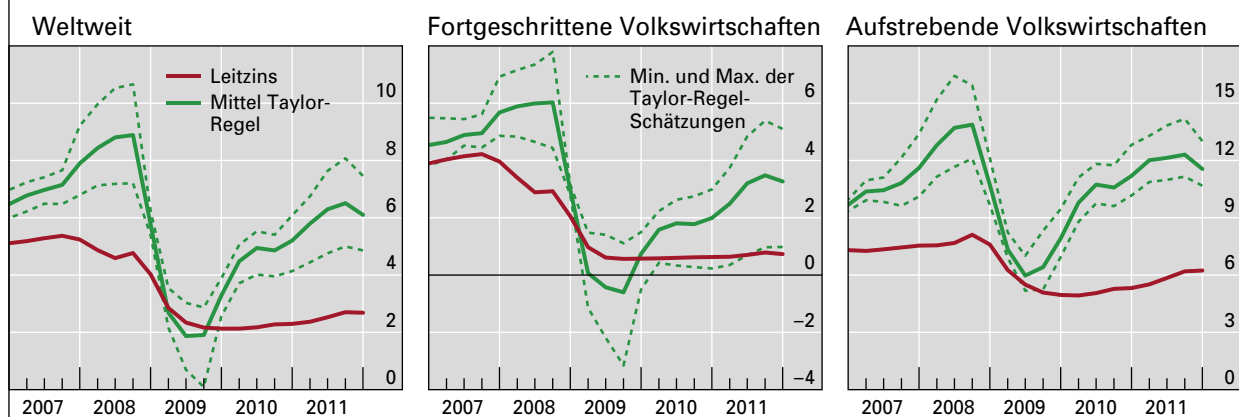
#### Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung

Die realen (d.h. inflationsbereinigten) Leitzinsen weisen auf einen sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs hin, und zwar unabhängig davon, ob die Nominalzinsen mit der unbereinigten Inflationsrate oder der Kerninflationsrate deflationiert werden (Grafik IV.5). Anfang 2012 lagen die realen Leitzinsen weltweit in etwa bei null. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften verharrten sie weiterhin im negativen Bereich. In den aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen die Leitzinsen zwar leicht an, sind aber immer noch als sehr niedrig einzustufen, wenn das dort in den letzten Jahren verzeichnete Trendwachstum für die Produktion berücksichtigt wird.



## Benchmarks für Leitzinsen<sup>1</sup>

Prozent



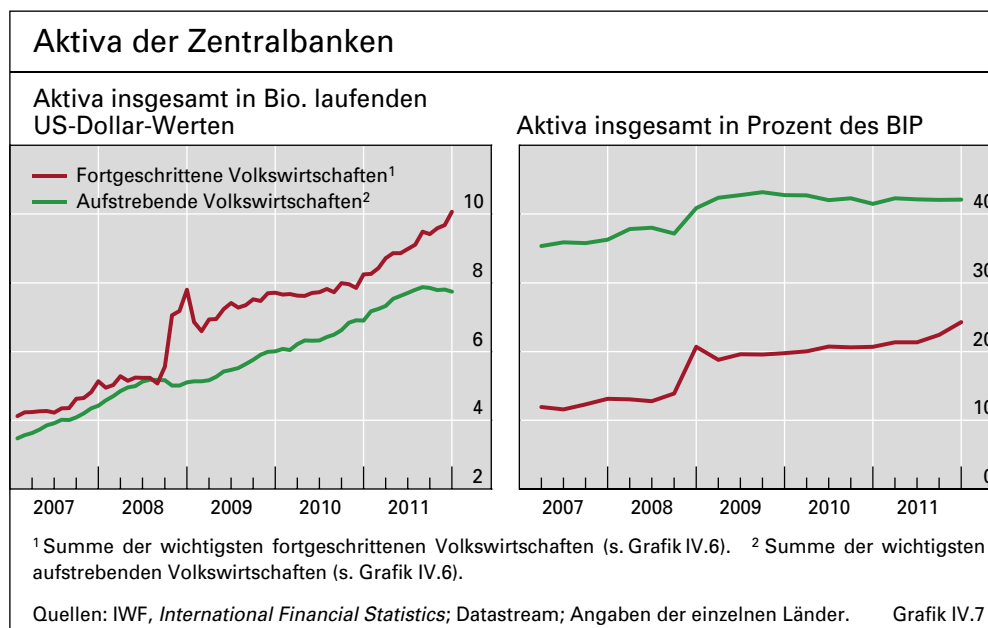
Taylor-Regeln berechnet als  $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , wobei  $\pi$  die Inflation und  $y$  die Produktionslücke darstellt. Die Konstante  $c$  wird definiert als die Summe der durchschnittlichen Inflationsrate und des realen BIP-Wachstums seit dem 1. Quartal 2000.  $\pi^*$  wird berechnet als das durchschnittliche Niveau der Inflationsrate seit dem 1. Quartal 2000. Taylor-Regeln berechnet für sämtliche Kombinationen der drei Messgrößen für Inflation (Verbraucherpreise, Kernindex der Verbraucherpreise und prognostizierte Verbraucherpreise gemäß Consensus Economics) und der Messgrößen für die Produktionslücke entsprechend drei verschiedenen Berechnungen des Produktionspotenzials (HP-Filter, linearer Trend und unbeobachtete Komponenten). Die Grafik zeigt den Mittel-, Mindest- und Höchstwert für die Taylor-Regel aller neun Kombinationen.

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Kaufkraftparitäten von 2005. „Weltweit“ = fortgeschrittene Volkswirtschaften (Australien, Dänemark, Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich) und aufstrebende Volkswirtschaften (Argentinien, Brasilien, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Polen, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn).

Quellen: Bloomberg; CEIC; © Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik IV.6

Die Taylor-Regel, die das Leitzinsniveau mechanisch mit der Inflation und der Produktionslücke in Verbindung bringt, zeichnet ein ähnliches Bild (Grafik IV.6). Eine Einschätzung auf Grundlage dieser Benchmark wird unweigerlich durch die große Unsicherheit über Höhe und Wachstumsrate des Produktionspotenzials erschwert. Dennoch: Unter Berücksichtigung sämtlicher Kombinationen von unterschiedlichen Inflationmessgrößen (unbereinigte Inflationsrate und Kerninflationsrate) und alternativen Schätzungen der Produktionslücke (zeitvariabel und konstanter linearer Trend) erscheint das Leitzinsniveau Ende 2011 außergewöhnlich akkommodierend (Grafik IV.6 links). Ausschlaggebend für dieses Ergebnis waren vor allem die aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik IV.6 rechts), was den bedeutenden Einfluss externer Faktoren, wie z.B. Bedenken hinsichtlich der Volatilität von Wechselkursen und Kapitalströmen, auf die Geldpolitik in diesen Ländern widerspiegelt. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften lag das Zinsniveau Ende 2011 knapp unter dem Spektrum der Referenzwerte der Taylor-Regel, nachdem es sich seit Ausbruch der Krise meist innerhalb dieses Spektrums bewegt hatte (Grafik IV.6 Mitte).

Mit Realzinsen und der Taylor-Regel lässt sich die geldpolitische Ausrichtung natürlich nicht voll und ganz abbilden. Insofern könnte die geldpolitische Lockerung übertrieben dargestellt sein, da einige Einflussgrößen unberücksichtigt bleiben, die für das aktuelle geldpolitische Umfeld relevant sind. Solche Einflussgrößen sind etwa Bedenken über destabilisierende



Kapitalzuflüsse, die immer noch spürbaren Nachwirkungen der Finanzkrise sowie Änderungen der Mindestreserveanforderungen.

Berücksichtigt man jedoch auch die beispiellose Ausweitung der Zentralbankbilanzen, so ergibt sich das Bild einer deutlich stärkeren Lockerung des geldpolitischen Kurses. Die von den Zentralbanken insgesamt gehaltenen Aktiva haben sich in den letzten vier Jahren mehr als verdoppelt und erreichten Ende 2011 rund \$ 18 Bio. (Grafik IV.7 links). In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erhöhten sich die Aktiva der Notenbanken durch bilanzpolitische Maßnahmen, die zur Bewältigung der globalen Finanzkrise ergriffen wurden, auf etwa 25% des BIP (Grafik IV.7 rechts). Diese Maßnahmen bewirkten eine zusätzliche geldpolitische Akkommodierung, da sie u.a. zu den niedrigen Renditen langfristiger Anleihen beitrugen.<sup>2</sup> In den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften beliefen sich die Aktiva der Zentralbanken Ende 2011 auf rund 40% des BIP. Vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wurden im letzten Jahrzehnt große Bestände an Währungsreserven aufgebaut, was die Währungsaufwertung gemindert und somit das Wachstum beflügelt haben dürfte.

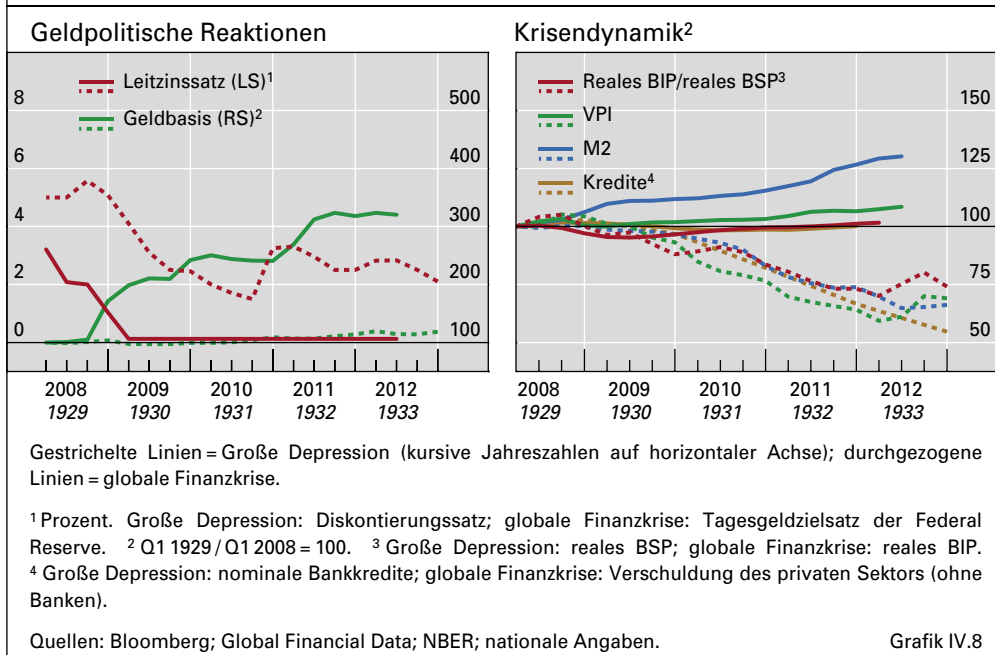
### Anhaltende geldpolitische Lockerung: Reichweite und Grenzen

Das entschlossene Handeln der Zentralbanken während der globalen Finanzkrise trug vermutlich maßgeblich dazu bei, dass sich die Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre nicht wiederholten. Dies ist die erste vorläufige Schlussfolgerung aus einem Vergleich zwischen der Krisendynamik

<sup>2</sup> Ein Überblick über die Auswirkungen der bilanzpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf die Finanzmärkte und die Gesamtwirtschaft findet sich in M. Cecioni, G. Ferrero und A. Secchi, „Unconventional monetary policy in theory and in practice“, Banca d'Italia, *Occasional Papers*, Nr. 102, September 2011. Für Untersuchungen zu den Auswirkungen der Anleihekäufe durch die Notenbanken s. Fußnote 1.



## Geldpolitische Reaktionen und Krisendynamik in den USA: Große Depression und jüngste globale Finanzkrise im Vergleich



(Grafik IV.8 rechts) und den geldpolitischen Reaktionen (Grafik IV.8 links) in den USA während der Großen Depression (gestrichelte Linien) und in der jüngsten globalen Finanzkrise (durchgezogene Linien).

Während weitgehend Einigkeit darüber besteht, dass die massive geldpolitische Lockerung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ganz wesentlich war, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, gehen die Meinungen bei den Vorteilen lang anhaltender lockerer monetärer Bedingungen auseinander. Dabei geht es u.a. um folgende Fragen: Welche Implikationen hat eine solche Geldpolitik für eine effektive Bilanzsanierung als zwingende Voraussetzung anhaltenden Wachstums? Wie verhält es sich mit den Risiken für die globale Finanz- und Preisstabilität? Und welche längerfristigen Konsequenzen ergeben sich für die Glaubwürdigkeit und operative Unabhängigkeit der Zentralbanken?

### *Geldpolitische Lockerung und Bilanzsanierung*

Auf kurze Sicht kann eine akkommodierende Geldpolitik die Bilanzsanierung im privaten und öffentlichen Sektor erleichtern. Sie verschafft Banken und Regierungen Zeit, um Solvenzprobleme in Angriff zu nehmen, und wirkt auf diese Weise einem unkontrollierten Schuldenabbau sowie Kreditausfällen entgegen. Zudem kann sie die Schuldendienstkosten senken, die Vermögenspreise stützen und Produktion sowie Beschäftigung fördern.

In der Erholungsphase nach einer Finanzkrise dürfte die Geldpolitik die Wirtschaftstätigkeit allerdings weniger wirksam ankurbeln, als dies unter normalen Umständen der Fall wäre. Überschuldete Wirtschaftsakteure wollen keine Kredite aufnehmen, um Ausgaben zu finanzieren. Und ein angeschlagenes Finanzsystem ist weniger effektiv bei der Weitergabe geldpolitischer

Impulse an die übrige Volkswirtschaft. Folglich muss die monetäre Akkommodierung weiter vorangetrieben werden, um die gleiche kurzfristige Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu erzielen. Das kann allerdings kein Ersatz sein für direkte Maßnahmen zum Abbau der Schuldenlast und zur Bereinigung angeschlagener Bilanzen. Letztlich besteht sogar die Gefahr, dass eine lang anhaltende geldpolitische Lockerung Bilanzsanierungen und die Rückkehr zu einer sich selbst tragenden Erholung über eine Reihe von Kanälen verzögert.

Erstens verschleiert die anhaltende Lockerung zugrundeliegende Bilanzprobleme und verringert die Anreize, diese ernsthaft in Angriff zu nehmen. Die notwendige Haushaltskonsolidierung könnte ebenso aufgeschoben werden wie Strukturreformen zur Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Wie in Kapitel V ausführlich erörtert, müssen die Staaten entschlossener handeln, um ihren Status als risikofreie Schuldner wiederzuerlangen. Auf längere Sicht ist die erstklassige Bonität von Staatspapieren für die Stabilität sowohl der Realwirtschaft als auch des Finanzsystems unerlässlich.

Auch können umfangreiche Ankäufe von Vermögenswerten sowie uneingeschränkte Liquiditätshilfen in einem Umfeld sehr niedriger Zinsen dazu führen, dass das Problem notleidender Aktiva in den Bankbilanzen als weniger dringlich wahrgenommen wird. Tatsächlich spüren die Banken die Folgen der globalen Finanzkrise noch immer und sind oft in hohem Maße auf Zentralbankmittel angewiesen (Kapitel VI). Niedrige Zinsen senken außerdem die Opportunitätskosten des Haltens notleidender Kredite und können dazu führen, dass Banken ihre Kunden im Hinblick auf deren Schuldendienstfähigkeit überschätzen. Aufgrund all dieser Faktoren könnten schwache Bilanzen fortgeführt und Kredite fehlalloziert werden.<sup>3</sup> Hinweise, wonach sich der Schuldenabbau der privaten Haushalte in den USA aus der geringeren Vergabe neuer Kredite und nicht aus der Abschreibung untragbarer Schulden ergab (Kapitel III), verdeutlichen die Relevanz solcher Mechanismen zum gegenwärtigen Zeitpunkt. Die Kombination aus einem für Banken ungünstigen Verhältnis von Markt- und Buchwert, das zumeist deutlich unter eins liegt, und Rückstellungen für Kreditausfälle, die trotz schwacher gesamtwirtschaftlicher Bedingungen niedrig sind (Tabelle VI.1), könnte ein Indiz für die Vergabe von Endloskrediten sein.

Zweitens könnte sich die geldpolitische Lockerung im Zeitverlauf negativ auf die Rentabilität der Banken auswirken. Sowohl die Höhe der kurzfristigen Zinsen als auch die Neigung der Zinsstrukturkurve korrelieren positiv mit dem Zinsergebnis der Banken. Grund hierfür sind die jeweiligen Effekte auf die Zinsmargen der Einlagen und die Erträge aus der Fristentransformation.<sup>4</sup> Bei

<sup>3</sup> Es gibt Hinweise darauf, dass die Vergabe von Endloskrediten in Japan während der langen Phase niedriger Nominalzinsen in den 1990er Jahren weit verbreitet war. Darüber hinaus gibt es auch Anhaltspunkte dafür, dass in Italien während der ersten Jahre der globalen Finanzkrise Endloskredite vergeben wurden. Siehe R. Caballero, T. Hoshi und A. Kashyap, „Zombie lending and depressed restructuring in Japan“, *American Economic Review*, Vol. 98, Dezember 2008, S. 1943–1977, sowie U. Albertazzi und D. Marchetti, „Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman“, Banca d'Italia, *Temi di Discussione (Working Papers)*, Nr. 756, April 2010.

<sup>4</sup> Siehe U. Albertazzi und L. Gambacorta, „Bank profitability and the business cycle“, *Journal of Financial Stability*, Vol. 5, Dezember 2009, S. 393–409.

der Untersuchung einer Stichprobe von international tätigen Banken im Zeitraum 2008–10 zeigte sich allerdings, dass die geldpolitische Lockerung die Rentabilität der Banken steigerte und den Wiederaufbau der Eigenkapitalbasis stützte (Kasten IV.A). Die negativen Auswirkungen, die mit der Verringerung des kurzfristigen Leitzinses verbunden sind, wurden durch die steiler werdende Zinsstrukturkurve mehr als ausgeglichen. Ein Umfeld anhaltender Niedrigzinsen, geprägt sowohl von niedrigen Kurzfristzinsen als auch von sich abflachenden Zinsstrukturkurven, würde jedoch letztlich zu einer Verschlechterung der Zinserträge der Banken führen. Es gibt bereits erste Anzeichen für eine solche Entwicklung: Die jüngste Abflachung der Zinsstrukturkurve in den USA und im Vereinigten Königreich ging einher mit einem Rückgang der Nettozinsmargen der Banken (Tabelle VI.1).

Niedrige Renditen bei festverzinslichen Anlagen bereiten auch Lebensversicherungen und Pensionsfonds Probleme. In den späten 1990er Jahren und Anfang der 2000er Jahre führten negative Gewinnmargen, die durch ein Niedrigzinsumfeld bedingt waren, zum Zusammenbruch einiger japanischer Lebensversicherungen. Inzwischen schützen sich Versicherungen und Pensionsfonds zum Teil vor diesen Effekten, indem sie sich gegen Zinsänderungsrisiken absichern oder vermehrt fondsgebundene Versicherungsprodukte und beitragsorientierte Systeme anbieten.<sup>5</sup> Allerdings verlagern sich durch diese Maßnahmen letztlich die Risiken auf die privaten Haushalte und auf andere Finanzinstitute.

#### Kasten IV.A: Geldpolitik und Rentabilität der Banken im Zeitraum 2008–10

In diesem Kasten wird der Zusammenhang zwischen Änderungen der Terminstruktur und der Rentabilität von Banken nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers untersucht. Dabei werden Bilanzinformationen von 107 großen internationalen Banken verwendet, die ihren Hauptsitz in 14 wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben und in unterschiedlichen Ländern tätig sind. Aus diesem Grund werden alle makroökonomischen Indikatoren als gewichteter Durchschnitt der Länder konstruiert, in denen die jeweilige Bank ihre Geschäfte betreibt. Die Daten zu den Auslandsforderungen stammen aus der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Ergebnisse einfacher Querschnittsregressionen mit Durchschnittswerten für den Zeitraum 2008–10: a) Nettozinsmarge, b) notleidende Kredite im Verhältnis zur Bilanzsumme und c) Gesamtkapitalrentabilität („return on assets“, ROA). Eine Verringerung des Niveaus der kurzfristigen Zinssätze und der Steigung der Zinsstrukturkurve (in beiden Segmenten, zwischen 0 und 2 Jahren sowie zwischen 2 und 10 Jahren) wirkt sich negativ auf den Nettozinsertrag der Banken aus. In den 14 untersuchten Ländern gingen im Zeitraum 2008–10 jedoch die kurzfristigen Zinssätze im Durchschnitt um 2,44 Prozentpunkte zurück, während sich die Steigung der Zinsstrukturkurve in den beiden Segmenten um 0,35 Prozentpunkte bzw. 1,33 Prozentpunkte erhöhte. Insgesamt wirkten sich diese Änderungen positiv auf die Nettozinsmarge aus (0,69 Prozentpunkte). Änderungen im Verlauf der Zinsstrukturkurve führten auch zu einer Verringerung des Verhältnisses notleidender Kredite zur Bilanzsumme (0,17 Prozentpunkte) und begrenzten dadurch im Abschwung die Qualitätsverschlechterung des Kreditportfolios. Diese Ergebnisse haben auch dann Bestand, wenn zusätzliche Variablen berücksichtigt werden: die Ausweitung der Bilanzsummen der Zentralbanken, konjunkturelle Bedingungen, bankspezifische Merkmale wie Größe, Liquidität und Marktfinanzierungsquote sowie eine Dummy-Variable für Banken, die Rettungspakete in Anspruch genommen haben.

<sup>5</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „Fixed income strategies of insurance companies and pension funds“, *CGFS Papers*, Nr. 44, Juli 2011.

Erklärende Variable	a) Nettozinssmarge		b) Notleidende Kredite / Bilanzsumme		c) ROA	
	Koeff.	Sig.	Koeff.	Sig.	Koeff.	Sig.
Kurzfristiger Zinssatz	0,258	**	1,651	***	0,034	
	(0,107)		(0,486)		(0,226)	
Steigung der Zinsstrukturkurve 0–2 Jahre	0,641	***	1,287		1,321	***
	(0,206)		(0,914)		(0,272)	
Steigung der Zinsstrukturkurve 2–10 Jahre	0,820	***	2,562	***	0,253	
	(0,190)		(0,993)		(0,354)	
Veränderung Bilanzsumme der Zentralbank / BIP	0,002		–0,024		0,005	
	(0,006)		(0,033)		(0,011)	
Nominales BIP-Wachstum	0,019		–0,787	***	0,151	*
	(0,039)		(0,180)		(0,080)	
Marktfinanzierungsquote	–0,021	***	0,057		–0,023	***
	(0,003)		(0,037)		(0,006)	
Bankengröße	–0,01		–0,899	***	0,297	***
	(0,041)		(0,323)		(0,097)	
Liquiditätsquote der Banken	–0,014	**	–0,019		–0,001	
	(0,006)		(0,029)		(0,013)	
Anzahl der Beobachtungen	107		107		107	
R <sup>2</sup>	0,635		0,411		0,311	
Durchschnittswerte der abhängigen Variablen im Zeitraum 2008–10	1,57%		2,40%		0,45%	
<p>Alle Variablen werden als einfacher Durchschnitt über den Zeitraum 2008–10 berechnet. Bankengröße wird als Logarithmus der Bilanzsumme gemessen, Bankenliquidität als Verhältnis von Barreserven und anderen liquiden Mitteln zur Bilanzsumme und Marktfinanzierung als Anteil der Aktiva, die nicht durch Einlagen finanziert werden. Alle Quoten werden in % ausgedrückt. Nicht ausgewiesen werden die Koeffizienten der Dummy-Variablen für Banken, die Rettungsmaßnahmen in Anspruch genommen haben. Robuste Standardfehler in Klammern. *, ** und *** stehen für ein Signifikanzniveau von 10%, 5% bzw. 1%. Weitere Informationen zu den Daten finden sich in M. Brei, L. Gambacorta und G. von Peter, „Rescue packages and bank lending“, <i>BIS Working Papers</i>, Nr. 357, November 2011.</p>						

Drittens bergen niedrige Kurz- und Langfristzinsen die Gefahr, dass erneut zu hohe Risiken eingegangen werden. Der weitverbreiteten Risikoscheu entgegenzuwirken war ein wichtiger Beweggrund für die außergewöhnlich akkommodierende Geldpolitik der Zentralbanken während der globalen Finanzkrise. Niedrige Zinsen können im Zeitverlauf jedoch den Aufbau von Schwachstellen im Finanzsystem begünstigen, da sie Anreize schaffen, in riskanteren Marktsegmenten nach Rendite zu streben. Es gibt zahlreiche empirische Belege dafür, dass dieser Mechanismus im Vorfeld der Finanzkrise eine wichtige Rolle gespielt hat.<sup>6</sup> Die jüngsten beträchtlichen Handelsverluste einiger Finanzinstitute könnten auf eine übermäßige Risikoübernahme in bestimmten Bereichen hinweisen und müssen sorgfältig untersucht werden.

<sup>6</sup> Für eine Untersuchung der empirischen Studien zur Risikoübernahme s. beispielsweise A. Maddaloni und J.-L. Peydró, „Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: evidence from the euro-area and the U.S. lending standards“, *Review of Financial Studies*, Vol. 24, Juni 2011, S. 2121–2165, sowie Y. Altunbas, L. Gambacorta und D. Marqués, „Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?“, *Economic Letters*, 2012 (erscheint demnächst).

Viertens kann eine massive und andauernde akkommodierende Geldpolitik zu Verzerrungen an den Finanzmärkten führen. Die niedrigen Zinsen und die bilanzpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken haben die Dynamik an den Tagesgeldmärkten verändert, was den Ausstieg aus der monetären Akkommodierung erschweren könnte (Kasten IV.B). Umfangreiche Käufe von Vermögenswerten, welche die langfristigen Zinsen und die Risikoaufschläge an den Finanzmärkten senken sollen, dämpfen letztlich auch Marktsignale. Die langfristigen Renditen der wichtigsten Staatsanleihen sind eine wesentliche Referenzgröße für die Finanzintermediation. Ihr außergewöhnlich niedriger Stand (Grafik IV.4) könnte daher ganz allgemein zu finanziellen Fehlbewertungen führen und die Funktion der Finanzmärkte untergraben, eine effektive intertemporale Ressourcenverteilung zu fördern.

Da sich die Leitzinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften inzwischen seit über drei Jahren an der effektiven Untergrenze befinden und die Zentralbankbilanzen weiter ausgeweitet werden, müssen diese möglichen Nebenwirkungen genau beobachtet werden. Wie in Kapitel III, V und VI erörtert, bleibt die Erholung aufgrund des großen Schuldenüberhangs und der anhaltenden strukturellen Ungleichgewichte fragil. Zudem wurden die Maßnahmen zur Gewährleistung tragfähiger Staatshaushalte und zur Sanierung der Bankbilanzen nicht nachdrücklich genug in Angriff genommen.

#### Kasten IV.B: Entwicklungen an den Tagesgeldmärkten

Traditionell nutzen Zentralbanken die unbesicherten Tagesgeldmärkte, um ihre Geldpolitik umzusetzen. In vielen Ländern haben jedoch die bilanzpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken dazu geführt, dass sich die Marktdynamik erheblich verändert hat. Soweit diese veränderte Dynamik nicht genau verstanden wird oder sich nicht von selbst wieder umkehrt, kann sie beim Ausstieg aus bilanzpolitischen Maßnahmen Probleme bereiten und Veränderungen des operativen Rahmens der Geldpolitik nach sich ziehen.

Die Ausweitung der Zentralbankbilanzen hat die Notenbankreserven deutlich anwachsen lassen (Grafik IV.B links). Diese Überschussreserven haben die Interbank-Tagesgeldsätze in die Nähe ihrer Untergrenze – dem Satz, zu dem die Zentralbanken Einlagen verzinsen – gedrückt (Grafik IV.B rechts). Anders ausgedrückt: Die Zentralbanken haben ihre übliche Praxis aufgegeben, den Tagesgeldsatz nahe an einem Zielsatz zu halten. Dieser Zielsatz entsprach häufig dem Mittelwert zwischen dem Satz, zu dem die Banken Gelder bei der Zentralbank aufnehmen können, und dem Satz, zu dem sie Gelder bei der Zentralbank anlegen können. In den USA und im Vereinigten Königreich ist der Tagesgeldsatz sogar unter den Satz gesunken, zu dem Reserven verzinst werden. In beiden Fällen schließt der Tagesgeldmarkt Nichtbanken mit ein, die keinen direkten Zugang zur Einlagefazilität der Zentralbank haben. Eine solche Marktsegmentierung wie auch Arbitragebeschränkungen ermöglichen es Banken (mit Zugang), niedrige Gebote für Finanzmittel dieser Nichtbanken abzugeben und folglich die gemeldeten Marktzinssätze unter den Einlagensatz der Zentralbanken zu drücken.<sup>®</sup>

Darüber hinaus ging das Handelsvolumen an den unbesicherten Märkten zurück, da die Banken untereinander weniger Reserven leihen und verleihen müssen, um tägliche Liquiditätsschwankungen auszugleichen (Grafik IV.B. Mitte). Im Vereinigten Königreich beispielsweise ist das unbesicherte Handelsvolumen, das die Grundlage für das SONIA-Fixing darstellt, seit 2008 um mehr als die Hälfte gesunken.<sup>®</sup> Im Euro-Raum ist das EONIA-Handelsvolumen auf ähnliche Weise geschrumpft.<sup>®</sup> Zudem haben Bedenken über Kontrahentenrisiken und regulatorische Änderungen die Attraktivität der besicherten Märkte gesteigert. Anders als beim SONIA blieb das Handelsvolumen, das dem besicherten RONIA-Fixing im Vereinigten Königreich zugrunde liegt, im Durchschnitt ungefähr auf dem Stand von 2008.<sup>®</sup> In anderen Ländern sind ähnliche Entwicklungen zu verzeichnen.

Darüber hinaus gibt es Hinweise, dass sich die Dynamik der Tagesgeldsätze ändert. In den USA haben sich in der Phase nahe null liegender Zinssätze die Übertragungseffekte von den unbesicherten Tagesgeldsätzen auf die besicherten Sätze (ein entscheidendes Bindeglied bei der geldpolitischen

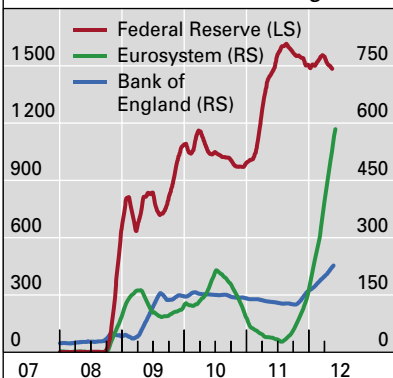
Transmission) abgeschwächt.<sup>Ⓢ</sup> Seit dem Ausstieg der Sveriges Riksbank aus den bilanzpolitischen Maßnahmen ist die Volatilität des Tagesgeldsatzes (T/N) in Schweden höher als vor der Krise.<sup>Ⓢ</sup>

Um in einem Ausstiegsszenario den Tagesgeldsatz kontrollieren zu können, müssen die Zentralbanken entsprechend erprobte Instrumente zur Steuerung der Reserven bereithalten. Darüber hinaus müssen sie gegebenenfalls abwägen, ob die vor der Krise übliche Praxis, einen kurzfristigen unbesicherten Marktzinssatz anzupeilen, noch die effektivste ist.<sup>Ⓢ</sup>

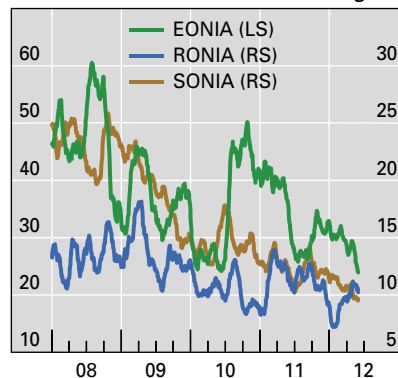
<sup>Ⓢ</sup> Siehe M. Bech und E. Klee, „The mechanics of a graceful exit: interest on reserves and segmentation in the federal funds market“, *Journal of Monetary Economics*, 58(5), Juli 2011, S. 415–431. <sup>Ⓢ</sup> Siehe Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 2011 Q2. SONIA steht für Sterling Overnight Index Average. Das SONIA-Fixing ist der gewichtete Durchschnitt aller unbesicherten Tagesgeldgeschäfte in Pfund Sterling, die in London von den Mitgliedern der Wholesale Markets Brokers' Association (WMBA) vermittelt werden. <sup>Ⓢ</sup> Der EONIA (Euro OverNight Index Average) wird berechnet als gewichteter Durchschnitt aller unbesicherten Tagesgeldgeschäfte am Interbankmarkt, die im Euro-Raum von beitragenden Banken initiiert werden. <sup>Ⓢ</sup> RONIA steht für Repurchase Overnight Index Average. Das RONIA-Fixing ist der gewichtete durchschnittliche Zinssatz aller besicherten (d.h. Repo-)Tagesgeldgeschäfte in Pfund Sterling, die Broker mittels CREST durchführen. Hierbei verwenden sie den Delivery-by-Value-Mechanismus, bei dem Pfund Sterling gegen britische Staatspapiere aufgenommen werden. CREST ist ein britischer Zentralverwahrer für Wertpapiere. <sup>Ⓢ</sup> Siehe M. Bech, E. Klee und V. Stebunovs, „Arbitrage, liquidity and exit: the repo and federal funds markets before, during, and emerging from the financial crisis“, Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, 2012–21. <sup>Ⓢ</sup> Siehe P. Sellin und P. Sommar „The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review“, *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012:2. <sup>Ⓢ</sup> Siehe beispielsweise die Begrüßungsansprache von Jürgen Stark beim „Workshop on the post-crisis design of the operational framework for the implementation of monetary policy“ der EZB, Frankfurt, 10. Oktober 2011.

## Wandel der Geldmarktdynamik

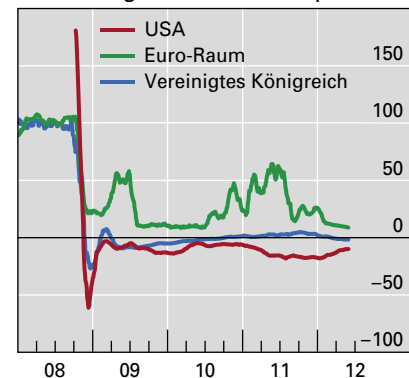
Überschussreserven<sup>1</sup> in Mrd. Einheiten Landeswährung



Volumen am Tagesgeldmarkt<sup>1</sup> in Mrd. Einheiten Landeswährung



Spread zwischen Tagesgeldsatz und Einlagenzins<sup>2</sup> in Basispunkten



<sup>1</sup> Gleitender 28-Tage-Durchschnitt. <sup>2</sup> USA: Zinssatz auf Überschussreserven; Euro-Raum: Satz der Einlagefazilität; Vereinigtes Königreich: Einlagenzins bzw. nach dem 4. März 2009 Bank-Rate.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.B

### Globale Spillover-Effekte der Geldpolitik

Während die Wirksamkeit der anhaltenden Lockerung der Geldpolitik im Hinblick auf die Wiederbelebung des Wachstums in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften begrenzt sein dürfte, könnten ihre globalen Spillover-Effekte beträchtlich ausfallen. Anhaltend große Zinsdifferenzen (Grafik IV.1) unterstützen Kapital- und Kreditströme in schnell wachsende aufstrebende Volkswirtschaften und setzen deren Währungen unter Aufwärtsdruck. Dies erschwert es den Zentralbanken dieser Länder, ihre binnenwirtschaftlichen Stabilisierungsziele zu verfolgen. Als Reaktion auf die positiven gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen wurden die Zinsen in diesen Ländern nur zögerlich angehoben, da Bedenken bestanden, dass dies die

Zinsdifferenzen vergrößern und die Kapitalzuflüsse weiter verstärken würde. Infolgedessen ist die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften möglicherweise durchweg zu locker, wie die große Lücke zwischen den Leitzinsen und den über die Taylor-Regel bestimmten Referenzwerten in Grafik IV.6 nahe legt.

Die weltweit lockeren geldpolitischen Bedingungen heizen Kredit- und Vermögenspreisbooms in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften schon seit längerem zusätzlich an (Kapitel III). Es besteht die Gefahr, dass in diesen Ländern ähnliche finanzielle Ungleichgewichte entstehen wie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Vorfeld der Krise. Der Abbau dieser Ungleichgewichte hätte – auch auf globaler Ebene – erhebliche negative Auswirkungen, da das Gewicht der aufstrebenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft und in den globalen Anlageportfolios zugenommen hat.

Die weltweit lockere Geldpolitik hat vermutlich auch zu den seit 2009 erhöhten Rohstoffpreisen beigetragen (Grafik IV.9 links). Die Rohstoffpreise werden an globalen Auktionsmärkten bestimmt und reagieren sehr empfindlich auf die weltweiten Nachfragebedingungen, die wiederum vom globalen geldpolitischen Kurs beeinflusst werden. Die zunehmende Bedeutung von Finanzinvestoren an den Rohstoffmärkten hat die Reagibilität der Preise gegenüber den geldpolitischen Rahmenbedingungen möglicherweise weiter gesteigert.<sup>7</sup>

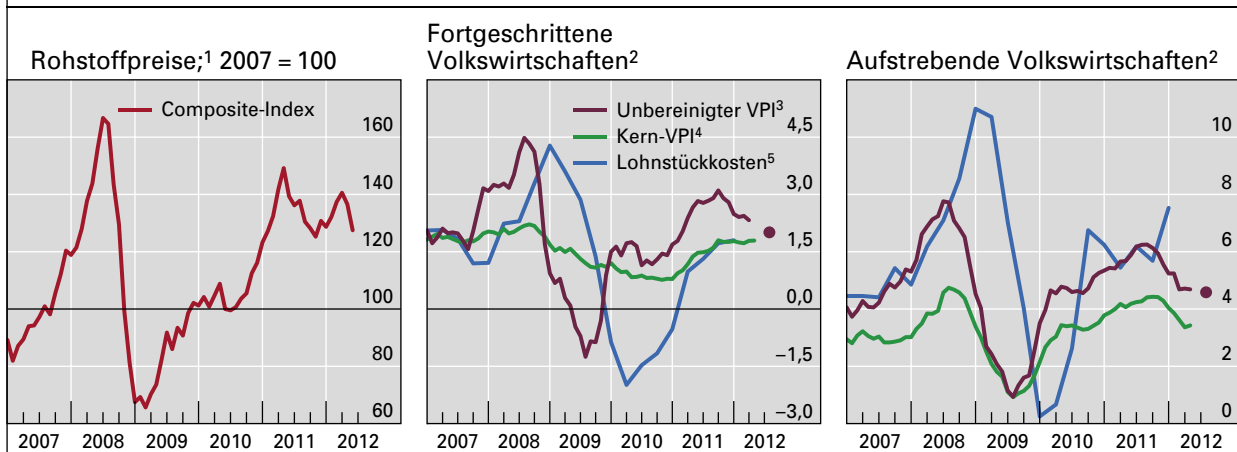
Die Auswirkungen höherer Rohstoffpreise bekamen vor allem die aufstrebenden Volkswirtschaften zu spüren. Seit 2006 standen zwei Inflationsschübe in diesen Ländern mit steigenden Rohstoffpreisen in Verbindung (Grafik IV.9 rechts). Aufgrund des Rückgangs der Rohstoffpreise sind die Teuerungsraten seit der zweiten Jahreshälfte 2011 gesunken. Anfang 2012 lagen die Preissteigerungsraten in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften innerhalb der Zielbandbreiten ihrer Zentralbanken, und die Märkte rechneten mit einer weiteren leichten Abnahme im restlichen Jahresverlauf (Grafik IV.9 rechts, Punkt). Die Gefahr inflationärer Zweitrundeneffekte bleibt jedoch angesichts des im Schlussquartal 2011 verzeichneten Anstiegs der Lohnstückkosten bestehen (Grafik IV.9 rechts, blaue Linie). In Anbetracht der wachsenden Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften in den globalen Lieferketten könnten sich diese Entwicklungen auch auf die Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auswirken. Anfang 2012 fielen die Preis- und Lohnsteigerungen in diesen Ländern allerdings moderat aus, und man ging davon aus, dass die Inflation im Jahresverlauf weiter sinken würde (Grafik IV.9 Mitte).

Die zunehmende Bedeutung von Spillover-Effekten der Geldpolitik legt nahe, dass Zentralbanken den globalen Implikationen ihrer Maßnahmen stärker Rechnung tragen müssen. In einer hochgradig globalisierten Welt muss auch die Geldpolitik eine globalere Perspektive einnehmen, um Preis- und Finanzstabilität dauerhaft gewährleisten zu können.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Eine ausführlichere Erörterung der Finanzialisierung von Rohstoffen und deren Folgen findet sich in BIZ, 81. Jahresbericht, Juni 2011, Kasten IV.B.

<sup>8</sup> Siehe C. Borio, „Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?“, *BIS Working Papers*, Nr. 353, September 2011.

## Rohstoffpreise, Verbraucherpreise und Lohnstückkosten



<sup>1</sup> Rohstoffindex von Standard & Poor's Goldman Sachs in US-Dollar. <sup>2</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. Fortgeschrittene Volkswirtschaften s. Grafik IV.1. Aufstrebende Volkswirtschaften: Brasilien, Chile, China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Mexiko, Polen, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. <sup>3</sup> Punkte = Consensus-Prognosen vom Mai 2012 für die durchschnittliche Inflation 2012 oder die Inflation Dez./Dez. <sup>4</sup> Gesamtindex ohne Nahrungsmittel und Energie. <sup>5</sup> Je nach Datenverfügbarkeit Gesamtwirtschaft, Unternehmenssektor oder verarbeitende Industrie; zum Teil Schätzungen basierend auf den gesamten Arbeitnehmerverdiensten in Relation zum realen BIP; ohne Indien.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; © Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

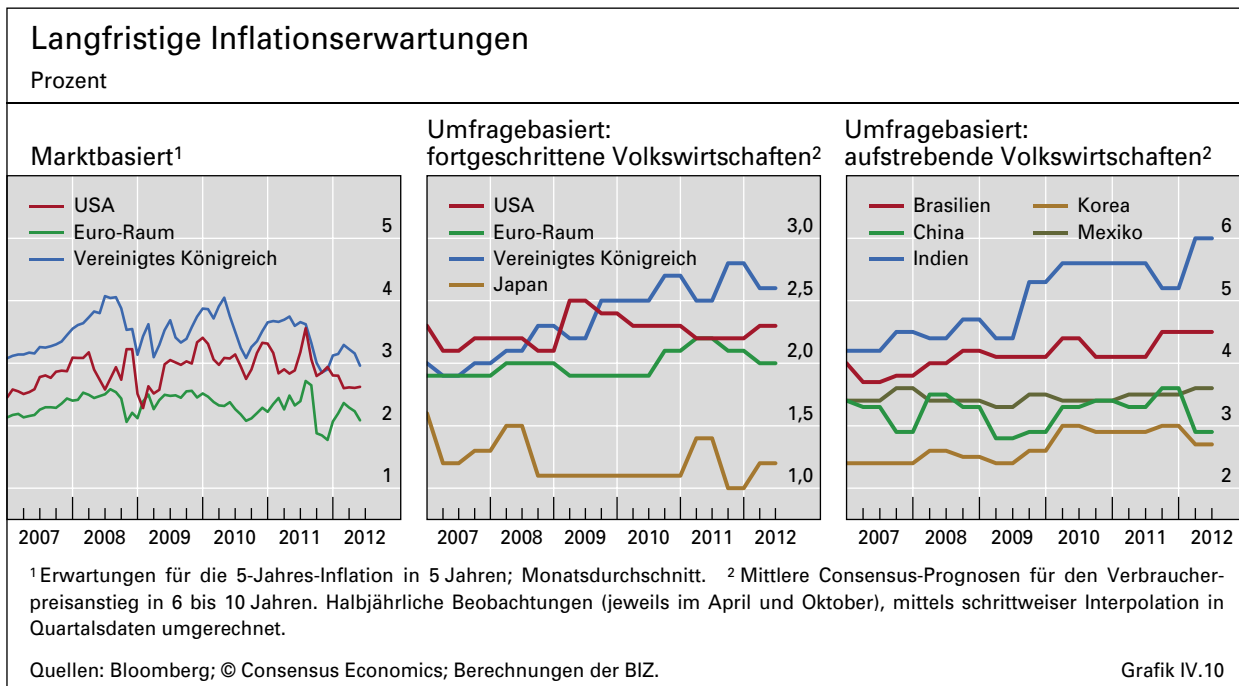
Grafik IV.9

### Längerfristige Risiken für Zentralbanken

Die langfristigen Inflationserwartungen weisen derzeit nicht darauf hin, dass in den wichtigsten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften mit steigenden Risiken für die Preisstabilität gerechnet wird. Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Indikatoren langfristiger Inflationserwartungen (Grafik IV.10) sind im Allgemeinen stabil geblieben und liegen nahe den Inflationszielen der Zentralbanken.

Die Stabilität langfristiger Inflationserwartungen lässt darauf schließen, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken nach wie vor hoch ist. Dies könnte dahingehend interpretiert werden, dass die Zentralbanken noch einen gewissen Spielraum für weitere monetäre Impulse haben. Die Glaubwürdigkeit von Zentralbanken sollte jedoch nicht als selbstverständlich vorausgesetzt werden. Falls die schwache Konjunktur anhält und die tiefer liegenden Solvenz- und Strukturprobleme ungelöst bleiben, könnten die Zentralbanken in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zunehmend unter Druck geraten, mehr zu tun. Ein Teufelskreis könnte entstehen, bei dem die Diskrepanz zwischen dem, was von den Zentralbanken erwartet wird, und dem, was sie tatsächlich leisten können, immer größer wird. Dies würde den Ausstieg aus der geldpolitischen Akkommodierung erschweren und könnte letztlich die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gefährden. Setzen die aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin auf exportgestützte Wachstumsstrategien, könnte dies zudem Zweifel wecken an der Entschlossenheit der Zentralbanken im Hinblick auf die Sicherung der Preisstabilität und den Ausstieg aus umfangreichen Devisenmarktinterventionen. Derartige Zweifel könnten im Zeitverlauf





dazu führen, dass die Inflationserwartungen global allmählich aus ihrer Verankerung gerissen werden.

Diese Sorge wird durch wachsende politökonomische Gefahren verstärkt. Die bilanzpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken haben die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt. Richtig beurteilen lassen sich ihre Auswirkungen nur als Teil der konsolidierten Bilanzen des öffentlichen Sektors. Die meisten dieser Maßnahmen könnten zudem auch von den Regierungen ergriffen werden. Der eigentliche Sinngehalt instrumentaler Unabhängigkeit verliert somit an Klarheit, wenn Zentralbanken umfangreiche bilanzpolitische Maßnahmen ergreifen. Laufen diese Maßnahmen über einen längeren Zeitraum, so besteht die Gefahr, dass die operative Unabhängigkeit der Zentralbank eingeschränkt wird, gerade weil sich die öffentliche Verschuldung in vielen Ländern auf einem untragbaren Pfad befindet (Kapitel V).

Darüber hinaus können die wachsenden finanziellen Risiken in den aufgeblähten Bilanzen der Zentralbanken deren finanzielle Unabhängigkeit beeinträchtigen. Finanzielle Verluste an sich schränken die Handlungsfähigkeit von Zentralbanken nicht ein. Sie können aber deren operative Unabhängigkeit beschneiden, wenn die Notenbanken nicht mehr in der Lage sind, ihre geldpolitischen Ziele zu verfolgen, ohne finanzielle Ressourcen der Regierung in Anspruch zu nehmen.<sup>9</sup>

In Anbetracht dieser steigenden längerfristigen Risiken für die Zentralbanken dürfen sich diese nicht mit der derzeitigen Stabilität langfristiger Inflationserwartungen zufrieden geben. Würde die Glaubwürdigkeit der Notenbanken in Frage gestellt und käme es zu einem Anstieg der Inflationserwartungen, dann wäre es ausgesprochen schwierig und kostspielig,

<sup>9</sup> Siehe P. Stella, „Minimising monetary policy“, *BIS Working Papers*, Nr. 330, November 2010.

Preisstabilität wiederherzustellen. Das haben die Erfahrungen der 1970er Jahre gezeigt.

## Zusammenfassung

Die globale geldpolitische Ausrichtung ist außergewöhnlich akkommodierend. Die Leitzinsen liegen deutlich unter den traditionellen Referenzwerten. Gleichzeitig haben die Zentralbankbilanzen einen beispiellosen Umfang erreicht und wachsen weiter.

Da in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ein schwaches Wachstum und hohe Arbeitslosigkeit herrschen, erscheint die Beibehaltung der monetären Lockerung bis auf Weiteres naheliegend und unvermeidlich. Die Gefahr, die Geldpolitik zu überlasten, nimmt jedoch zu. Eine lockere Geldpolitik kann für sich genommen keine tiefer liegenden Solvenz- oder Strukturprobleme lösen. Sie kauft Zeit, verleitet unter Umständen aber auch dazu, diese zu vergeuden, wodurch sich die Rückkehr zu einer sich selbst tragenden Erholung verzögern würde. Zentralbanken müssen die Grenzen der Geldpolitik erkennen und kommunizieren. Sie müssen klarstellen, dass die Geldpolitik kein Ersatz für jene politischen Maßnahmen sein kann, mit denen die grundlegenden Ursachen der Fragilität des Finanzsystems und der wirtschaftlichen Schwäche angegangen werden können.

Das schwache Wachstum und die außergewöhnlich niedrigen Zinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie Bemühungen zur Steuerung der Spillover-Effekte in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben dazu beigetragen, dass sich die lockeren monetären Bedingungen weltweit ausgebreitet haben. Die sich daraus ergebenden Gefahren, nämlich der Aufbau finanzieller Ungleichgewichte und ein steigender Inflationsdruck in den aufstrebenden Volkswirtschaften, könnten erhebliche negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben. Dies bedeutet, dass Zentralbanken den globalen Spillover-Effekten ihrer nationalen Geldpolitik stärker Rechnung tragen müssen, um Finanz- und Preisstabilität dauerhaft zu gewährleisten.

Außerdem müssen sie sich vor den längerfristigen Gefahren für ihre Glaubwürdigkeit und ihre operative Unabhängigkeit in Acht nehmen. Werden die Grenzen der Geldpolitik nicht respektiert, so besteht die Gefahr, dass die Diskrepanz zwischen dem, was von Zentralbanken erwartet wird, und dem, was sie tatsächlich leisten können, immer größer wird. Dies würde den Ausstieg aus der geldpolitischen Akkommodierung erschweren und könnte letztlich die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken und ihre operative Unabhängigkeit gefährden. Verstärkt werden diese Bedenken durch politökonomische Risiken. Diese ergeben sich aus dem Zusammenspiel von bilanzpolitischen Maßnahmen, welche die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt haben, und dem Risiko nicht tragfähiger Staatshaushalte.