

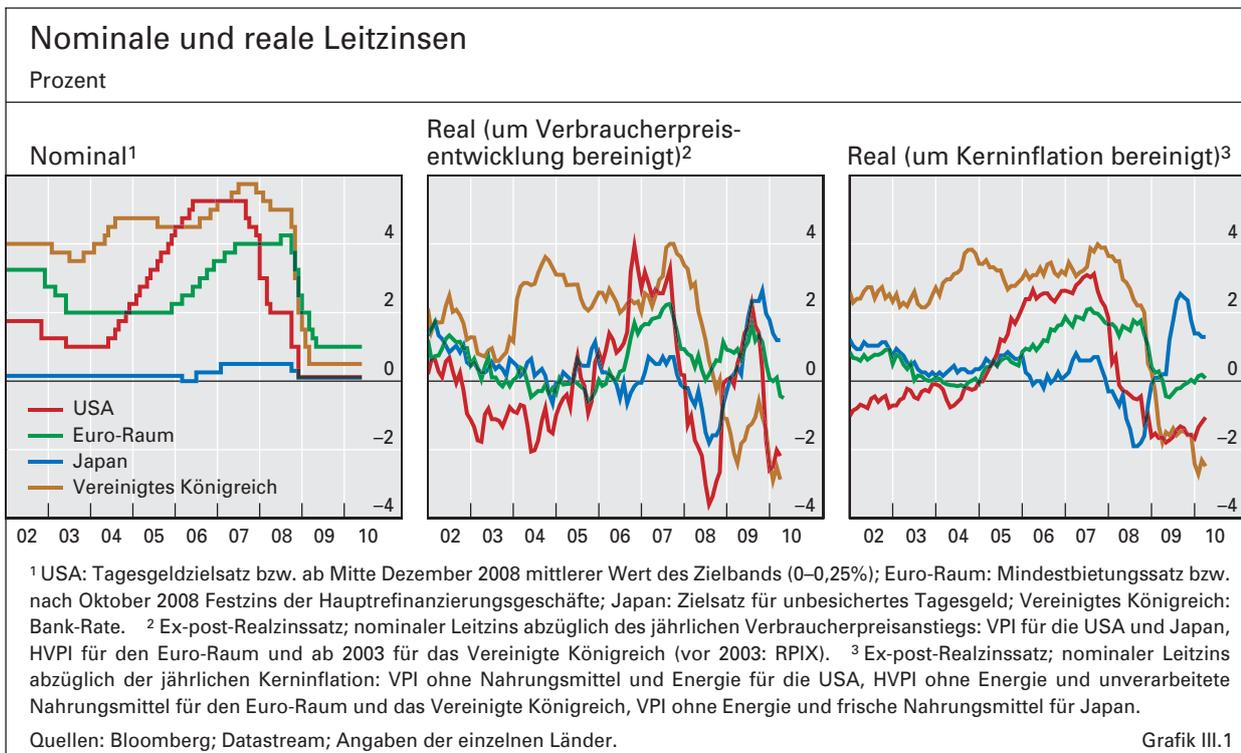
III. Sind die Risiken der Niedrigzinspolitik höher als ihr Nutzen?

Während der Krise
Leitzinssenkungen ...

Die Zentralbanken reagierten weltweit zunächst mit starken Leitzinssenkungen auf den durch die Finanzmarkturbulenzen verursachten Wirtschaftsabschwung. Infolgedessen bewegen sich die Leitzinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nunmehr im Bereich 0–1%, was wenig bis gar keinen Spielraum für weitere Zinssenkungen lässt, wenn erneut negative Schocks auftreten sollten (Grafik III.1). Real liegen die Zinsen damit im Euro-Raum etwa bei null und im Vereinigten Königreich wie auch in den USA im negativen Bereich. In Japan hingegen liegen die Realzinsen aufgrund der leichten Deflation wieder knapp über null.

... und
unkonventionelle
geldpolitische
Maßnahmen

Mit der Verschärfung der Krise griffen die Zentralbanken zu unkonventionellen Maßnahmen, um eine vielfach befürchtete zweite Weltwirtschaftskrise abzuwenden.¹ Beispielsweise weiteten sie die Liquiditätsversorgung in ihrer jeweiligen Währung stark aus, nutzten Swapvereinbarungen zur Sicherung der Devisenversorgung der inländischen Finanzinstitute und intervenierten an den Märkten für festverzinsliche Instrumente. Dies führte zu deutlichen Verlängerungen und Strukturverschiebungen der Zentralbankbilanzen (Grafik II.4). Die



¹ Näheres zu den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen s. C. Borio und P. Disyatat, „Unconventional monetary policies: an appraisal“, *BIS Working Papers*, Nr. 292, November 2009, sowie BIZ, 79. Jahresbericht, Juni 2009, Kapitel III und IV.

Regierungen flankierten diese Zentralbankmaßnahmen durch die Stützung einzelner Finanzinstitute und durch umfassende Konjunkturpakete (Kapitel V).

Anfang 2010, als die Gefahr eines Zusammenbruchs des Finanzsystems gebannt schien und die Wirtschaft sich offenbar wieder im Aufwind befand, fassten die geldpolitischen Entscheidungsträger in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Rückführung der krisenbedingten Maßnahmen ins Auge.² Obwohl die Entwicklungen an den Märkten für griechische Staatsanleihen und die damit zusammenhängenden Marktturbulenzen im April und Mai teilweise zu einer Korrektur des Zeitplans für den geldpolitischen Kurswechsel geführt haben, halten die Zentralbanken grundsätzlich am Ausstieg fest. Nach wie vor gilt auch, dass der Zeitpunkt für die Rückführung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen und jener für die Beendigung der Niedrigzinspolitik unabhängig voneinander bestimmt werden können. Die Reihenfolge der Rückführungsschritte in diesen beiden Bereichen wird sich dabei vermutlich von Land zu Land unterscheiden, je nachdem wie rasch sich die Finanzmärkte und die Konjunktur jeweils erholen.

Im Entscheidungsprozess über die Rückführung der Maßnahmen werden auch die Verzerrungen zu berücksichtigen sein, die sich aufgrund der anhaltend lockeren Geldpolitik ergeben. Schließlich wurde die lange Phase niedriger Zinsen vielfach als ein maßgeblicher Faktor für die Finanzkrise identifiziert (s. BIZ, 79. Jahresbericht, Kapitel I). Zugleich sollten die geldpolitischen Entscheidungsträger auch die Verzerrungen genau beobachten, die auf den Einsatz des unkonventionellen geldpolitischen Instrumentariums zurückzuführen sind – wie etwa Kursverzerrungen an den Anleihemärkten, die aus den geänderten Kriterien für notenbankfähige Sicherheiten im Rahmen von Repo-Geschäften und aus den Ankäufen von Vermögenswerten durch die Zentralbanken herrühren können. Künstlich hoch gehaltene Vermögenspreise an bestimmten Märkten könnten außerdem die erforderlichen Bilanzsanierungen im privaten Sektor verzögern. Hinzu kommt die Verzerrung der Marktvolumina infolge der verstärkten Finanzintermediationsleistungen der Zentralbanken während der Krise. Schließlich ist mit dem Erwerb von Vermögenswerten das Verlustrisiko für die Zentralbanken deutlich gestiegen, wodurch sie – in Verbindung mit ihrer veränderten Bilanzstruktur – unter politischen Druck geraten könnten.

Während es kaum historische Anhaltspunkte für die ökonomische Bedeutung der Nebenwirkungen unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen gibt, existieren zu Verzerrungen, die von niedrigen Zinsen ausgelöst werden, sehr wohl Erfahrungswerte, auf die sich die Analyse der aktuellen Risiken in diesem Kapitel auch stützt. Ohne baldiges Gegensteuern, so wird im Folgenden argumentiert, könnte die Niedrigzinspolitik künftig zu Problemen im In- und Ausland führen. Diese Argumentation basiert auf Lehren aus der Zeit unmittelbar vor der Finanzkrise 2007–09 und auf den Erfahrungen Japans seit Mitte der 1990er Jahre.

Geldpolitik erwägt allmählich Kurswechsel

Niedrige Zinsen und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen führen zu Verzerrungen ...

... die künftig Probleme verursachen können

² Einige der unkonventionellen geldpolitischen Instrumente werden inzwischen nicht mehr eingesetzt bzw. sind mit der schrittweisen Erholung der Märkte automatisch ausgelaufen.

Binnenwirtschaftliche Nebenwirkungen der niedrigen Zinsen

Niedrige Zinsen bewirkten vor der Krise Fehlallokationen ...

Frühere Niedrigzinsphasen zeigen, dass eine expansive Geldpolitik zu einem Kreditboom, steigenden Vermögenspreisen, sinkenden Risikoprämien und zu Renditestreben führen kann. Das Zusammenspiel dieser Faktoren hat in den Jahren vor der Krise zu schwerwiegenden Fehlallokationen von Ressourcen geführt, die besonders deutlich im exzessiven Wachstum des Finanzsektors und des Baugewerbes zum Ausdruck kamen. Die notwendigen Strukturanpassungen sind schmerzhaft und nicht von heute auf morgen zu bewerkstelligen.

... und verzögern nun notwendige Anpassungen

Im aktuellen Fall sind die niedrigen Leitzinsen noch bedenklicher, weil sie beträchtlich unter den langfristigen Renditen liegen. Damit könnte das Zinsänderungsrisiko steigen und die Sanierung der Bilanzen sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor verzögert werden. Hinzu kommt, dass die niedrigen Zinsen zu anhaltend geringeren Geldmarktvolumina geführt haben könnten, was die Rückführung der expansiven Geldpolitik erschweren würde.

Rückgang der gemessenen und der wahrgenommenen Risiken

Niedrige Zinsen beeinflussen Risikokennzahlen und Risikowahrnehmung ...

Den ökonomischen Standardmodellen zufolge führen sinkende Realzinsen zu einem rascheren Kreditwachstum, wenn der Zinsrückgang als dauerhaft eingeschätzt wird. Außerdem ziehen die Vermögenspreise an, weil der Diskontierungsfaktor für künftige Cashflows sinkt. Unter sonst gleichen Bedingungen steigt so der Wert von Kreditsicherheiten, was ein Anreiz für Finanzinstitute sein kann, die Kreditvergabe zu erhöhen und vermehrt Fremdkapital für riskantere Anlagen aufzunehmen. Steigende Vermögenspreise gehen häufig auch mit einer geringeren Preisvolatilität einher, die sich in niedrigeren Werten für gängige Messgrößen des Risikogehalts eines Portfolios, wie den Value-at-Risk (VaR), widerspiegelt.³ Dies wiederum bewirkt eine vermehrte Kapitalanlage in riskanten Aktiva, kurbelt den Anstieg der Vermögenspreise an und führt zu einem weiteren Rückgang der zu beobachtenden Risikoprämien.

... und trugen somit erheblich zum Anstieg der Vermögenspreise vor der Krise bei ...

Dieser Zusammenhang gilt generell als einer der zentralen Faktoren hinter dem Anstieg der Vermögenspreise und dem Rückgang der Risikoprämien im Vorfeld der Finanzkrise 2007–09. Während der Krise schnellten dann die Risikoprämien in die Höhe, die Vermögenspreise fielen drastisch, die VaR-Kennzahlen stiegen, und die damit einhergehenden Verluste trafen auch hochverschuldete Anleger, die kaum in der Lage waren, diese Verluste zu verkraften. Kursrückgänge führten zu Nachschussforderungen bei Sicherheiten und einer Verkaufswelle, die weitere Kursverluste nach sich zog.

... was inzwischen erneut der Fall sein könnte

Im ersten Halbjahr 2009 setzte eine rasche Erholung der globalen Aktienmärkte ein, und die Wohnimmobilienpreise in vielen Volkswirtschaften (mit Ausnahme des Euro-Raums und Japans) zogen an. Gleichzeitig gingen die Aufschläge für Unternehmensanleihen und andere Risikoprämien zurück (Grafik II.1 und III.2 oben), wenn auch einige der Risikomessgrößen angesichts der staatlichen Schuldenkrise in Griechenland inzwischen wieder zugenommen

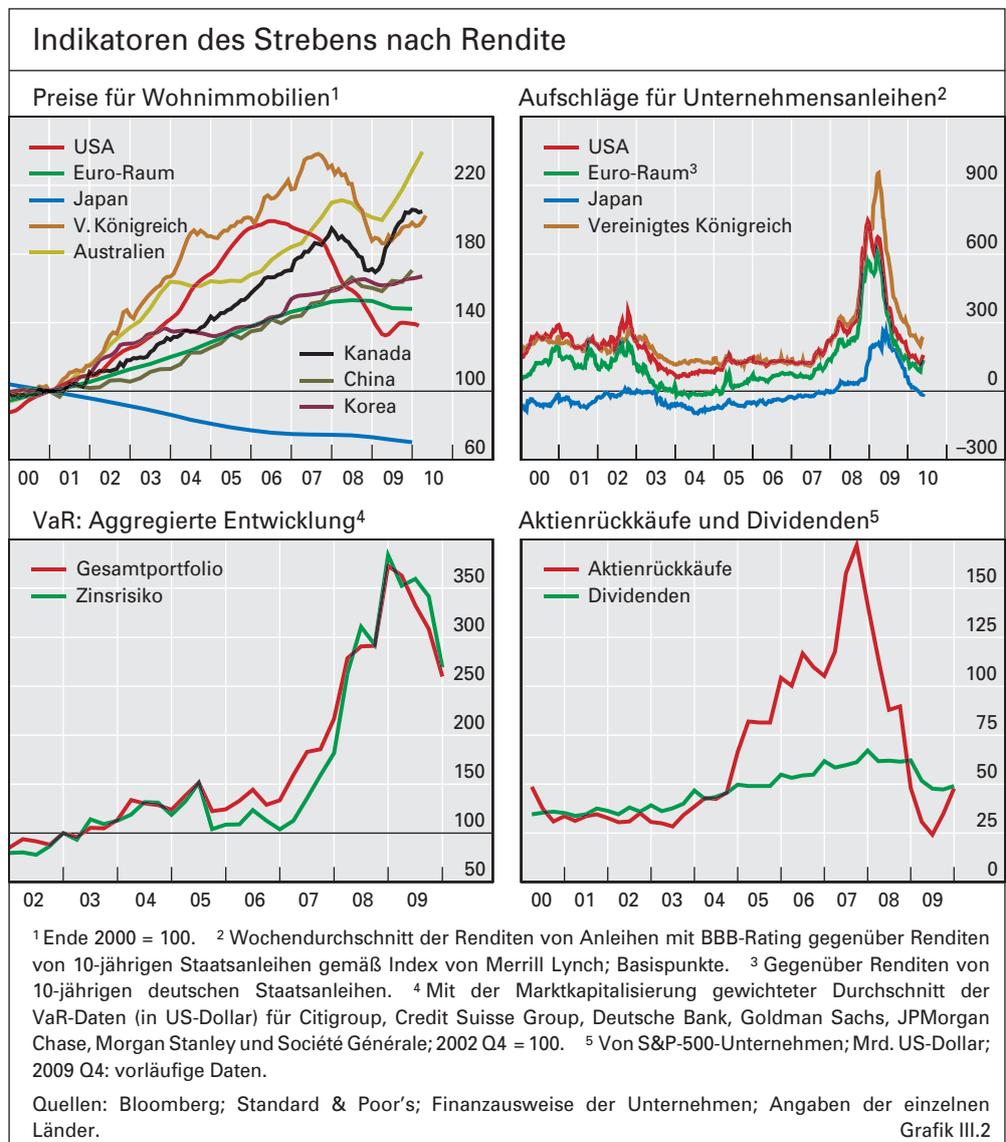
³ Nähere Angaben zum Einfluss einer expansiven Geldpolitik auf Value-at-Risk-Kennzahlen s. T. Adrian und H. S. Shin, „Financial intermediaries and monetary economics“, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, Nr. 398, Oktober 2009. Für empirische Belege, dass Geschäftsbanken in Zeiten expansiver Geldpolitik höhere Risiken eingehen, s. Y. Altunbas, L. Gambacorta und D. Marqués-Ibáñez, „Does monetary policy affect bank risk-taking?“, *BIS Working Papers*, Nr. 298, März 2010.

haben. Den von den Banken gemeldeten VaR-Kennzahlen zufolge ist das Risiko – gemessen an den potenziellen Verlusten aus ihren Handelspositionen – nach wie vor hoch (Grafik III.2 links unten). Die Zentralbanken und Regierungen hatten während der Krise 2007–09 nicht zuletzt mit dem Ziel interveniert, den Verfall der Vermögenspreise zu stoppen und das Insolvenzrisiko zu verringern. Der Anstieg der Vermögenspreise auf breiter Front und die Verringerung der Risikoprämien 2009 und Anfang 2010 zeigen daher einerseits den Erfolg dieser Interventionen an, andererseits aber auch einen neuerlichen Aufbau potenziell allzu riskanter Portfolios.

Das Streben nach Rendite

Risikante Anlageportfolios können auch aus einem Streben nach Rendite herühren, indem nämlich niedrige nominale Leitzinsen die Anleger dazu verleiten, zur Realisierung höherer nominaler Renditen größere Risiken einzugehen.⁴ In

Niedrige Leitzinsen als möglicher Auslöser für Renditestreben ...



⁴ S. R. Rajan, „Has financial development made the world riskier?“ in: Federal Reserve Bank of Kansas City, *Proceedings*, August 2005, S. 313–369.

den Jahren vor der Finanzkrise versuchten viele Investoren, nominale Renditen zu erzielen, die ihnen aufgrund von Erfahrungswerten als angemessen erschienen. Auf institutionellen Anlegern wie Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds lastete darüber hinaus der Druck, implizite oder vertragliche Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden erfüllen zu müssen, die sie in Zeiten höherer nominaler Renditen eingegangen waren. Daher suchten sie verstärkt, diese Renditen mit alternativen Anlageformen zu erzielen. Schließlich trug zum Renditestreben auch bei, dass viele Vergütungsmodelle an nominale Renditen gekoppelt waren.

... das zu höheren Vermögenspreisen ...

Symptomatisch für das Renditestreben sind eine Reihe von Faktoren. Als Erstes ist ein Anstieg von Vermögenspreisen und ein Rückgang der Risikoprämien zu nennen. Während die Erholung an vielen Kapitalmärkten 2009 und Anfang 2010 zum Teil eine Umkehr der krisenbedingten Risikoaversion darstellt, könnte gegen Ende dieses Zeitraums das Renditestreben angesichts nahe bei null liegender Leitzinsen zunehmend eine Rolle gespielt haben.

... vermehrten Finanzinnovationen ...

Ein zweiter Hinweis auf das Streben nach Rendite sind vermehrte Finanzinnovationen. In den frühen 2000er Jahren reagierten die Finanzintermediäre auf die hohen Renditeerwartungen der Investoren mit der Entwicklung von Finanzprodukten, die das Anlagerisiko anscheinend minimierten. In den Jahren vor der Krise verkauften sich verschiedenste „strukturierte“ Produkte sehr gut. Oberflächlich betrachtet schienen diese Produkte die Idealvorstellung von Anlegern – hohe Rendite bei niedrigem Risiko – zu verkörpern. Allerdings stellte sich während der Krise heraus, dass genau das Gegenteil der Fall war. Infolgedessen tendiert der Markt nun wieder zu weniger exotischen Anlageprodukten. Allerdings sind Finanzinnovationen grundsätzlich schwierig zu beobachten und die Mängel neuer Produkte rückblickend leichter zu erkennen.

... und geringeren Anreizen für reale Investitionen führen kann

Ein dritter möglicher Indikator für das Streben nach Rendite sind höhere Dividenden und vermehrte Aktienrückkäufe. Wenn die Investoren hohe nominale Renditen erwarten, diese aber nur schwer zu realisieren sind, dann geraten Nichtfinanzunternehmen unter Umständen unter Druck, Kapital an die Investoren zurückzugeben, anstatt riskante, aber wirtschaftlich rentable Sachanlagen oder Forschungs- und Entwicklungsvorhaben zu finanzieren. Aktienrückkäufe und die Auszahlung hoher Dividenden, wie sie im Vorfeld der Krise weit verbreitet waren, sind nach der Krise deutlich seltener geworden, was typisch für Konjunkturabschwungphasen ist (Grafik III.2 rechts unten). Zwar haben 2009 sowohl Dividenden als auch Rückkäufe im Zuge der Aufhellung der wirtschaftlichen Lage wieder leicht angezogen, sie liegen aber nach wie vor unter dem Niveau vor der Krise. Dieser Indikator zeigt also derzeit kein Renditestreben an.

Zinsänderungsrisiko

Möglicherweise steilere Zinsstrukturkurve aufgrund niedriger Leitzinsen ...

Niedrige Leitzinsen in Verbindung mit höheren langfristigen Renditen steigern den Ertrag, den die Banken aus der Fristentransformation, d.h. durch die kurzfristige Finanzierung langfristiger Kredite, erzielen können. Die Leitzinssenkungen der Zentralbanken waren teilweise gerade dadurch motiviert, finanziell angeschlagenen Finanzinstituten die Möglichkeit zu geben, ihren Ertrag aus der Fristentransformation zu steigern und so ihre Eigenkapitalbasis zu stärken.

Die höhere Attraktivität der Fristentransformation seit der Krise zeigte sich auch im zunehmenden Carry-Risiko-Verhältnis 2009 und Anfang 2010 (Grafik II.1 rechts unten). Höhere Renditen von Staatsanleihen – als Ergebnis ausufernder Defizite bzw. Schuldenstände und einer wachsenden Sensibilisierung für die damit verbundenen Risiken – führen zu einer noch steileren Zinsstrukturkurve und einem zusätzlichen Attraktivitätsgewinn von Fristentransformationsstrategien.

Allerdings könnten die Finanzinstitute das Risiko im Zusammenhang mit der Laufzeitenbindung unterschätzen und übermäßig stark in langfristige Wertpapiere investieren.⁵ Wie bereits erwähnt, deuten Risikokennzahlen wie der VaR nach wie vor auf ein hohes Zinsänderungsrisiko hin. Wenn unerwartete Leitzinserhöhungen die Anleiherenditen ähnlich stark wie die Zinsen steigen lassen, würde der daraus resultierende Kursverfall bei den Anleihen den Banken erhebliche Verluste bescheren, was die Refinanzierung ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten erschweren könnte. Diese Gefahr dürfte nach der Krise 2007–09 etwas größer geworden sein, weil die angespannte Lage am Interbankmarkt und die zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeit bei den Zentralbanken dazu geführt haben, dass sich die Finanzierungsstruktur vieler Banken zum kurzen Ende hin verschoben hat. Ein Engpass bei der Kapitalmarktfinanzierung der Banken könnte daher erneut Verkäufe von Vermögenswerten und weitere Kursrückgänge auslösen.

Eine unerwartete geldpolitische Straffung könnte somit schwerwiegende Auswirkungen auf den Bankensektor haben. Leitzinsanhebungen frühzeitig zu signalisieren kann helfen, den Finanzmärkten und den Finanzinstituten eine reibungslose Anpassung an die zu erwartenden Veränderungen von Vermögenspreisen und Refinanzierungskosten zu ermöglichen.

Verzögerung von Bilanzbereinigungen

Eine Nachwirkung der Finanzkrise und der Entwicklungen in ihrem Vorfeld ist, dass Finanzinstitute, private Haushalte und der öffentliche Sektor – dessen Finanzlage sich teilweise aufgrund der krisenbedingten Rettungsmaßnahmen massiv verschlechtert hat – nun gezwungen sind, ihre Bilanzen zu sanieren. Die niedrigen Leitzinsen können diese notwendigen Anpassungen jedoch verzögern oder sogar verhindern. Die derzeit steile Zinsstrukturkurve beschert den Finanzinstituten Erträge, die die Reduzierung des Fremdfinanzierungsanteils und den Verkauf oder das Abschreiben von Risikoaktiva weniger dringlich erscheinen lassen (Kapitel VI). Dementsprechend kann die Entscheidung der Zentralbanken, die Zinsen über einen längeren Zeitraum niedrig zu halten, zwar für die Stabilisierung der Markterwartungen hilfreich sein, aber auch zu einer gewissen abwartenden Haltung seitens der Finanzinstitute beitragen.

Die Erfahrungen der Vergangenheit haben gezeigt, dass niedrige Leitzinsen dazu führen können, dass aus uneinbringlichen Krediten Endloskredite werden. Während der langen Phase niedriger Nominalzinsen in Japan in den 1990er Jahren konnten Schuldner Anschlussfinanzierungen für Kredite

... und entsprechend höheres Zinsänderungsrisiko für Banken

Niedrige Leitzinsen können Bilanzsanierungen verzögern

Niedrige Zinsen können zu Endloskrediten führen ...

⁵ Denkbar ist auch, dass die Banken verstärkt Staatsanleihen angekauft haben, um bei den Liquiditätsstresstests besser abzuschneiden.

abschließen, bei denen sie sich zwar die praktisch bei null liegenden Zinsen, nicht jedoch die Tilgungszahlungen leisten konnten. Die Banken verlängerten somit die Kredite, statt sie abzuschreiben, um ihre – angesichts des vorangegangenen Vermögenspreisverfalls ohnehin schon schwache – Eigenkapitalbasis nicht noch mehr zu belasten. Dadurch verzögerten sich die notwendigen Bilanzsanierungen und -verkürzungen im Finanzsektor. Außerdem führte das Fortbestehen ansonsten nicht überlebensfähiger Firmen (sog. Zombiefirmen), die sich nur dank dieser Anschlussfinanzierungen über Wasser halten konnten, vermutlich dazu, dass weniger Wettbewerb herrschte, weniger investiert wurde und neue Firmen am Markteintritt gehindert wurden.⁶

... deren Volumen schwer zu bestimmen ist

Zwar lässt sich das Ausmaß der Endloskreditvergabe nicht eindeutig bestimmen, doch könnten Daten, die belegen, dass notleidende Branchen einen überdurchschnittlich hohen Anteil an der Kreditvergabe haben, als Indiz für die Vergabe von Endloskrediten gewertet werden. Ein derartiges Verhaltensmuster war in den 1990er Jahren in Japan erkennbar.⁷ Ein weiterer Indikator könnte die Lockerung der Kreditkonditionen für Altschuldner seitens der Geschäftsbanken sein. Aus der Kreditumfrage der Federal Reserve (Federal Reserve Senior Loan Officer Opinion Survey) geht hervor, dass die US-Banken im Januar 2009 begannen, ihre Kreditlinien für bestehende Kunden anzupassen. Die Kreditlinien im Unternehmens- und Industriesektor gehen zwar weiter zurück, aber in immer geringerem Maße. Eine erneute Ausweitung wäre zunächst als eine Normalisierung der Kreditvergabe zu sehen, könnte jedoch letztendlich ein Indiz für die Vergabe von Endloskrediten sein und somit darauf hindeuten, dass sich Bilanzanpassungen im Finanz- und Unternehmenssektor verzögern.

Sanierung der öffentlichen Finanzen könnte sich ebenfalls verzögern

Auch im öffentlichen Sektor werden die notwendigen Anpassungen aufgrund der niedrigen Zinsen womöglich hinausgeschoben (Näheres dazu in Kapitel V). Durch die kürzerfristige Finanzierung der Staatsschulden können Regierungen ihre Zinslast reduzieren. Während sie so einerseits wichtigen Spielraum für das Erreichen eines tragfähigen Schuldenpfads gewinnen, riskieren sie andererseits eine Verschlechterung ihrer Haushaltslage bei Leitzinserhöhungen, falls sie die notwendigen Konsolidierungsschritte nicht rechtzeitig umsetzen. Dies wiederum kann Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit der Geldpolitik aufkommen lassen.

Lahmgelegte Geldmärkte

Niedrige Leitzinsen können Geldmärkte lahmlegen und einen geldpolitischen Kurswechsel erschweren ...

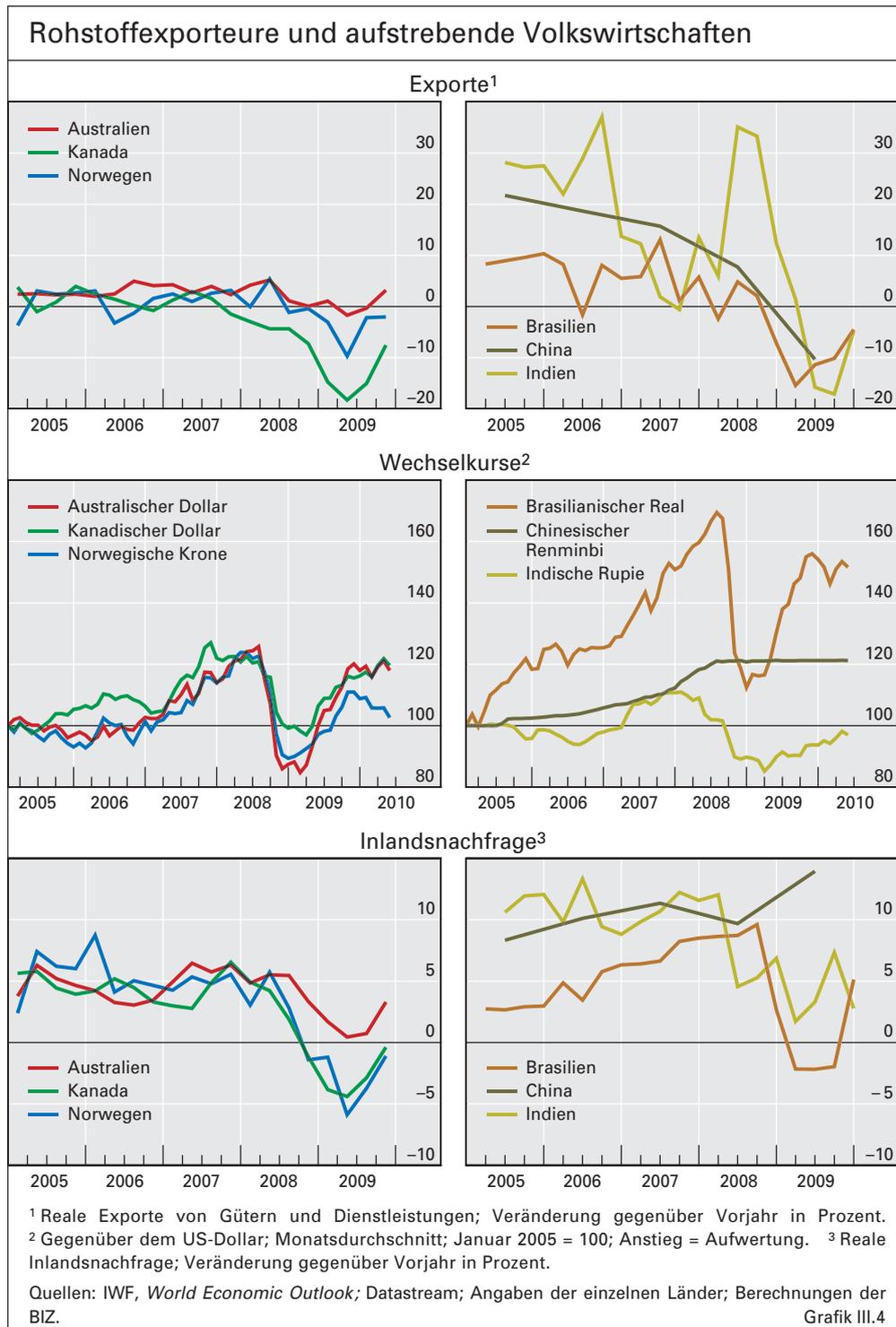
Wenn die Zentralbanken mit der Rückführung ihrer expansiven Maßnahmen beginnen und ihre Leitzinsen wieder anheben, ist es ganz entscheidend, dass die Geldmärkte den Kurswechsel entsprechend an die Wirtschaft weitergeben. Allerdings können niedrige Leitzinsen die Geldmärkte lahmlegen. Dies kann

⁶ S. T. Hoshi und A. Kashyap, „Solutions to Japan's banking problems: what might work and what definitely will fail“, in: T. Ito, H. Patrick und D. Weinstein (Hrsg.), *Reviving Japan's economy: problems and prescriptions*, MIT Press, 2005, S. 147–195, sowie R. Caballero, T. Hoshi und A. Kashyap, „Zombie lending and depressed restructuring in Japan“, *American Economic Review*, Vol. 98, Nr. 5, Dezember 2008, S. 1943–1977.

⁷ S. W. Watanabe, „Does a large loss of bank capital cause evergreening? Evidence from Japan“, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 24, Nr. 1, März 2010, S. 116–136.

... doch wird sich zeigen, ob dies aktuell ein Problem ist

krise zu beobachten waren – dürften darauf zurückzuführen sein, dass Ausfallrisiken von Gegenparteien und Sicherheiten wieder als geringer eingeschätzt wurden und die Zentralbanken ihre Offenmarktgeschäfte reduzierten. Noch ist allerdings unklar, ob die ursprünglichen Geldmarktvolumina erneut erreicht werden oder ob die niedrigen Leitzinsen tatsächlich zu einem dauerhaften Rückgang der Aktivität an den Geldmärkten geführt haben und somit die Implementierung eines geldpolitischen Kurswechsels erschweren.



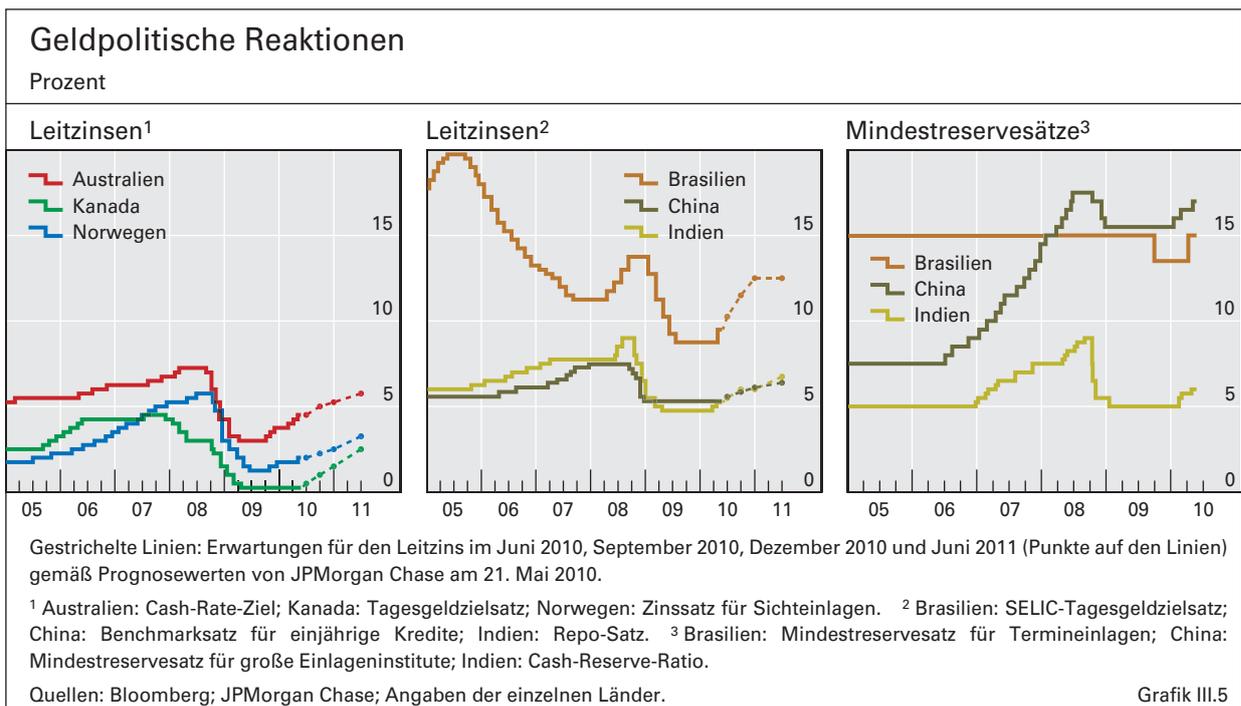
Auswirkungen niedriger Zinsen auf Drittländer

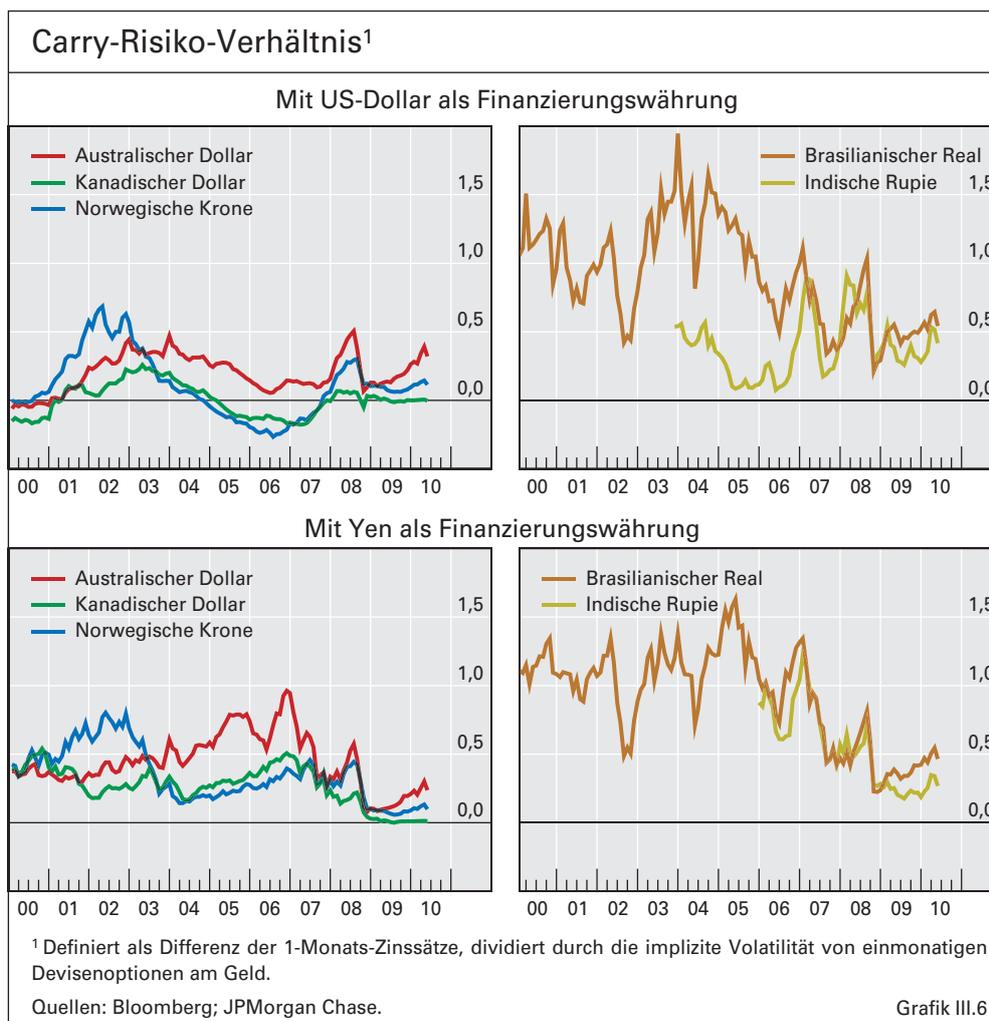
Die niedrigen Zinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben auch Auswirkungen im Ausland, und zwar sowohl in den aufstrebenden Volkswirtschaften als auch in den rohstoffexportierenden Industrieländern, die die Krise relativ gut überstanden haben. In diesen Ländern führte die Finanzkrise zunächst meist dazu, dass die Exporte einbrachen (Grafik III.4 oben), ausländische Banken US-Dollar-Mittel abzogen, Investoren Aktien und Anleihen abstießen und die Aktienkurse fielen. Die Währungen der großen aufstrebenden Volkswirtschaften und der rohstoffexportierenden fortgeschrittenen Volkswirtschaften werteten im Herbst 2008 gegenüber dem US-Dollar stark ab – mit Ausnahme Chinas, das den Renminbi-Kurs stabil hielt (Grafik III.4 Mitte). Es kam zu einer geldpolitischen Lockerung mittels Leitzinssenkungen und – im Fall Chinas und Indiens sowie später auch Brasiliens – mittels weniger strenger Mindestreservebestimmungen (Grafik III.5). Außerdem stellten viele Zentralbanken den Banken ihres Landes Finanzmittel in US-Dollar zur Verfügung, auf die sie teilweise über Swapkreditlinien mit der Federal Reserve Zugriff hatten.

Niedrige Leitzinsen führen auch im Ausland zu Verzerrungen

Aufgrund dieser Maßnahmen vermochte die Inlandsnachfrage die kontraktive Wirkung des Exportrückgangs zum Teil aufzufangen (Grafik III.4 unten). Als sich dann auch die Vermögenspreise erholten, schlugen die Zentralbanken in diesen Ländern trotz nach wie vor schleppender Exportentwicklung wieder einen strafferen geldpolitischen Kurs ein. Bis Ende Mai 2010 hatten Australien, Brasilien, Indien und Norwegen begonnen, ihre Leitzinsen anzuhähen, und Brasilien, China und Indien hatten ihre Mindestreserveanforderungen verschärft. Die derzeitigen Markterwartungen lassen eine weitere Straffung erwarten.

Beginn einer geldpolitischen Straffung in den von der Krise weniger stark betroffenen Ländern





Zinsdifferenzen
haben
Kapitalzuflüsse
ausgelöst ...

... die das Wachstum
beschleunigen ...

... aber rasch
wieder abgezogen
werden können

Diese restriktivere Geldpolitik hat – sowohl nominal wie auch real – zu deutlichen Zinsdifferenzen gegenüber den am schwersten von der Krise betroffenen Ländern geführt. In Verbindung mit den positiveren Wachstumsaussichten fließt dadurch mehr Kapital in die Hochzinsländer, und auch Carry-Trades sind attraktiver geworden (Grafik III.6).

Kapitalströme ermöglichen eine bessere Allokation der Ressourcen, und Kapitalzuflüsse sorgen speziell in den aufstrebenden Volkswirtschaften für wichtige Wachstumsimpulse. In der derzeitigen Lage können die Kapitalzuflüsse allerdings auch zu einer weiteren Erhöhung der Vermögenspreise führen und Inflationsdruck auslösen. Zudem bewirken sie eine Aufwertung der Zielwährungen mit flexiblen Wechselkursen, was durch die Schwächung des Exportsektors einer Verschärfung des geldpolitischen Kurses in den betreffenden Ländern gleichkommt. Dennoch ist aufgrund des Inflationsdrucks mit weiteren Leitzinserhöhungen zu rechnen, womit noch mehr ausländisches Kapital in die aufstrebenden Volkswirtschaften fließen dürfte. Im Fall einer tatsächlichen Veränderung des weltweiten makroökonomischen Umfelds sowie der geldpolitischen und finanziellen Rahmenbedingungen – oder auch nur einer Veränderung der entsprechenden Wahrnehmung der Anleger – besteht die Gefahr, dass große Mengen an Kapital plötzlich wieder abgezogen werden

und die Wechselkurse der betroffenen Länder unter Abwertungsdruck geraten. Auf Fragen im Zusammenhang mit den Kapitalströmen in die aufstrebenden Volkswirtschaften wird in Kapitel IV näher eingegangen.

Zusammenfassung

Die jüngsten, mit den Bedenken hinsichtlich der angespannten Lage der Staatsfinanzen zusammenhängenden Markturbulenzen dürften die notwendige Normalisierung der Geldpolitik in etlichen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzögern. Der genaue Zeitpunkt, zu dem die Zentralbanken ihren geldpolitischen Kurs straffen, wird von den Aussichten für die Realwirtschaft und die Inflation wie auch von der Erholung des Finanzsystems abhängen. Doch die anhaltende Niedrigzinsstrategie verursacht Kosten, die mit der Zeit immer mehr ansteigen. Die Erfahrung lehrt, dass längere Phasen ungewöhnlich niedriger Zinssätze die Bewertung von Finanzrisiken verzerren, ein Streben nach Rendite auslösen und Bilanzanpassungen verzögern. Außerdem ergeben sich Renditedifferenzen, die zu nicht tragfähigen Kapitalzuflüssen in Ländern mit hohen Zinssätzen führen. Da diese Nebenwirkungen eine Gefahr für die langfristige Stabilität des Finanzsystems und der Realwirtschaft darstellen, müssen sie berücksichtigt werden, wenn es darum geht, Zeitpunkt und Tempo der Normalisierung der Leitzinssätze festzulegen.