

I. Für eine stabile Zukunft

Pessimismus ist anstrengend geworden, und so gewinnt wieder Optimismus an Boden. Doch ist der bisherige Pessimismus angesichts der schleppenden Erholung von der Finanzkrise wirklich überholt? Ist der Optimismus berechtigt? Die Fakten sprechen derzeit tatsächlich dafür. Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnen ein robustes Wachstum, und in den Ländern, die im Zentrum der Krise von 2007 bis 2009 standen, dürfte die Erholung inzwischen selbsttragend geworden sein. Dennoch sind nach wie vor enorme Herausforderungen zu bewältigen: gewaltige Schulden, globale Ungleichgewichte, extrem niedrige Zinsen, eine unvollendete Regulierungsreform sowie Finanzstatistiken, die noch immer zu lückenhaft sind, um aufkommende nationale und internationale Anspannungen zuverlässig erkennen zu lassen.

Krisenbedingte Ausweitungen der Staatsverschuldung haben bereits bestehende untragbare fiskalpolitische Entwicklungen weiter verschlimmert, und auch im Privatsektor ist die Verschuldung immer noch zu hoch. Im Ergebnis bleibt öffentlichen Entscheidungsträgern und Privathaushalten derzeit praktisch kein Spielraum. Jede Finanzkrise hinterlässt tiefe Spuren – insbesondere wenn sie die Folge eines durch Kredite angeheizten Immobilienpreisbooms war. Doch es gilt sich vor einer Politik zu hüten, die unumgängliche Korrekturen bremsen würde. Je eher die fortgeschrittenen Volkswirtschaften den schuldenfinanzierten Wachstumskurs verlassen, der die Große Rezession ausgelöst hat, desto schneller werden sie die im letzten Jahrzehnt angehäuften, destabilisierenden Schulden abbauen und zu einem tragfähigen Wachstum zurückkehren. Jetzt ist der Zeitpunkt für die Konsolidierung der öffentlichen und privaten Finanzen.

Die fortschreitende globale Integration von Finanzmärkten und Finanzsystemen bringt nach wie vor einen hohen und konkreten volkswirtschaftlichen Nutzen. Doch dieser Nutzen ist mit Risiken verbunden – Risiken, mit denen richtig umgegangen werden muss. Auf globaler Ebene scheinen Gesamtangebot und -nachfrage ungefähr ausgeglichen zu sein. Allerdings ist nach dem krisenbedingten Rückgang nun wieder eine Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte zu beobachten. Dies bedeutet, dass die Binnennachfrage in einigen Ländern zu hoch und in anderen zu niedrig ist. Und auch wenn es möglich ist, dass es zu einem reibungs- und folgenlosen Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte kommt, so besteht doch auch die Gefahr, dass diese Ungleichgewichte weiter wachsen und Forderungen nach protektionistischen Maßnahmen Vorschub leisten. Hier offenbaren sich der größte Bedarf und gleichzeitig der größte Mangel an internationaler Zusammenarbeit und Koordination.

Doch nicht nur die Nettokapitalströme sind eine Herausforderung, auch die Bruttoströme spielen eine Rolle – und diese sind immens. Eine plötzliche Umkehr dieser Ströme könnte sich verheerend auf Vermögenspreise, Zinssätze und sogar Güter- und Dienstleistungspreise in den Ländern der Kapitalgeber wie auch der Kapitalnehmer auswirken. Zudem erlauben internationale

Kapitalströme ein rasches Kreditwachstum, selbst in Ländern, in denen wenig gespart wird. Hier spielen lang anhaltende Phasen ungewöhnlich niedriger Zinsen eine Rolle: Sie kurbeln den Kapitalverkehr zusätzlich an.

Viele der gegenwärtigen Herausforderungen sind direkt darauf zurückzuführen, dass die Finanzierungsbedingungen seit nunmehr drei Jahren äußerst locker sind. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nimmt angesichts der nahe null gehaltenen Zinsen das Risiko zu, dass der Markt nicht mehr richtig funktionieren könnte – eine Entwicklung, gegen die die niedrigen Zinsen eigentlich ursprünglich Abhilfe schaffen sollten. Als die Inflation vor knapp zwei Jahren zu steigen begann, galt die Hauptsorge zunächst den aufstrebenden Volkswirtschaften mit ihrem starken Wachstum. Doch mit dem starken Preisaufrtrieb bei Nahrungsmitteln, Energie und anderen Rohstoffen ist inzwischen weltweit ein Inflationsanstieg zu befürchten. Die logische Schlussfolgerung ist, dass die derzeitige Geldpolitik dem Preisstabilitätsziel weltweit zuwiderläuft.

Die im letzten Jahr erzielten Fortschritte bei der Regulierungsreform im Finanzsektor stellen eine enorme Errungenschaft dar. Es wurden internationale Vereinbarungen über höhere Eigenkapitalanforderungen und neue Liquiditätsstandards für Banken getroffen, und ihre Umsetzung hat bereits begonnen. Doch es sind immer noch große Herausforderungen zu bewältigen. Es muss sichergestellt werden, dass systemrelevante Finanzinstitute dem nächsten großen Schock standhalten können, der mit Sicherheit kommen wird. Es gilt bessere Liquidierungsverfahren auf nationaler Ebene zu schaffen und grenzübergreifende Vereinbarungen zu treffen. Und es muss weiter am Aufbau eines regulatorischen Rahmens gearbeitet werden, der robust und weitreichend genug ist, um jedes Unternehmen zu erfassen, das wie eine Bank operiert.

Natürlich ist auch dafür zu sorgen, dass das neue Regelwerk allgemein Akzeptanz findet. Anleger und Finanzinstitute müssen verstehen und akzeptieren, dass sich das finanzielle Umfeld verändert hat und dass sie ihr Verhalten dementsprechend anpassen müssen. Regulierungsgremien und andere öffentliche Instanzen stehen weiterhin vor der Aufgabe, die Regeln anreizkompatibel zu gestalten, damit gewährleistet ist, dass die Entscheidungsträger in Finanzinstituten auch aus eigenem Interesse heraus so handeln, dass das Risiko eines Systemversagens verringert wird.

Schließlich erfordert die Überwachung des Finanzsektors und die Früherkennung von Anspannungen bessere und vollständigere Daten über Märkte und Institute, als derzeit verfügbar sind. Finanzstabilität kann nur gewahrt werden, wenn Einigkeit über die praktikabelsten Lösungen zur Schließung dieser Datenlücken herrscht und diese Lösungen rasch umgesetzt werden.

Die beschriebenen Herausforderungen – die hohe öffentliche und private Verschuldung, die globalen Ungleichgewichte, die Risiken einer weiterhin äußerst akkommodierenden Geldpolitik, die unvollendete Regulierungsreform und die lückenhaften Finanzstatistiken – sind die Themen der Kapitel zur Wirtschaftsentwicklung im vorliegenden Jahresbericht. Es folgt nun ein einleitender Überblick über die finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen des vergangenen Jahres, bevor die Hauptaussagen des Jahresberichts kurz zusammengefasst werden.

Was liegt hinter uns?

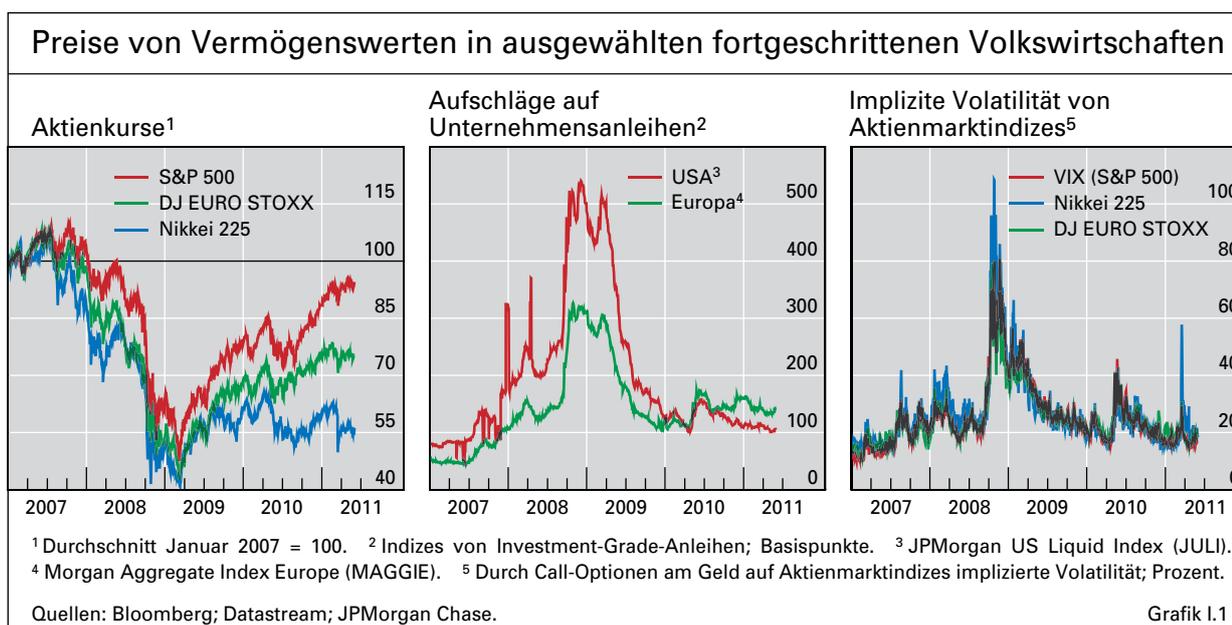
Zwei Entwicklungen beherrschten das wirtschaftliche und finanzielle Geschehen im letzten Jahr: wachsende Zuversicht bezüglich eines selbsttragenden Aufschwungs und anhaltende Probleme im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung einiger Länder an der Peripherie des Euro-Raums.

Aufschwung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

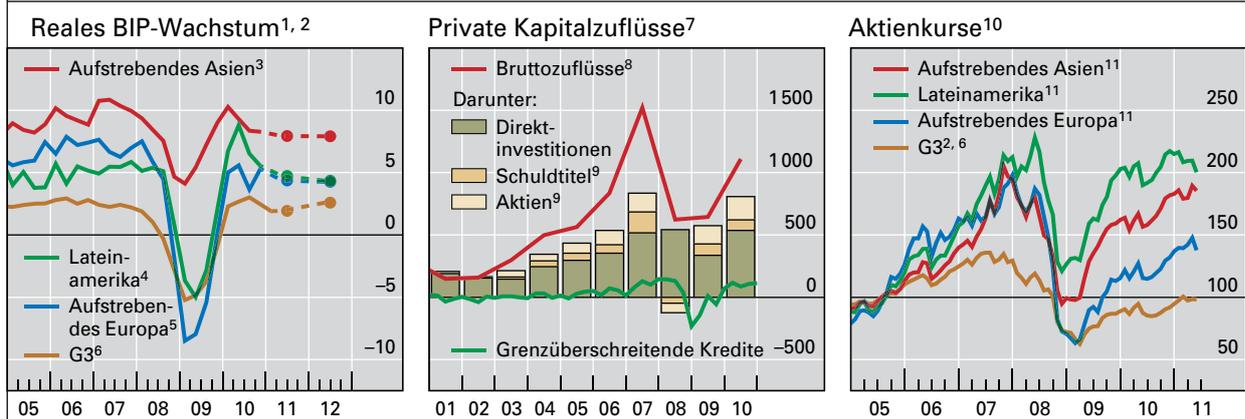
Über weite Teile des Jahres 2010 nahm der Aufschwung der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen etwas holprigen Verlauf. Schwache Wirtschaftsdaten in Kombination mit den zunehmenden fiskalischen Problemen im Euro-Raum ließen ein stockendes und möglicherweise sogar negatives Wachstum befürchten. Daraufhin verschoben wichtige Zentralbanken eine Normalisierung ihrer Politik, um durch die Einführung oder Fortsetzung von Sondermaßnahmen die Konjunktur zu stimulieren.

In dem Bestreben, die Risikoprämien zu senken und die Vermögenspreise zu stärken, gab die Bank of Japan im Oktober 2010 ein Programm zum Kauf verschiedener Vermögenswerte im Wert von ¥ 5 Bio. bekannt. Einen Monat später läutete die Federal Reserve eine zweite Runde von Staatsanleihekäufen ein – das umfangreiche Ankaufprogramm QE2. Das Ziel der Federal Reserve ist es, bis Juni 2011 ihren Anleihebestand um \$ 600 Mrd. zu erhöhen. Die Märkte hatten diese Aktion vorausgesehen, und bereits lange vor deren Bekanntgabe Anfang November waren die Preise für US-Aktien und -Anleihen gestiegen. Im Dezember verabschiedete der US-Kongress ein weiteres Konjunkturprogramm in Höhe von \$ 858 Mrd., was die positive Marktstimmung noch verstärkte. Ganz allgemein unterstützte ein immer stetigerer Strom positiver Wirtschaftsmeldungen die Aufhellung der Erwartungen, den Preisanstieg bei risikobehafteten Vermögenswerten und die sinkende implizite Volatilität in Europa, Japan und den USA (Grafik I.1).

Anfang März 2011 hielten die verheerenden Auswirkungen des Erdbebens und des Tsunamis in Japan die Welt in Atem und dämpften den



Divergenz zwischen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften



¹ Veränderung des realen BIP gegenüber Vorjahresquartal in Prozent. Die Punkte für 2011 bzw. 2012 entsprechen der jeweils aktuellsten Jahresprognose von Consensus Economics. ² Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ³ China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Thailand. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, Peru. ⁵ Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁶ USA, Euro-Raum, Japan. ⁷ Summe der 23 wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften; Mrd. US-Dollar. ⁸ 2010: Schätzungen gemäß IWF, *World Economic Outlook*, April 2011. Aufgrund der unzureichenden Datenlage können die Bruttozuflüsse auch staatliche Mittelzuflüsse enthalten. ⁹ Portfolioinvestitionen; Aufschlüsselung für 2010 aufgrund von Schätzungen der BIZ. ¹⁰ Monatsdurchschnitt der täglichen Indizes in Landeswährung; Durchschnitt 2005 = 100. ¹¹ Regionale MSCI-Indizes.

Quellen: IWF; © Consensus Economics; Datastream; MSCI; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

Grafik I.2

Optimismus – jedoch nur vorübergehend. Zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Jahresberichts hat es den Anschein, als seien die durch die Katastrophe bedingten Lieferausfälle nicht schwerwiegend genug, um das stetige globale Wachstum zu bremsen.

In den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften blieb die Konjunktur stark (Grafik I.2 links). Angesichts des global unausgewogenen Aufschwungs schichteten die Anleger ihre Portfolios weiterhin zugunsten aufstrebender Volkswirtschaften um (mittleres Feld der Grafik), wo die Aktienkurse rascher anzogen als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (rechtes Feld). Die ungleiche Entwicklung hielt bis Anfang 2011 an, als Besorgnis wegen Überhitzung und Inflation aufkam. Zusammen mit geopolitischen Bedenken angesichts der Unruhen im Nahen Osten und in Nordafrika führte dies zu einem Rückzug aus einigen aufstrebenden Volkswirtschaften.

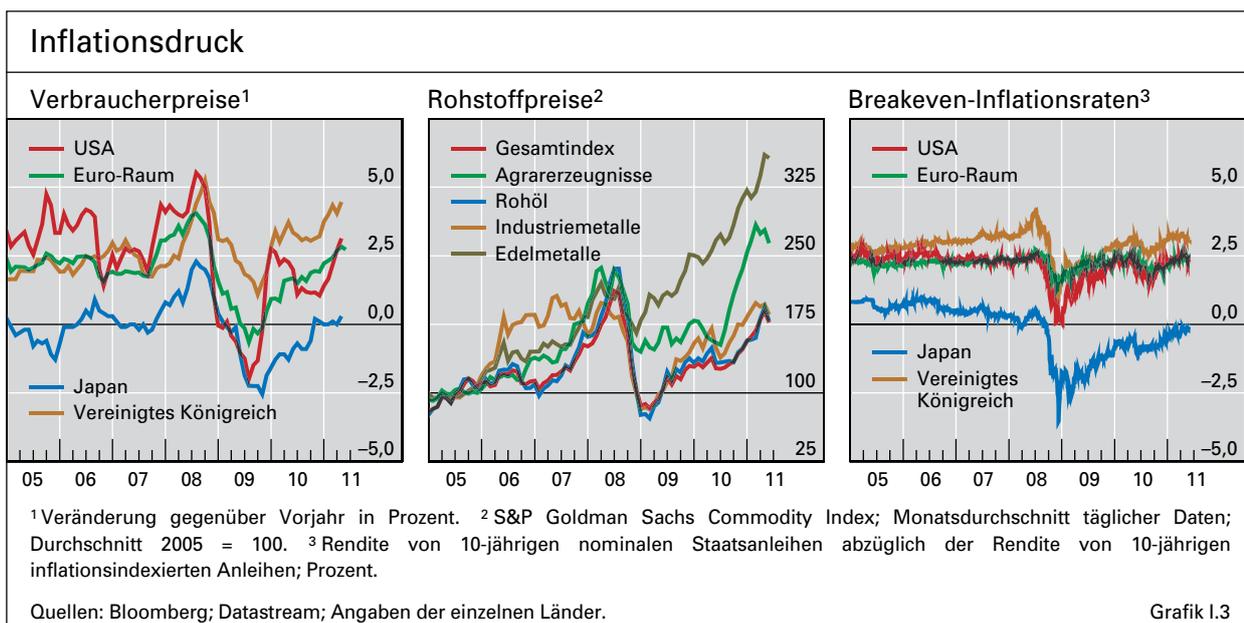
Der Anstieg der Vermögenspreise im letzten Jahr spiegelte zu einem großen Teil bessere Fundamentaldaten wider, doch spielte auch der Stimmungswandel eine Rolle. Die Marktteilnehmer fanden allmählich zu ihrer Risikobereitschaft zurück, wie es zu Beginn eines Konjunkturaufschwungs zu erwarten wäre. Entsprechend bekamen finanzielle Innovationen wieder Aufwind. Starkes Wachstum verzeichneten neue Instrumente und Anlagevehikel wie börsengehandelte synthetische Fonds, Rohstoffschuldverschreibungen und rohstoffbezogene Hedge-Fonds. Bis zu einem gewissen Grad ist die Rückkehr von Innovationen ein positives Zeichen. Doch das Aufkommen neuer Finanzinstrumente mit Risiken, die noch nicht im Ernstfall erprobt wurden, erinnert deutlich an Entwicklungen, die im Vorfeld der Finanzkrise zu beobachten waren. Für die Finanzaufsicht bedeutet die Rückkehr zu Risikobereitschaft und Innovationen daher eine beträchtliche Herausforderung.

Inflationsdruck führt zu veränderten Erwartungen an die Geldpolitik

In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo die Unterauslastung der Kapazitäten über eine gewisse Zeit den Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise dämpfte, hat ein allmählicher Anstieg der Inflationserwartungen eingesetzt. Über weite Strecken des letzten Jahres trugen neben einer steigenden Kapazitätsauslastung auch kräftig anziehende Preise für Nahrungsmittel, Energie und andere Rohstoffe erheblich zu kurzfristigem Inflationsdruck bei (Grafik I.3 links und Mitte). Der steile Anstieg der Nahrungsmittelpreise spiegelte eine Kombination aus hoher Nachfrage infolge des globalen Wachstums und witterungsbedingter globaler Angebotsverknappung wider. Bei mehreren Rohstoffen verstärkten niedrige Lagerbestände den Preisdruck, doch kann auch das wachsende Interesse von Investoren an Rohstoffen als Anlageklasse eine Rolle gespielt haben. Im ersten Quartal 2011 kam angesichts der politischen Unruhen im Nahen Osten und in Nordafrika zudem Besorgnis über mögliche Lieferengpässe auf. Dies trug dazu bei, dass besonders die Ölpreise emporschnellten.

Vor diesem Hintergrund begannen die 10-jährigen Breakeven-Inflationsraten in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften Mitte 2010 allmählich zu steigen (Grafik I.3 rechts). Dieser Anstieg war allerdings weitgehend dem rasch wachsenden Ausgleich für die Inflation *in naher Zukunft* (Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien) zuzuschreiben. Auf lange Sicht blieben die Breakeven-Inflationserwartungen nämlich trotz des offensichtlichen kurzfristigen Teuerungsdrucks weiterhin relativ stabil; dies lässt darauf schließen, dass die langfristige Glaubwürdigkeit der Zentralbanken – einstweilen – intakt ist.

Um die Inflation langfristig tatsächlich unter Kontrolle zu halten, wird jedoch eine straffere Geldpolitik erforderlich sein, wobei angesichts der gestiegenen kurzfristigen Inflation eine möglichst rasche Normalisierung der Leitzinsen angezeigt ist. Die Erwartung eines Anstiegs der kurzfristigen Zinsen

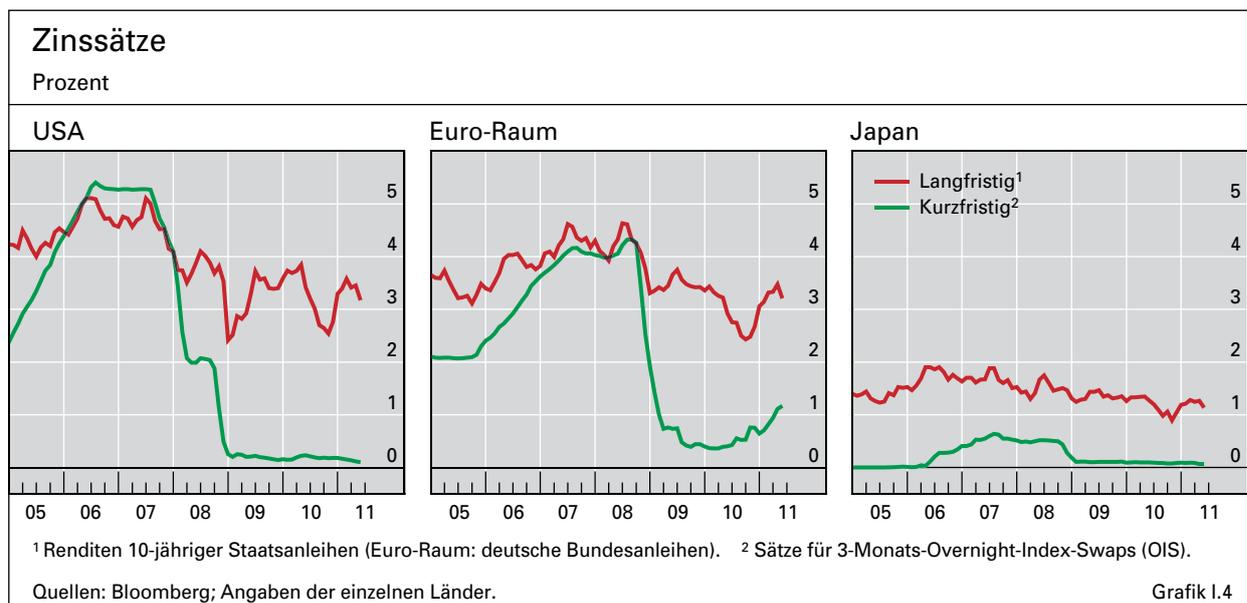


trug bis Anfang 2011 zu höheren Renditen lang laufender Anleihen bei (Grafik I.4).

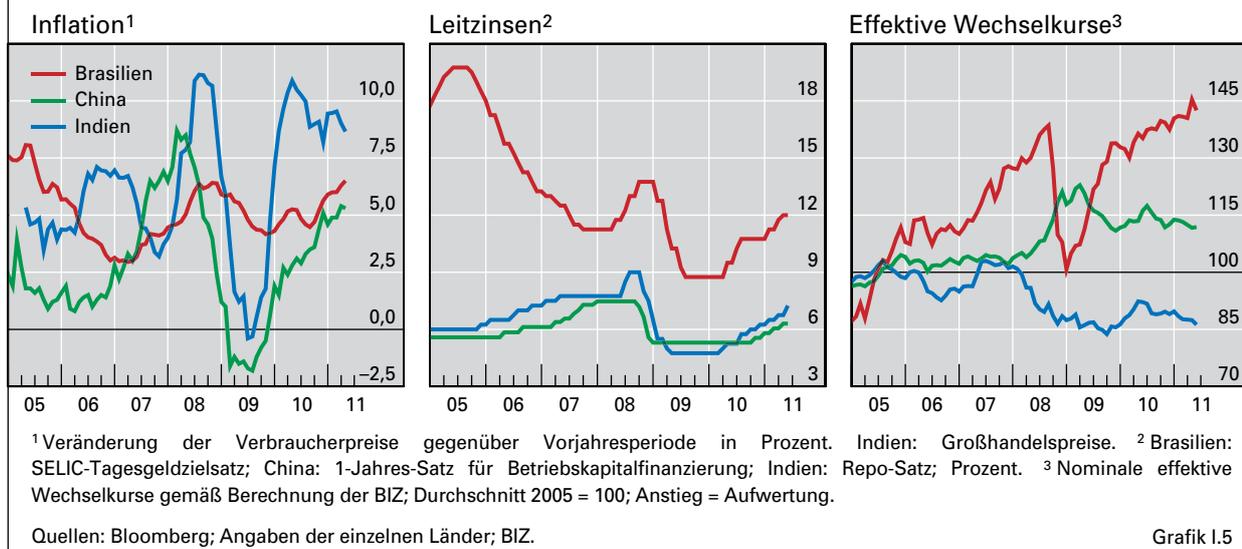
Von den wichtigsten fortgeschrittenen Wirtschaftsräumen straffte Europa Anfang 2011 die Geldpolitik zuerst. Im März kletterte die Verbraucherpreis-inflation im Euro-Raum u.a. aufgrund der steigenden Rohstoffpreise auf 2,7% – deutlich über den Wert, bei dem laut Definition der EZB Preisstabilität gegeben ist („unter, aber nahe 2%“). Daraufhin und unter Berufung auf weitere zu erwartende Inflationsrisiken hob die EZB die Leitzinsen im April 2011 um 25 Basispunkte an. Im Vereinigten Königreich lag die Verbraucherpreis-inflation seit Dezember 2009 über dem Zielwert der Bank of England von 2%; im April 2011 erreichte sie einen Höchstwert von 4,5% (teilweise infolge einer Anhebung der Mehrwertsteuer). Das Monetary Policy Committee hat bislang noch keine Maßnahmen ergriffen, doch scheint eine Kursänderung nur eine Frage der Zeit zu sein.

Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist der Inflationsdruck gestiegen. Das kräftige Wirtschaftswachstum, kombiniert mit einem relativ hohen Gewicht von Nahrungsmitteln und Rohstoffen in den Verbraucherpreis-indizes, führte in Brasilien zu mäßigen, in China und Indien dagegen zu erheblichen Steigerungen (Grafik I.5 links). Entsprechend setzten die Zentralbanken die Straffung der monetären Bedingungen schrittweise fort. Die People’s Bank of China hob sowohl ihren Leitzins als auch ihre Mindestreserveanforderung mehrfach an. Auch die Zentralbanken Indiens und Brasiliens strafften die Geldpolitik weiter (Grafik I.5 Mitte). Die realen Zinsen blieben allerdings in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften niedrig oder sogar negativ.

Angesichts der steigenden Zinsen in den aufstrebenden und der beispiellos niedrigen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schichteten viele Anleger ihre Portfolios zugunsten renditestärkerer Vermögenswerte um, zum Teil durch einen Ausbau ihrer Carry-Trade-Positionen in festverzinslichen Instrumenten aufstrebender Volkswirtschaften. Diese Positionen werden in Niedrigzinswährungen wie dem US-Dollar oder dem Schweizer Franken



Ausgewählte aufstrebende Volkswirtschaften: Inflation, Leitzinsen und Wechselkurse



finanziert und setzen darauf, dass die hohe Zinsdifferenz gegenläufige Wechselkursentwicklungen mehr als ausgleichen wird.

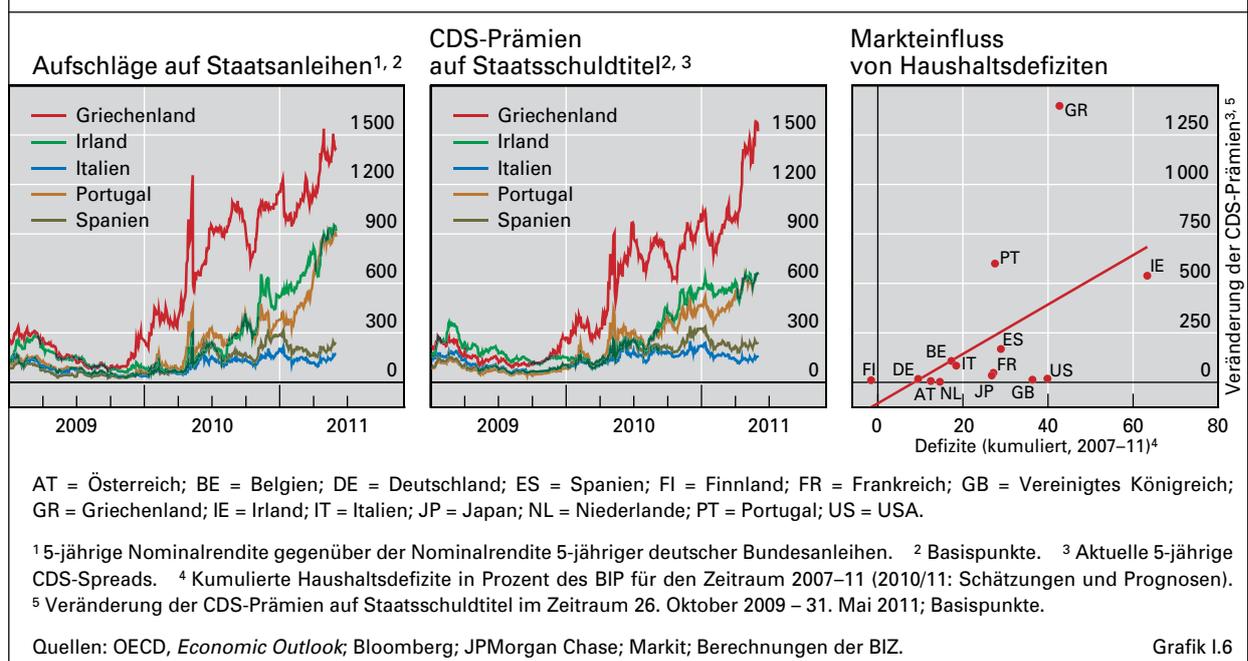
Eine solche Portfolioumschichtung hat zwei potenziell schädliche Effekte: Erstens setzt sie die Wechselkurse der aufstrebenden Volkswirtschaften, in die das Kapital fließt, unter Aufwertungsdruck. Dies schwächt die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder und bremst deren Wachstum. Für Volkswirtschaften mit überhitzender Konjunktur ist eine solche Aufwertung der Währung jedoch Teil des natürlichen Ausgleichsprozesses. Zweitens können umfangreiche grenzüberschreitende Bruttokapitalströme nicht tragfähige Kredit- und Vermögenspreisbooms verursachen. Was als Reaktion auf starke Fundamentaldaten beginnt, kann zu einer ernststen Bedrohung für die Finanzstabilität werden.

Mehrere Länder haben weiter Währungsreserven angehäuft, um eine nominale Aufwertung ihrer Währung abzuwehren oder wenigstens zu verlangsamen. Manche haben auch Steuern auf Investitionen von Ausländern am inländischen Kapitalmarkt eingeführt oder angehoben. So erhöhte Brasilien, dessen Währung eine starke Aufwertung erfahren hat (Grafik I.5 rechts), seine Transaktionssteuer auf Käufe festverzinslicher Instrumente durch ausländische Anleger. Thailand schaffte Steuervergünstigungen für ausländische Käufer inländischer Anleihen ab, und Korea führte erneut eine Steuer auf Gewinne ausländischer Anleger aus koreanischen Staatsanleihen ein.

Hartnäckige fiskalpolitische Probleme im Euro-Raum

Ende 2009 waren Bedenken über die Lage der öffentlichen Finanzen einiger Länder an der Peripherie des Euro-Raums aufgekommen. Diese Bedenken hielten das vergangene Jahr über an und intensivierten sich noch. Als Reaktion auf die ersten fiskalpolitischen Maßnahmen sanken die Renditen von Staatsanleihen und die Spreads für Credit-Default-Swaps (CDS) der betroffenen Länder zunächst unter ihre Höchststände vom Mai 2010, um kurz darauf jedoch

Fiskalpolitische Herausforderungen in den Ländern des Euro-Raums



wieder kontinuierlich auf dieses Niveau anzusteigen (Grafik I.6). Mit der Verschlimmerung der Lage Irlands im November kletterten die entsprechenden Spreads noch weiter nach oben; in Griechenland, Portugal und Spanien verlief die Entwicklung ähnlich.

Ein weiterer Faktor, der die Bonitätsrisikoaufschläge im Euro-Raum Ende 2010 emportrieb, war die im Oktober geschlossene – und später von der übrigen Europäischen Union gebilligte – Vereinbarung zwischen den Regierungen Deutschlands und Frankreichs, wonach Investoren in Staatsanleihen Verluste auch wirklich mitzutragen haben, wenn der betreffende Staat seine Schulden nicht bedienen kann. Mit emporschnellenden Bonitätsrisikoprämien konfrontiert, versicherten daraufhin mehrere EU-Finanzminister wiederholt, eine solche Verlustbeteiligung werde erst für nach 2013 begebene Anleihen gelten. Diese Erklärungen – zusammen mit der späteren Ankündigung eines Rettungspakets für Irland und weiteren Anleihekäufen durch die EZB – brachten eine vorläufige Beruhigung.

Zum Jahresbeginn 2011 weiteten sich die Bonitätsrisikoaufschläge auf Staatsanleihen des Euro-Raums erneut aus. Doch es gab nicht nur schlechte Nachrichten: Es wurden einige Sparmaßnahmen angekündigt, und im Rahmen der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) wurden im Januar mit Erfolg die ersten Anleihen begeben.

Die EFSF läuft zwar Mitte 2013 aus, doch in ihrer Funktion – der Stützung gefährdeter EU-Staaten – wird sie vom sog. Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst werden. Anfang März 2011 einigten sich die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums auf bestimmte Kernelemente des ESM und vereinbarten einen Pakt für den Euro, der die Länder des Euro-Raums u.a. verpflichten wird, die Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts in nationales Recht umzusetzen. Trotz dieser Fortschritte blieben Zweifel, ob die

vereinbarten Fazilitäten in naher Zukunft effektiv sein werden und ob der ESM angesichts ungelöster Finanzierungsfragen auf längere Sicht angemessen ausgestattet sein wird.

Im April 2011 verschärfte sich die Krise. Portugal beantragte als drittes Land des Euro-Raums Unterstützung durch die EU, nachdem seine Regierung keine Mehrheit für geplante Sparmaßnahmen gewinnen konnte und zum Rücktritt gezwungen war. Die Verhandlungen über das Rettungspaket verliefen schleppend, und in verschiedenen Ländern regte sich politischer Widerstand, sodass die Stimmung der Anleger sich weiter verschlechterte und die Bonitätsrisikoaufschläge der Krisenländer ihren Aufwärtstrend bis ins zweite Quartal ungebrochen fortsetzten. Infolgedessen schien die Schuldenlast Griechenlands außer Kontrolle zu geraten, was inzwischen auch für Portugal und Irland befürchtet wird. Dieses Problem würde sich u.a. mit einer entsprechenden Inflationsentwicklung lösen – doch angesichts der Unabhängigkeit der EZB und ihres Preisstabilitätsziels bleibt dieser Weg versperrt. Das lässt nur zwei Wege offen, von denen keiner besonders attraktiv erscheint. Der erste Weg führt über eine Umschuldung. Die Konsequenzen eines teilweisen Zahlungsausfalls bei den ausstehenden Staatsanleihen wären jedoch extrem schwierig zu kontrollieren – insbesondere vor dem Hintergrund der zu erwartenden Verluste von Banken. Vergemeinschaftung der Kosten innerhalb des Euro-Raums wäre der zweite Weg. Während die Umschuldung viele praktische Probleme aufwerfen würde, dürfte eine Vergemeinschaftung der Kosten den ohnehin schon skeptischen Bürgern des Euro-Raums nur schwer zu verkaufen sein.

Fiskalpolitik in anderen Ländern

Europäische Politiker wurden durch den Vertrauensschwund bei den Anlegern im letzten Jahr mehrfach zum Handeln gezwungen. In anderen Ländern wie den USA, dem Vereinigten Königreich und Japan dagegen lösten die Haushaltsdefizite keine nennenswerte Reaktion der Märkte aus (Grafik I.6 rechts). Doch die im Mai 2010 angetretene britische Regierung hat die Risiken des Abwartens erkannt und eine Reihe von Sparmaßnahmen angekündigt. Ratingagenturen lieferten eine weitere Bestätigung der fiskalischen Probleme, denen sich wichtige fortgeschrittene Volkswirtschaften gegenübersehen: Im Januar 2011 stufte Standard & Poor's (S&P) das Bonitätsrating Japans herab, und in den folgenden Monaten stuften sowohl Moody's als auch S&P und Fitch ihren Ausblick für Japans Rating von „stabil“ auf „negativ“ zurück, zum Teil angesichts der zu erwartenden Folgekosten der Naturkatastrophe vom März. Im April 2011 senkte S&P erstmals den langfristigen Ausblick für US-Staatsanleihen (ebenfalls von „stabil“ auf „negativ“) und signalisierte damit ein gestiegenes Risiko, dass die USA ihr AAA-Rating verlieren könnten, wenn sie ihre öffentlichen Finanzen nicht auf eine solidere Basis stellen.

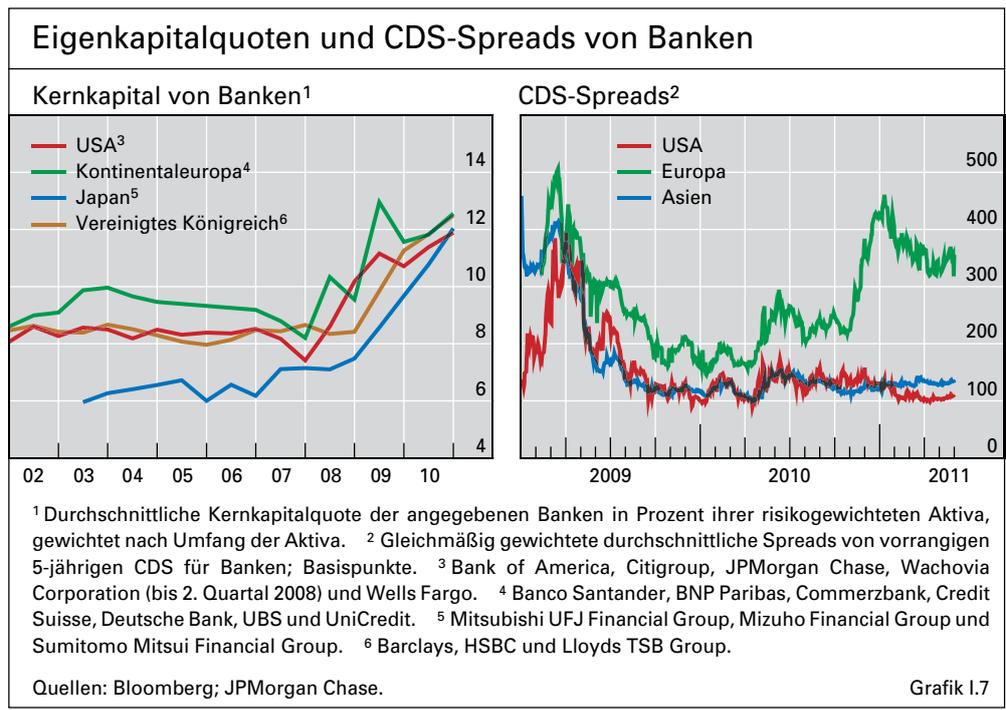
Verbesserung der Bankbilanzen, aber nach wie vor Schwachstellen

Die Bilanzen der Finanzinstitute in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich weiter verbessert (Grafik I.7 links). Dank steigender Vermögenspreise und einer steilen Renditenkurve konnten die Banken über weite Teile

des letzten Jahres ungewöhnlich hohe Gewinne erzielen. Auch geringere Rückstellungen für Kreditausfälle trugen hierzu bei. Während die CDS-Spreads von Banken in den USA und Asien stabil blieben, stiegen sie jedoch in Europa auf Werte, wie sie zuletzt 2009 beobachtet worden waren. Ursache dafür war die Besorgnis bezüglich der Engagements von Banken in problembehafteten Staatsanleihen der Peripherieländer des Euro-Raums (Grafik I.7 rechts). Der steilste Anstieg betraf Banken in den Ländern mit den größten fiskalischen Problemen, doch auch Banken im Zentrum des Euro-Raums waren betroffen. Dies unterstreicht die enge Beziehung zwischen soliden öffentlichen Finanzen und der Stabilität des Finanzsystems: Bewertungsverluste bei Anleihen von Staaten mit Haushaltsproblemen schwächen die Kreditwürdigkeit der Banken, die sie halten, und verringern den Wert der Sicherheiten, die sie für ihre Refinanzierung einsetzen können.

Dem Beispiel der USA vom Mai 2009 folgend, führte die Europäische Union 2010 Stresstests durch, um die Widerstandsfähigkeit des EU-Bankensystems gegenüber einer Reihe real- und finanzwirtschaftlicher Schocks zu prüfen. (Gleichzeitig wurde auch in der Schweiz ein solcher Test durchgeführt.) Die im Juli 2010 veröffentlichten Ergebnisse der EU zeigten, dass nur 7 der 91 untersuchten Banken zusätzliches Eigenkapital benötigten (insgesamt € 3,5 Mrd.).

Die Finanzmärkte nahmen diese Meldungen zunächst positiv auf. Die Bonitätsrisikoaufschläge auf Staatstitel fielen, und die Bedingungen an den europäischen Geldmärkten verbesserten sich. Als jedoch skeptische Analysten monierten, die Tests seien nicht hart genug gewesen, schlug die Reaktion ins Negative um. Die Kritik erwies sich als berechtigt, als mehrere irische Banken nur wenige Monate nachdem ihnen Solidität attestiert worden war, Staatshilfe in Anspruch nehmen mussten und so die irische Staatsschuldenkrise auslösten. Ein erneuter Stresstest zeigte Anfang 2011, dass die irischen



Banken € 24 Mrd. zusätzliches Eigenkapital benötigen würden – damit würden die gesamten Kapitalhilfen durch die irische Regierung auf wenigstens € 70 Mrd. steigen.

In den USA zeigte eine Prüfung der 19 größten US-Banken durch die Federal Reserve, dass in den beiden Krisenjahren erhebliche Fortschritte bei der Vergrößerung der Eigenkapitalbasis gemacht worden waren: Von Ende 2008 bis Ende 2010 waren über \$ 300 Mrd. an zusätzlichem Eigenkapital aufgebaut worden. Die US-Banken wurden für gesund befunden, und die Auflagen für Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe wurden wieder zurückgenommen. Daraufhin gaben mehrere von ihnen unverzüglich Erhöhungen entsprechender Aufwendungen um zweistellige Milliardenbeträge bekannt.

Was liegt vor uns?

Mit Blick auf die entscheidende Bedeutung des Finanzsektors für die Realwirtschaft ist ein solides finanzielles Umfeld notwendige Voraussetzung für eine stabile wirtschaftliche Zukunft. Um ein solches finanzielles Umfeld zu schaffen und zu erhalten, müssen die öffentlichen und privaten Finanzen auf einen nachhaltigen Pfad gelenkt werden. Zudem müssen die aus der globalen Wirtschaftstätigkeit entstehenden großen Leistungsbilanzungleichgewichte und Bruttokapitalströme verringert werden, und mittelfristig muss Preisstabilität gewährleistet werden. Ein beständiges finanzielles Umfeld bedingt auch, dass die Regulierungsreform vollendet und die wichtigsten Datenlücken geschlossen werden, die derzeit noch verhindern, dass aufkommende Anspannungen in Bezug auf Finanzmärkte, -institute und -instrumente zuverlässig erkannt werden können.

Öffentliche Finanzen

Nach der Großen Rezession ist die öffentliche Verschuldung drastisch gestiegen, vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Wie oben erläutert, haben die fiskalischen Probleme einiger Länder an der Peripherie des Euro-Raums das Vertrauen der Anleger bereits so weit untergraben, dass die Finanzierungskosten für diese Staaten ein tragfähiges Niveau überschritten haben. Seit anderthalb Jahren bemühen sich europäische Politiker intensiv, kurzfristige Rettungsmaßnahmen für die am schwersten betroffenen Länder auf die Beine zu stellen und gleichzeitig eine tragfähige und glaubwürdige langfristige Lösung zu entwickeln. Diese Aufgabe müssen sie zu einem endgültigen Abschluss bringen.

Die Fiskalnot einiger Länder des Euro-Raums bewirkte gigantische Sprünge bei ihren Staatsanleiherenditen und CDS-Spreads. Dagegen sind bei anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit beispiellos hohen Haushaltsdefiziten und Schuldenständen wie gesagt keine Marktreaktionen erkennbar – jedenfalls nicht in eindeutigem Zusammenhang mit der Verschlechterung der öffentlichen Finanzen. Bei dieser scheinbar widersprüchlichen Reaktion der Märkte auf fiskalische Anspannungen dürften drei Faktoren eine Rolle spielen: die Verteilung der Verschuldung zwischen privatem und öffentlichem Sektor, der Anteil der von Ausländern gehaltenen Staatsanleihen sowie

die Unabhängigkeit der eigenen Währung. Länder mit geringerer privater Verschuldung sind eher in der Lage, ihre öffentlichen Schulden zurückzuzahlen. Sind zudem die Staatsanleihen in inländischer Hand, kann die Bereitschaft zur Rückzahlung größer sein. Auch eine unabhängige Währung und Geldpolitik scheint eine Rolle zu spielen, weil die öffentlichen Entscheidungsträger flexibler agieren können.

Allerdings hat man das Vertrauen der Märkte – oder man hat es eben nicht. Der Verlust des Vertrauens in die Fähigkeit und die Bereitschaft eines Staates, seine Schulden zurückzuzahlen, wird sich daher wohl nicht als allmähliche Entwicklung darstellen, sondern als plötzlicher Stimmungsumschwung. Dies bedeutet, dass Staaten, die die Behebung ihrer fiskalischen Probleme auf die lange Bank schieben, Gefahr laufen, ebenso plötzlich wie hart abgestraft zu werden. Und die Erfahrung lehrt, dass die Konsolidierungsmaßnahmen, die dann notwendig sind, um das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen, weit umfangreicher, schwieriger und schmerzhafter sein werden.

Wie in Kapitel II erörtert, müssen die Finanzminister rasch und glaubwürdig handeln, um den Schuldenstand auf ein tragbares Niveau zu senken. Dazu müssen sie die infolge der kostspieligen Rezession angewachsenen Defizite mit kurzfristigen Maßnahmen reduzieren und gleichzeitig längerfristige Probleme angehen, die durch strukturelle Ungleichgewichte entstanden sind. Die Strukturreformen müssen in vielen Ländern auch der Tatsache gerecht werden, dass die derzeitigen Renten- und Sozialversicherungssysteme angesichts einer alternden Bevölkerung schlicht nicht mehr finanzierbar sind.¹

Zusätzlich erschwert wird die Herausforderung im Bereich der öffentlichen Finanzen dadurch, dass es nicht ausreichen wird, einfach zu dem vor der Krise geltenden haushaltspolitischen Kurs zurückzukehren. Hierfür gibt es mindestens zwei Gründe: Erstens war durch Steuereinnahmen aus dem nicht tragfähigen Kredit- und Vermögenspreisboom ein unrealistisch positives Bild der öffentlichen Finanzen entstanden. Zweitens müssen aus konjunkturell bedingten Überschüssen Polster gebildet werden, die in der Zukunft zur Stabilisierung eingesetzt werden können. Da eine Regierung im Prinzip wie eine Versicherungsgesellschaft operiert, braucht sie Rücklagen. Dies bedeutet, dass es nicht genügt, einen bloß innerhalb des Konjunkturzyklus ausgeglichenen Haushalt zu fahren, bei dem die Überschüsse aus Aufschwüngen jeweils die Defizite aus Abschwüngen kompensieren.

Wie steht es um das Risiko, dass rigorose Sparmaßnahmen sich als kontraproduktiv erweisen und das Wirtschaftswachstum abwürgen könnten? In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo der Aufschwung nun selbsttragend scheint, ist dieses Risiko weit geringer als noch vor einem Jahr (und in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften ist es nahezu null). Allerdings – und das ist viel wichtiger – hat sich in einigen Fällen der langfristige Ausblick für die öffentlichen Finanzen nicht verbessert, oder zumindest nicht in ausreichendem Maße. Der unvermeidliche Schluss ist: Das größte Risiko ist nicht, „zu viel zu früh“ zu tun, sondern „zu wenig zu spät“.

¹ Siehe S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, „The future of public debt: prospects and implications“, *BIS Working Papers*, Nr. 300, März 2010.

Bilanzen im privaten Sektor

Finanzstabilität erfordert auch Korrekturen der Vermögenslage von Privathaushalten und der Bilanzen von Finanz- und sonstigen Unternehmen. Sowohl in den USA als auch in Europa ist der private Sektor noch immer hoch verschuldet. Wie in Kapitel II dargelegt, ist hier ein weiterer Schuldenabbau nötig, um das Vertrauen der Märkte zu erhalten oder zurückzugewinnen.

Im Zentrum der Finanzkrise stand ein nicht tragfähiger kreditfinanzierter Immobilienboom in mehreren Ländern, allen voran in den USA. Die Folgen waren eine hohe Verschuldung der Privathaushalte, die noch nicht weit genug abgebaut ist, und ein großer Bestand an gefährdeten Hypotheken auf Gewerbeimmobilien. Gemeinsam werfen sie einen dunklen Schatten auf die Finanz- wie auch die Realwirtschaft verschiedener Länder.

Die in Schwierigkeiten geratenen Finanzinstitute haben Fortschritte bei der Bereinigung ihrer Bilanzen gemacht. Doch auch hier bleibt noch einiges zu tun. Die Finanzinstitute haben gefährdete Aktiva realistischer bewertet, Anschlussfinanzierungen für problematische Kredite erschwert, Gewinne einbehalten und an den Finanzmärkten Kapital aufgenommen. Doch die extrem niedrigen Zinsen, die den Banken Spielraum für die notwendigen Maßnahmen verschafften, haben gleichzeitig den Anreiz zu weiteren Bilanzkorrekturen geschwächt. Die geldpolitische Normalisierung wird nicht mehr lange auf sich warten lassen. Deshalb müssen die Finanzinstitute rasch zu Ende bringen, was sie begonnen haben. Die Zeit drängt umso mehr, als das Finanzsystem in der langen Phase äußerst niedriger Leitzinsen erhebliche Zinsänderungsrisiken aufgebaut hat.

Abgesehen von Bilanzschwierigkeiten ist der private Sektor mit strukturellen Problemen konfrontiert, die nicht von heute auf morgen zu lösen sein werden. Das Wachstum in den Jahren vor der Krise hatte sich stark auf die Finanzbranche und den Bausektor konzentriert. In mehreren Ländern sind diese Sektoren gegenüber der übrigen Wirtschaft unverhältnismäßig gewachsen und müssen jetzt schrumpfen. Wie die meisten Korrekturen wird auch dies zunächst schmerzhaft sein. Unter der Anpassung werden nicht nur die Menschen leiden, die in jenen Sektoren gearbeitet und investiert haben, sondern auch das Wirtschaftswachstum insgesamt und die öffentlichen Einnahmen.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind den schlimmsten Folgen der Krise entgangen, laufen jetzt aber vielfach Gefahr, ganz ähnliche Ungleichgewichte aufzubauen wie die fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Vorfeld der Krise. So steigen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften die Immobilienpreise rapide an, während gleichzeitig die Verschuldung des privaten Sektors stark zunimmt. Die öffentlichen Entscheidungsträger dieser Länder sollten sich bewusst werden, dass die Lehren aus der Krise nicht nur für fortgeschrittene Volkswirtschaften gelten.

Internationale Ungleichgewichte

Nach einer kurzen, krisenbedingten Pause ist ein Wiederaufbau der globalen Ungleichgewichte im Kapitalverkehr – netto wie brutto – zu beobachten, die das Finanzsystem anfällig für Krisen machen und die Politik auf allen Ebenen erschweren. Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite bewirken umfangreiche

Nettokapitalströme. Doch Länder mit hohen Nettozuflüssen riskieren finanzielle Instabilität, wenn ihr Finanzsektor nicht in der Lage ist, für eine nachhaltige Allokation des zufließenden Kapitals zu sorgen. Zudem sind sie anfällig gegenüber einer starken, folgeschweren Abwertung ihrer Währung, wenn sich die Zuflüsse umkehren.

Grenzüberschreitende Kapitalströme beschleunigen Wachstum und Entwicklung, zum Nutzen aller. Sicher können die Kapitalströme schädliche Nebenwirkungen haben, aber den Kapitalverkehr – bzw. die globale finanzielle Integration, die ihn ermöglicht hat – zu behindern kann nicht die Lösung sein. Stattdessen gilt es, den Nutzen zu bewahren und die Nebenwirkungen zu vermindern. Dazu bedarf es struktureller Anpassungen auf nationaler Ebene, eines international besser koordinierten Vorgehens und eines Rahmenwerks zur Stärkung der Finanzstabilität.

Für den Abbau der Ungleichgewichte sind Maßnahmen notwendig, die in Defizitländern die Sparquote erhöhen und in Überschussländern den Konsum ankurbeln. Veränderungen des realen Wechselkurses für sich allein reichen zwar noch nicht aus, um die Ungleichgewichte abzubauen, aber sie sind ebenfalls von grundlegender Bedeutung – was insofern ein Problem ist, als sich die wichtigsten Länder einer Anpassung des realen Wechselkurses widersetzen. Wie in Kapitel III argumentiert, muss die politische Pattsituation durch internationale Koordination überwunden werden, mit deren Hilfe die Lasten der Anpassung auf die wichtigsten Überschuss- und Defizitländer verteilt würden. Andernfalls werden die hohen Leistungsbilanzungleichgewichte, die von ihnen ausgelöst werden, umfangreichen Nettokapitalströme und die daraus resultierenden Anfälligkeiten weiter zunehmen.

Die umfangreichen Bruttokapitalströme wurden wegen der Besorgnis über die Leistungsbilanzungleichgewichte gefährlich lange vernachlässigt, doch auch sie bewirken Anfälligkeiten. Diese Ströme haben in den letzten Jahren zu einem Aufbau enorm hoher Bruttopositionen in den Bilanzen weltweit geführt, teilweise gänzlich ohne entsprechende Nettoströme. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass durch das Anschwellen von Bruttopositionen erhebliche Währungs-, Liquiditäts- und andere Inkongruenzen entstehen können, die ihrerseits womöglich eine Ausbreitung und Verstärkung von Schocks bewirken und zu einer schädlichen Volatilität im internationalen Finanzsystem führen. Zudem ermöglichen die internationalen Bruttokapitalströme ein rasches Kreditwachstum, da sie neben der möglicherweise unzureichenden inländischen Ersparnis eine zusätzliche Finanzierungsalternative darstellen.

Wie in Kapitel III erörtert, besteht der wichtigste Schutz vor den Risiken umfangreicher Bruttokapitalströme in einer Wirtschaftspolitik, die monetäre Stabilität und tragfähige öffentliche Finanzen fördert. Regulatorische und makroprudenzielle Maßnahmen spielen ebenfalls eine Rolle, während als letzte Alternative und nur unter außerordentlichen Umständen Kapitalverkehrskontrollen als Überbrückungsmaßnahme dienen könnten.

Geldpolitik

Die bereits beträchtlichen Herausforderungen für die Geldpolitik nehmen noch zu. Die große Gefahr ist, dass die langfristigen Inflationserwartungen zu

steigen beginnen, und hier führen die Preisentwicklung wie auch der geldpolitische Kurs derzeit in die falsche Richtung. Angesichts schwindender Kapazitätsreserven steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Energie inflationäre Zweitrundeneffekte haben. Zusätzliche Gefahren für die langfristigen Inflationserwartungen sind die anhaltenden geldpolitischen Sondermaßnahmen, die aufgeblähten Zentralbankbilanzen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der Eindruck, dass der Versuchung nachgegeben werden könnte, den Realwert der ausufernden Staatsverschuldung durch Inflation zu verringern.

Wie in Kapitel IV dargelegt, haben die Zentralbanken schwierige Aufgaben zu bewältigen. Sie müssen einen Weg finden, die Leitzinsen zu normalisieren – sonst setzen sie ihre mühsam erworbene Glaubwürdigkeit als Garanten niedriger Inflationsraten aufs Spiel. Die Erfahrung der 1970er und 1980er Jahre lehrt, dass sich steigende Inflationserwartungen nur mit kostspieligen und langwierigen Anstrengungen wieder neu verankern lassen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken in Sachen Inflationsbekämpfung noch nicht gefestigt ist, steigt der Inflationsdruck, und die öffentlichen Entscheidungsträger sehen sich zunehmenden Risiken im Zusammenhang mit dem Kredit- und Immobilienpreisboom gegenüber.

Wenn die Zentralbanken in großem Stil Staatsanleihen kaufen, könnte der Eindruck entstehen, dass sie auf eine Minderung der staatlichen Schuldenprobleme hinarbeiten oder aber dass ihre geldpolitischen Maßnahmen aufgrund der staatlichen Schuldenpolitik wirkungslos werden. Die Zentralbanken müssen selbst den geringsten Anschein vermeiden, sie benutzen geldpolitische Lockerungen als Vorwand für eine Monetisierung öffentlicher Schulden. Die Märkte und die Öffentlichkeit müssen weiterhin darauf vertrauen können, dass die bilanzpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken der Wahrung der Preisstabilität dienen und dass sie ihren Kurs angesichts wachsender Inflationsgefahren sehr bald normalisieren werden.

Vor diesem Hintergrund ist die Unabhängigkeit der Zentralbanken die Grundlage für deren Glaubwürdigkeit und das beste Mittel gegen einsetzende Inflationsgefahren. Die Bedeutung der Unabhängigkeit lässt sich auch auf andere öffentliche Aufgabenbereiche übertragen. Insbesondere bei der Organisation einer makroprudenziellen Aufsicht sollte Unabhängigkeit die Norm sein (s. Kasten).

Regulierungsreform

Die Regulierungsreform im Finanzsektor macht rasche und dennoch besonnene Fortschritte. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht hat eine neue Rahmenvereinbarung für Eigenkapital- und Liquiditätsstandards (Basel III) verabschiedet, deren Details in Kapitel V dargestellt werden. Die Reformen werden ein stärkeres Bankensystem schaffen, das die Realwirtschaft effizienter mit Krediten versorgen und dabei weniger anfällig für kostspielige Finanzkrisen sein wird.

Die Neuerungen von Basel III verlangen u.a. den Aufbau einer größeren Eigenkapitalbasis von höherer Qualität, um mehr Risiken abzudecken. Zudem führt Basel III zusätzliche Kapitalpolster ein, die antizyklisch angepasst werden,

Zentralbankorganisation und Finanzstabilität

Die jüngste Finanzkrise hat gezeigt, dass die Zentralbanken bei der Ausgestaltung und Durchführung der Finanzstabilitätspolitik eine Rolle spielen müssen. Sie hat aber auch die Frage aufgeworfen, wie eine solche Funktion organisatorisch am besten umzusetzen ist. Da Zentralbanken unter sehr unterschiedlichen institutionellen, historischen und politischen Rahmenbedingungen arbeiten, gibt es auf diese Frage keine alleingültige Antwort. Dennoch lassen sich aus der Krise vier generelle Lehren ziehen, die bei den weltweiten Bemühungen um eine Verbesserung der Finanzstabilitätsfunktion von Zentralbanken richtungsweisend sein können:^①

Zentralbanken müssen an der Formulierung und Umsetzung der Finanzstabilitätspolitik mitwirken, wenn diese effektiv sein soll. Dafür gibt es im Wesentlichen drei Gründe: Instabilität im Finanzsystem kann auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld ausstrahlen – mit weitreichenden Folgen für die Konjunktur, die Preisstabilität und den geldpolitischen Transmissionsprozess. Die Zentralbanken versorgen die Volkswirtschaft zudem in letzter Instanz mit Liquidität, und eine angemessene Liquiditätsversorgung ist entscheidend für ein stabiles Finanzsystem. Darüber hinaus haben die Zentralbanken eine makroökonomische Perspektive und Kenntnisse von Märkten, Akteuren und Infrastrukturen des Finanzsystems – all dies ist eminent wichtig für die Ausübung makroprudenzieller Aufgaben.

Klar geregelte Funktionen und Zuständigkeiten aller an der Finanzstabilitätspolitik beteiligten Instanzen – Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen, Einlagensicherungsinstitutionen, Finanzministerien und Wettbewerbsbehörden – sind von höchster Bedeutung für eine effektive und rasche Entscheidungsfindung, für die Lösung von Zielkonflikten und für die Erfüllung der Rechenschaftspflicht. Klarheit ist geboten, um das Risiko eines Auseinanderklaffens der öffentlichen Erwartungen und dessen, was eine Zentralbank leisten kann, zu verringern. Wenn bekannt ist, wer in verschiedenen Phasen einer Krise wofür verantwortlich ist, sollte eine zügigere Entscheidungsfindung möglich sein. Auch mit Blick auf die Rechenschaftspflicht sind klar zugeordnete Zuständigkeiten und Befugnisse förderlich. Obgleich finanzstabilitätspolitische Konzepte schwierig zu definieren und umzusetzen sind, sollten diese Konzepte möglichst klar formuliert werden. Besonders umfassend in die Finanzaufsicht eingebundene Zentralbanken können davon profitieren, wenn sie eine finanzstabilitätspolitische Strategie veröffentlichen, in der deutlich wird, welche Absichten sie verfolgen und wie sie ihre notwendigerweise vielfältigen Ziele miteinander in Einklang zu bringen gedenken.

Je weiter die Befugnisse einer Zentralbank im Ernstfall für Maßnahmen zur Stützung der Finanzstabilität reichen, desto größer muss ihre Risikokapazität sein und/oder desto robuster müssen die Mechanismen zur Übertragung finanzieller Verluste auf die Staatskasse sein. Es sollte klar festgelegt sein, ab welchem Punkt und durch welche Mechanismen der Staat die Haftung für finanzielle Risiken übernimmt.

Zentralbanken erfüllen ihre Rechenschaftspflicht für geldpolitische Maßnahmen heute weitgehend auf der Basis von Transparenz. Für die meisten Funktionen der Finanzstabilitätspolitik wird das Gleiche erforderlich sein. Die Offenlegung von Beschlüssen und Maßnahmen zur Finanzstabilität sowie ihrer Begründung ist daher unumgänglich. Allerdings kann eine verzögerte Offenlegung bestimmter Elemente der Beschlüsse notwendig sein, wenn eine sofortige Offenlegung destabilisierende Reaktionen auslösen könnte.

Worin das finanzstabilitätspolitische Mandat einer Zentralbank auch besteht – sie braucht geeignete Instrumente, Befugnisse und Absicherungsmechanismen. Nimmt die Zentralbank makroprudenzielle Aufgaben wahr, so benötigt sie entweder ein Instrumentarium, das sie autonom einsetzen kann, oder sie muss das Recht haben, andere Instanzen, die entsprechende Befugnisse haben, zu geeigneten Maßnahmen anzuhalten oder sogar solche Maßnahmen einzufordern.

Um ein entsprechendes Mandat ausüben zu können, brauchen Zentralbanken ferner Zugang zu einer breiten Vielfalt an Informationen, u.a. über die Qualität von Sicherheiten, über die Solvenz von Instituten, die Liquiditätshilfe beantragen, über den Zustand systemrelevanter Institute und über die Verflechtungen zwischen Instituten, Märkten und Systemen. Hierfür ist womöglich ein umfangreicher Informationsaustausch zwischen verschiedenen Instanzen erforderlich. Außerdem müssen die Zentralbanken gegebenenfalls befugt sein, Berichte anzufordern und Institute vor Ort zu prüfen, um Informationen direkt von Finanzinstituten zu beschaffen.

^① Siehe den Bericht *Central bank governance and financial stability* einer Arbeitsgruppe des Central Bank Governance Forum unter der Leitung von Stefan Ingves, 2011.

Die finanzstabilitätspolitischen Mandate und die Regeln für deren Ausübung müssen mit den geldpolitischen Aufgaben der Zentralbanken vereinbar sein. Damit eine Zentralbank ihre Geldpolitik erfolgreich durchführen kann, sollte sie Beschlüsse, die sich auf die monetären Bedingungen auswirken, unabhängig fassen, was auch bedeutet, dass sie in ihrer Bilanzpolitik autonom sein muss.

Wenn bei der makroprudenziellen Politik mehrere Instanzen ineinandergreifende Zuständigkeiten haben, können instanzübergreifende Gremien nützlich sein. Sie können als Foren für Informationsaustausch und Beratungen oder für die gemeinsame Beschlussfassung dienen. Im ersten Fall können transparente Empfehlungen und die Anforderung, dass eine Abweichung von den Empfehlungen zu begründen ist, das Risiko verringern, dass Beratungen nur der Form halber stattfinden. Im zweiten Fall müssen die Verfahren der Beschlussfassung klar definiert sein. In beiden Fällen sollte bei der Konzeption der Beschlussfassungsverfahren sorgfältig darauf geachtet werden, dass jede Instanz ihre jeweiligen Aufgaben weisungsfrei erfüllen kann.

Die unterschiedlichen Vorgehensweisen, die unter den jeweiligen institutionellen Rahmenbedingungen möglich sind, lassen sich anhand von vier Beispielen neuer institutioneller Regelungen für makroprudenzielle Politik illustrieren. In Malaysia wurde 2009 ein eigenes Beschlussorgan innerhalb der Zentralbank geschaffen, das für Finanzstabilität zuständig ist. In der Bank of England wurde bis zur formalen Gründung des geplanten finanzpolitischen Ausschusses ein entsprechender Interimsausschuss eingerichtet; sein Aufgabenbereich umfasst die makroprudenzielle Dimension der Finanzstabilitätspolitik, einschließlich der Anwendung mikroprudenzieller Instrumente zur Wahrung der Stabilität des Gesamtsystems. In beiden Fällen ist das neue Beschlussorgan jeweils bei der Zentralbank angesiedelt. In der EU und den USA wurde die makroprudenzielle Aufsicht dagegen mit dem ESRB (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken) bzw. mit dem FSOC (Financial Stability Oversight Council) in Form instanzübergreifender Koordinations- und Beschlussorgane institutionalisiert. Im ESRB liegt die Stimmrechtsmehrheit jedoch bei den Zentralbanken, die auch bei der analytischen Unterstützung des Ausschusses maßgebend sind. In den USA ist der FSOC für die Einstufung eines Instituts als systemrelevant zuständig; die eigentliche Aufsichtsinstitution für systemrelevante Institute ist aber die Federal Reserve, welche folglich auch federführend ist, wenn es um die Festsetzung höherer regulatorischer Standards für diese Institute geht. In allen vier Fällen erstreckt sich das Mandat der makroprudenziellen Organe nicht auf die Geldpolitik, sodass die Unabhängigkeit der jeweiligen Zentralbank in ihren Zielen und Zinsbeschlüssen gewahrt bleibt.

um die Schwankungsbreite von Kreditzyklen zu dämpfen. Darüber hinaus sind künftig Liquiditätsstandards zu erfüllen. Eine Lehre der Krise ist, dass Banken und andere Finanzintermediäre ohne entsprechende Auflagen viel zu niedrige Liquiditätspolster aufbauen. Mit Basel III müssen Finanzinstitute ausreichend Liquidität vorhalten, um eine ganze Bandbreite an Schocks verkraften zu können.

Doch die Arbeiten sind nicht abgeschlossen, denn es gilt noch erhebliche Herausforderungen zu bewältigen. Beispielsweise ist dafür zu sorgen, dass systemrelevante Finanzinstitute künftig weniger systemrelevant sind. Zunächst muss festgestellt werden, welche Institute systemrelevant sind, und anschließend sind die Maßnahmen zu bestimmen, die ihnen ausreichende Stabilität verleihen sollen. Die Regulierungsgremien eruieren derzeit, wie viel zusätzliche Kapazität zur Verlustabsorption global systemrelevante Finanzinstitute vorhalten sollten. Das Financial Stability Board (FSB) hat zwar bereits Empfehlungen für eine verstärkte Beaufsichtigung von systemrelevanten Finanzinstituten herausgegeben, die Details müssen jedoch noch von den nationalen Aufsichtsinstitutionen, den normgebenden Gremien und dem FSB geregelt werden. Dies wird dadurch erschwert, dass es unterschiedliche Arten von systemrelevanten Finanzinstituten gibt. So müssten etwa die Bilanzrisiken eines systemrelevanten Versicherungsunternehmens anders behandelt werden als diejenigen einer systemrelevanten Bank.

Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit von systemrelevanten Finanzinstituten verringert die negativen externen Effekte, die diese für das Finanzsystem als Ganzes schaffen. Darüber hinaus gilt es, Liquidierungsverfahren für systemrelevante Finanzinstitute zu entwickeln, um sicherzustellen, dass sie in geordneter Weise abgewickelt werden können. Die Gestaltung der entsprechenden rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen schreitet voran. Ziel ist, dass gescheiterte Institute mit möglichst geringen Störungen für das übrige Finanzsystem verwaltet und liquidiert werden können.

Wichtig für ein stabileres Finanzsystem ist zudem die Ausdehnung des Aufsichtsbereichs über die herkömmlichen Finanzinstitute hinaus, um auch Schattenbanken zu erfassen – Akteure, die außerhalb des gegenwärtig regulierten Bankensystems Fristen- oder Liquiditätstransformation betreiben. Schattenbanken haben das Potenzial, erhebliche Systemrisiken zu verursachen, weil sie in hohem Maße fremdfinanziert sind und Fristentransformationen für hohe Beträge vornehmen können, dabei aber eng mit Geschäftsbanken verbunden sind. All dies können Schattenbanken, wie ihr Name andeutet, mit Methoden tun, die nicht unbedingt als völlig transparent zu bezeichnen sind.

Banken – oftmals solche, die systemrelevant sind – erwirtschaften in der Regel hohe Gewinne durch die Finanzierung von Schattenbankenaktivitäten, in denen sie umfangreiche direkte und indirekte Engagements haben, wie z.B. Backup-Kreditfazilitäten und verschiedene Kreditverbesserungen. Durch genau diese Verbindungen zwischen dem regulären Bankensystem und den Schattenbanken, einschließlich expliziter oder impliziter Garantien für Verbindlichkeiten von Schattenbanken, entstehen einige der gefährlichsten Risiken für die Finanzstabilität. Im Vergleich dazu verursachen Investment- und Hedge-Fonds trotz der enormen Beträge, mit denen sie operieren, ein geringeres Systemrisiko, da der Grad der Fremdfinanzierung in der Regel geringer ist und sie weniger eng mit Banken verbunden sind.

Nun, da die Entwicklung der neuen globalen Standards abgeschlossen wird, kommt es darauf an, dass sie auf nationaler Ebene termingerecht und weltweit konsistent in Rechts- und Regulierungsvorschriften umgesetzt werden. Jeder Versuch, Beschlüsse hinauszuzögern oder Vereinbarungen zu verwässern, wird die Finanzstabilität gefährden.

Doch selbst nach ihrer Umsetzung werden die neuen Regeln als solche nicht ausreichen. Ihre strikte Durchsetzung durch die Aufsichtsinstanzen sowohl innerhalb nationaler Grenzen als auch darüber hinweg wird entscheidend dafür sein, dass die neuen Regeln auch eingehalten werden.

Messung und Beobachtung von Gefahren

Die Krise hat offenbart, dass sich die Risiken für die Finanzstabilität bislang nur unzureichend messen lassen. Wie in Kapitel VI dargelegt wird, benötigen Regulierungsgremien wie auch Aufsichtsinstanzen bessere Daten, um die Messung und Beobachtung von Systemrisiken zu optimieren. Diese Daten zu gewinnen stellt eine große analytische Herausforderung dar.

Die derzeit verfügbaren Daten sind sowohl auf Instituts- als auch auf Marktebene sehr lückenhaft. Die Institutsdaten, die Regulierungs- und Auf-

sichtsinstanzen zur Verfügung stehen, sind weder ausreichend detailliert noch genügend konsistent. Marktdaten sind zwar verfügbar, aber für das Risikomanagement nicht wirklich geeignet: Sie zeigen Anspannungen im Finanzsystem erst dann an, wenn der Schock bereits eingetreten ist.

Diese Datenlücken müssen so rasch wie möglich geschlossen werden. Ressourcenbeschränkungen, kombiniert mit Datenschutzbedenken und rechtlichen Hürden, machen es notwendig, Prioritäten zu setzen: Was ist realistisch machbar, und was sollte oberste Priorität haben? Wie in Kapitel VI dargelegt, sollten Verbesserungen in zwei Bereichen vorrangig sein: bei Daten auf Institutsebene und bei standardisierten Datensätzen über aggregierte Größen. Die erste Priorität erfordert ein internationales Konzept, das den Aufsichtsinstanzen vollständigen Einblick in die Bilanzpositionen der größten Finanzinstitute und ihre jeweiligen Verflechtungen ermöglicht. Ansonsten werden die Aufsichtsinstanzen nicht in der Lage sein, Positionen bankenübergreifend zu analysieren und Schwachstellen auf Systemebene festzustellen. Des Weiteren müssen diese Daten international verbreitet werden, um eine angemessene Analyse globaler Systemrisiken zu ermöglichen.

Die zweite Priorität betrifft die Aktualisierung der Datensätze im Rahmen der gängigen aggregierten Finanzstatistiken – z.B. der Finanzierungsrechnungen, der Zahlungsbilanzstatistiken und der Daten von Handelsplattformen –, um die bedeutenden Veränderungen des finanziellen Umfelds während der letzten Jahrzehnte abzubilden. Mit aktualisierten Aggregaten könnten Schwachstellen des Finanzsystems nicht nur im Bankensektor, sondern auch im Nichtbankensektor leichter beobachtet werden. Indem sie Probleme auf Sektorebene abbilden, könnten aktualisierte Aggregate eine Grundlage bilden, um in den Institutsdaten Anspannungen zu identifizieren.

Das Finanzsystem wird sich weiterentwickeln, nicht zuletzt aufgrund von geschäftlichen Anforderungen, Innovationen und Bemühungen der Finanzinstitute, kostspielige Regulierungsbestimmungen zu umgehen. Angesichts dieser Realität können Transaktionsdaten, die über Statistikplattformen mit dynamischen Abfragemöglichkeiten und Handelsplattformen zugänglich sind, Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen dabei helfen, Märkte oder Aktivitäten auszumachen, deren Entwicklung sie mehr Aufmerksamkeit widmen sollten.

Zusammenfassung

Die Weltwirtschaft ist nach Anlaufschwierigkeiten und Rückschlägen im vergangenen Jahr nun auf dem Weg zu gesundem, stabilem und selbsttragendem Wachstum. Ungeachtet dieser guten Nachricht bleibt noch einiges zu tun.

Schon ehe die Finanzkrise massive Stimulierungsmaßnahmen erforderlich machte, hatten die öffentlichen Haushalte vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften einen nicht tragfähigen Pfad eingeschlagen. Die fiskalpolitischen Instanzen müssen rasch und entschlossen handeln, ehe die nächste Katastrophe kommt. Konkret sind die strukturellen Ungleichgewichte zu beheben, die eine der unzähligen Ursachen der Krise, aber auch ein gefährlicher Teil ihrer Hinterlassenschaft sind. In den Ländern, die im Zentrum der Krise

standen, gehört zu diesen Ungleichgewichten die anhaltende Verschuldung des Privatsektors (von privaten Haushalten ebenso wie von Finanz- und sonstigen Unternehmen); sie muss wieder deutlich unter das Niveau gesenkt werden, auf dem sie Mitte des letzten Jahrzehnts stand. Strukturelle Anpassung bedeutet für diese Länder auch, das Modell des schuldenfinanzierten Wachstums aufzugeben. Nur so kann die Weltwirtschaft wieder ins Gleichgewicht kommen.

Die Weltwirtschaft leidet erneut unter hohen und anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichten, während immense Bruttokapitalströme, die durch das System fließen, die Risiken für die Finanzstabilität verstärken. Deshalb sind internationale Zusammenarbeit und Koordination besonders nötig, um folgenschwere ungeordnete Korrekturen zu verhindern. Doch selbst ohne eine solche Koordination können die Defizitländer das Sparen und die Überschussländer den Konsum fördern, und dies sollten sie auch tun. Alle müssen zunächst im eigenen Land die Dinge ins Lot bringen.

Auch die Zentralbanken sehen sich schwierigen Aufgaben gegenüber. Sie sind mit Verzerrungen konfrontiert, die durch einen jahrelang außergewöhnlich lockeren geldpolitischen Kurs verstärkt worden sind. Die größte Herausforderung ist das steigende Risiko für die Preisstabilität. Die Produktionslücken schließen sich, die Rohstoffpreise steigen rasant, und weltweit nimmt die Inflation zu. In den aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Gefahren besonders akut, doch sie betreffen auch die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Bei der Regulierung des Finanzsektors, wo bereits mehrere wichtige Reformen vereinbart wurden, sind ebenfalls noch Herausforderungen zu bewältigen. Systemrelevante Finanzinstitute müssen widerstandsfähiger gemacht werden. Es braucht Liquidierungsverfahren, um den Ausfall selbst größter Finanzinstitute zu bewältigen. Und der regulatorische Rahmen der Zukunft muss so beschaffen sein, dass jeder Akteur, der sich wie eine Bank verhält, auch wie eine Bank behandelt wird – unabhängig von der jeweiligen Rechtsform.

Schließlich hat die Krise große Lücken bei den Daten sichtbar gemacht, mit denen finanzielle Schwachstellen und Systemrisiken gemessen werden. Auf kurze Sicht gilt es, diejenigen dieser Lücken zu identifizieren, die sich am raschesten schließen lassen – und dies dann auch zu tun.