

IV. Geldpolitische Herausforderungen stehen bevor

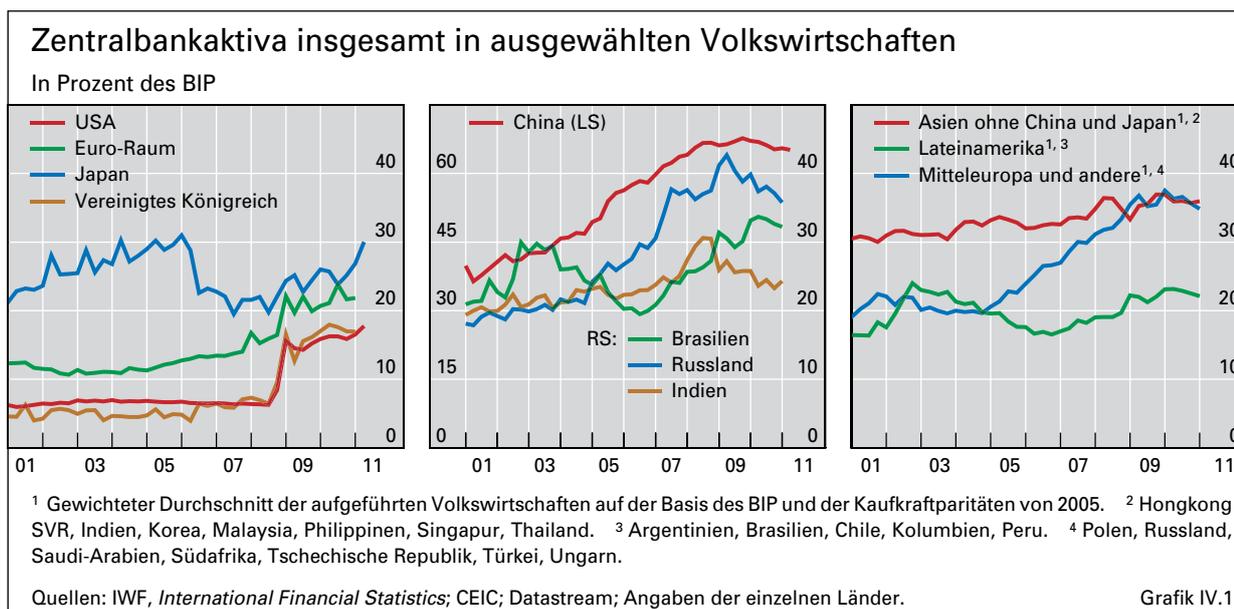
Nach einer längeren Phase akkommodierender Geldpolitik sehen sich die Zentralbanken nun erheblichen Herausforderungen gegenüber. Mit kräftig steigenden Rohstoffpreisen und einer wirtschaftlichen Erholung, die sich der Kapazitätsgrenze nähert, nimmt der Inflationsdruck weltweit rasch zu. Diese erhöhten Aufwärtsrisiken erfordern im Prinzip höhere Leitzinsen. In einigen Ländern muss eine Anhebung der Leitzinsen jedoch noch gegen Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum abgewogen werden – konkret gegen die Risiken im Zusammenhang mit den anhaltenden Bilanzanpassungen im privaten und im öffentlichen Sektor sowie der andauernden Fragilität des Finanzsystems.

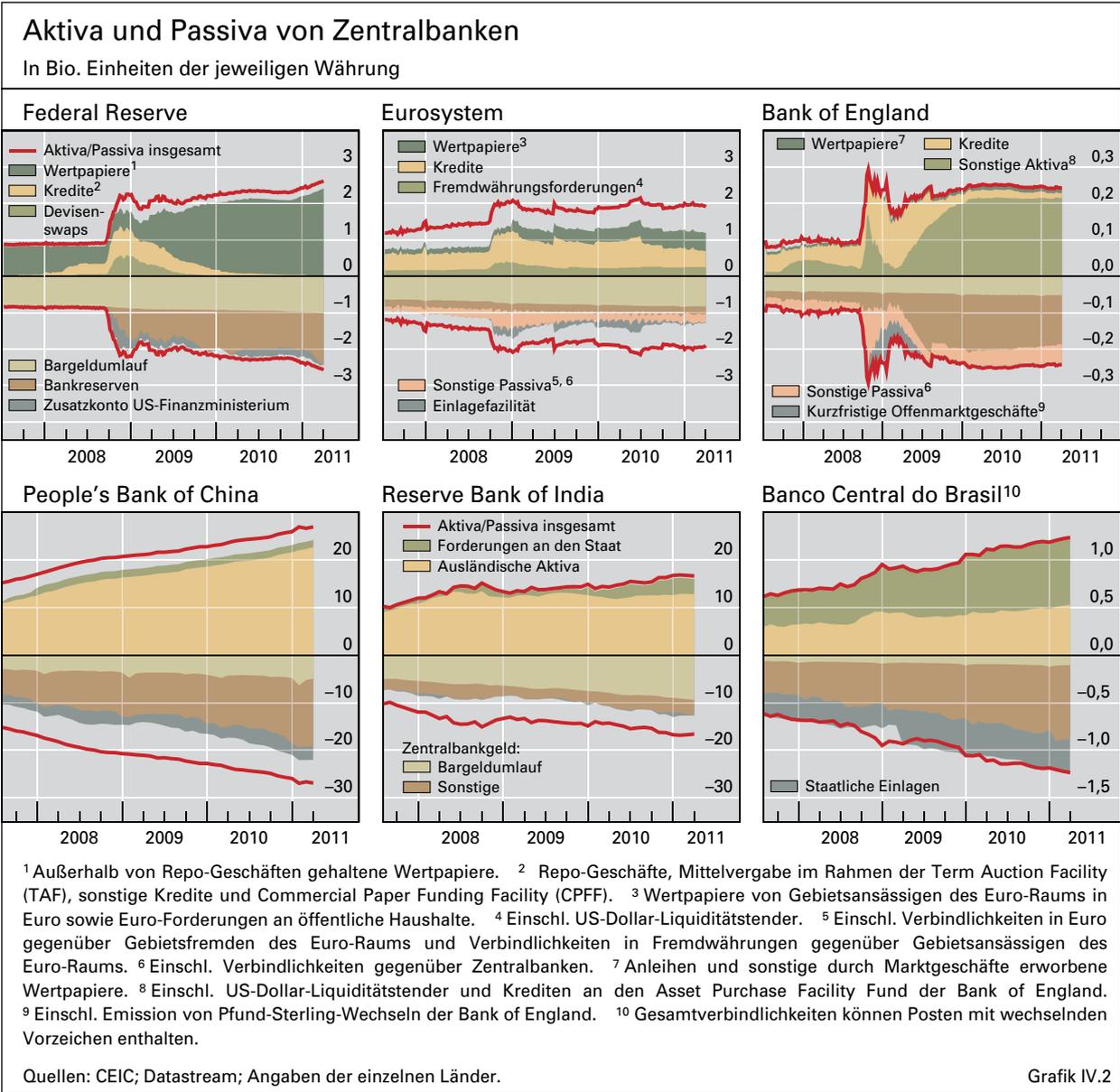
Die Geldpolitik wird durch die beispiellose Expansion der Zentralbankbilanzen, vor allem während der letzten Jahre, zusätzlich erschwert. Dieses Kapitel geht zunächst auf den Umfang und die Komplexität der gegenwärtigen Zentralbankbilanzen ein und beleuchtet mögliche Implikationen. Anschließend werden die Risiken für die Preisstabilität erörtert sowie andere Faktoren, die eine Normalisierung der weltweiten geldpolitischen Ausrichtung erforderlich machen.

Herausforderungen durch Ausweitung von Zentralbankbilanzen

Ausweitung der Zentralbankbilanzen mit unterschiedlichen Ursachen:

In den letzten zehn Jahren haben sich die Bilanzen vieler Zentralbanken in bisher nicht gekanntem Maße ausgeweitet (Grafik IV.1). So haben die Federal Reserve und die Bank of England im Kampf gegen die internationale Finanzkrise ihre Bilanzsumme stark erhöht, nämlich jeweils von 8% auf knapp 20%





des BIP, während die Bilanzsumme des Eurosystems von 13% auf gut 20% des Euro-Raum-BIP gestiegen ist. Die Bilanz der Bank of Japan hat sich auf 30% des BIP ausgeweitet, vor allem mit der quantitativen Lockerung zu Beginn der 2000er Jahre. Im März dieses Jahres expandierte die Bilanz der japanischen Zentralbank weiter, als diese zusätzliche Liquiditätsspritzen gewährte, um die wirtschaftlichen und finanziellen Folgen des Erdbebens einzugrenzen.

Die Zentralbanken der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere die Federal Reserve und die Bank of England, lockerten die monetären Bedingungen im Verlauf der Krise erheblich. Sie senkten zunächst die Leitzinsen und ergriffen anschließend geldpolitische Sondermaßnahmen, die sich in massiven Bilanzausweitungen niederschlugen (Grafik IV.2 oben). Hierzu zählten umfangreiche Ankäufe privater und staatlicher Wertpapiere, bestimmte neue Kreditfazitaten und die Gewährung von Darlehen im Zusammenhang mit Rettungsmaßnahmen für Finanzinstitute. Darüber hinaus weiteten zahlreiche Zentralbanken den Kreis der zu ihren geldpolitischen Geschäften

– in fortgeschrittenen Volkswirtschaften Reaktion auf Krise

zugelassenen Geschäftspartner aus und boten zusätzliche Geschäfte mit längeren Laufzeiten an. Auch in den von der Krise weniger stark betroffenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, z.B. Australien und Kanada, weiteten die Zentralbanken ihre Bilanzen aus, als die Turbulenzen auf ihre nationalen Finanzsysteme übergriffen, wenngleich in deutlich geringerem Umfang.

– in aufstrebenden Volkswirtschaften
Aufbau von Währungsreserven

In den aufstrebenden Volkswirtschaften expandierten die Bilanzen der Zentralbanken im vergangenen Jahrzehnt in gemäßigerem Tempo. Diese Expansion spiegelte im Gefolge der Asienkrise Ende der 1990er Jahre vornehmlich eine anhaltende Akkumulation von Währungsreserven wider, die einerseits dem Aufbau eines Reservepolsters diene und andererseits ein Nebenprodukt von Maßnahmen zur Abwehr einer Wechselkursaufwertung war (Grafik IV.2 unten). Währungsreserven tragen zum Abbau von Wechselkursvolatilität bei – vor allem in Volkswirtschaften, an deren Finanzmärkten Fremdwährungsengagements nicht entsprechend abgesichert werden können. Darüber hinaus können sie das Rating von Staatsanleihen stützen und das Wachstum der Märkte für Schuldtitel in der jeweiligen Landeswährung begünstigen, was dazu beiträgt, die Kreditkosten zu senken und die Finanzmärkte zu vertiefen.

Implikationen der Ausweitung von Zentralbankbilanzen

Aufgeblähte Bilanzen verursachen Finanzrisiken für Zentralbanken ...

Über die Bilanzpolitik der Zentralbanken wurde die Weltwirtschaft in einer außerordentlich schweren Krise unterstützt. Allerdings sind die Bilanzen der Zentralbanken nun größeren Risiken ausgesetzt, die finanzielle Verluste nach sich ziehen können: Zinsänderungsrisiken, Wechselkursrisiken sowie Kreditrisiken. Steigende langfristige Zinssätze können beim Verkauf von Anleihen aus den Portfolios zu Verlusten führen bzw. auch schon zu potenziellen Verlusten, wenn zu Marktpreisen bilanziert wird. Vor allem Zentralbanken, die umfangreiche Fremdwährungsanlagen halten, sind erheblichen Wechselkursrisiken ausgesetzt: Hier hätte eine starke Aufwertung der inländischen Währung Verluste bei den Währungsreserven zur Folge. Während der internationalen Finanzkrise ist auch das Kreditrisiko gestiegen, da die Zentralbanken Aktiva mit niedrigerem Rating (z.B. Asset-backed-Securities) angekauft oder als Sicherheiten für Kredite akzeptiert haben.

Verluste können auch durch Diskrepanzen zwischen Refinanzierungskosten und Anlageerträgen entstehen. Zentralbanken, die die Reserveguthaben der Geschäftsbanken verzinsen oder Zentralbanktitel ausgeben, um Liquidität vom Markt abzuschöpfen, müssen dafür möglicherweise mehr an Zinsen zahlen, als sie selbst erwirtschaften. In den aufstrebenden Volkswirtschaften reichen die Renditen der Auslandsaktiva in den Zentralbankbeständen häufig nicht zur Deckung der Kosten kurzfristiger Sterilisierungsanleihen aus; die dadurch entstehenden Haltekosten können in Volkswirtschaften mit niedrigem Kreditrating erheblich sein.¹

Sollten den Zentralbanken durch die während der Krise ergriffenen unkonventionellen Maßnahmen andauernde Bilanzverluste entstehen, könnten

¹ Siehe H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park und A. Persaud, „Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future“, *Geneva Reports on the World Economy*, Nr. 7, September 2005.

Kasten IV.A: Wechselwirkung zwischen staatlicher Schuldenverwaltung einerseits und monetären Bedingungen und Finanzstabilität andererseits

Die globale Finanzkrise hat das Umfeld, in dem Zentralbanken und staatliche Schuldenverwalter agieren, drastisch verändert. Während der Krise sahen sich die Schuldenverwaltungen vielfach mit einem plötzlichen und erheblichen zusätzlichen Finanzierungsbedarf konfrontiert. Gleichzeitig stellten die Zentralbanken außerordentliche Liquiditätshilfen zur Verfügung; im weiteren Verlauf der Krise kauften einige Zentralbanken zudem im Rahmen geldpolitischer Sondermaßnahmen staatliche Schuldtitel an.

Grundsätzlich sind Schuldenverwalter bemüht, die mittel- bis langfristig erwarteten Kosten der Staatsfinanzierung unter Beachtung entsprechender Risikoüberlegungen zu minimieren. Während und nach der Krise wurden in den einzelnen Ländern unterschiedliche schuldenpolitische Strategien gewählt. Einige staatliche Emittenten mit erstklassigem Rating beispielsweise legten neue Schuldtitel mit kürzeren Laufzeiten auf, um ihren Finanzierungsbedarf unter schwierigen Marktbedingungen zu decken. Andere Staaten wiederum entschieden sich trotz der angespannten Marktlage gegen entsprechende Schritte.

Solche Laufzeitanpassungen wie auch andere Maßnahmen der staatlichen Schuldenverwaltung, z.B. in Bezug auf Indexierungen oder Emissionsverfahren, können für Zentralbanken von Bedeutung sein. Kürzere Laufzeiten einzelner Emissionen etwa können bei sonst gleichen Bedingungen häufigere Anschlussfinanzierungen zur Folge haben und so die Liquiditätsbedingungen an den Geldmärkten beeinflussen. Allgemeiner betrachtet spielt die staatliche Schuldenverwaltungspolitik insofern eine Rolle für die Geldpolitik, als einerseits die Entscheidungen beider Institutionen die Geld- und Staatsanleihemärkte beeinflussen und andererseits die Renditen von Staatsanleihen als Benchmark für die Verzinsung anderer Arten von Schuldtiteln dienen. Dies gilt ganz besonders in der gegenwärtigen Lage, die von einer verstärkten Segmentierung der Finanzmärkte, einer deutlich regeren staatlichen Emissionstätigkeit und Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen geprägt ist.

Durch die möglichen Wechselwirkungen der staatlichen Schuldenverwaltung und der Geldpolitik können sich Maßnahmen jeweils gegenseitig verstärken, sie können aber auch miteinander in Konflikt geraten. Beispielsweise haben einige Zentralbanken im Rahmen ihrer geldpolitischen Sondermaßnahmen umfangreiche Transaktionen mit Staatsanleihen getätigt; diese Geschäfte könnten so aufgefasst werden, dass sie der Finanzierung fiskalpolitischer Initiativen dienen und daher die Unabhängigkeit der Zentralbanken untergraben. Umgekehrt könnten Strategien der staatlichen Schuldenverwaltung, mit denen die Laufzeitenstruktur oder die Risikomerkmale der ausstehenden Staatsschuld verändert werden, die Finanzstabilität oder das Durchwirken geldpolitischer Maßnahmen auf die monetären Bedingungen beeinflussen. Eine verstärkte Emission langfristiger Schuldtitel etwa könnte die Zinseffekte abschwächen, die von Käufen solcher Titel durch Zentralbanken ausgehen – vorausgesetzt, die Zinseffekte resultieren hauptsächlich aus der Angebotssituation langfristiger Schuldtitel am Markt.^⑥

Mit diesen Fragestellungen und ihren Implikationen für Zentralbanken beschäftigt sich auch ein aktueller Bericht des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS).^⑦ In den meisten Ländern scheinen die Operationen der staatlichen Schuldenverwaltung die Fähigkeit der Zentralbanken, über großvolumige Ankäufe von Vermögenswerten die monetären Bedingungen zu lockern, nicht beeinträchtigt zu haben. Dies spiegelt u.a. die Glaubwürdigkeit der bestehenden Unabhängigkeitsregelungen wider und zeugt zudem davon, dass die unterschiedlichen Zielsetzungen und Planungshorizonte der jeweiligen Institutionen erfolgreich kommuniziert wurden. In der Regel ist die staatliche Schuldenverwaltung bestrebt, die Emission staatlicher Schuldtitel konstant und vorhersehbar zu gestalten, um die Volatilität für die Anleger möglichst gering zu halten. Zentralbanken dagegen müssen schnell auf neue Informationen reagieren, die für die Inflations- und Konjunkturaussichten relevant sind.

In Ländern, in denen Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bestehen, sowie in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich vor der Krise getroffene schuldenpolitische Entscheidungen (z.B. über Laufzeiten oder Auslandsbeteiligungen) auf die Dynamik der Krise und somit auf die Finanzstabilität ausgewirkt. Diese Erfahrungen lehren, dass eine solide staatliche Schuldenverwaltung dazu beitragen kann, die Volatilität des Finanzsystems zu verringern, indem sie Laufzeiten streut, konzentrierte Platzierungen vermeidet und eine stabile, diversifizierte Anlegerbasis aufbaut – all dies unterstützt die Erholung von der Krise.

Im gegenwärtigen Umfeld und überall dort, wo sich die Finanzsysteme noch im Aufbau befinden, wird die staatliche Schuldenverwaltung davon profitieren, Kosten und Risiken umfassend zu berücksichtigen. Für die Geldpolitik ihrerseits ist es wichtig, die staatliche Schuldenverwaltung mitzuverfolgen.

Die jüngsten Erfahrungen bestätigen, dass die mittelfristige Schuldenstrategie hinsichtlich Fälligkeitsstruktur und Risikomerkmale der ausstehenden Staatsschuld sehr wohl eine Rolle spielt – insbesondere im Hinblick auf die Finanzstabilität. Dies unterstreicht die Bedeutung einer engen Koordination zwischen Geldpolitik und Schuldenverwaltungspolitik. Die Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht der jeweiligen Institutionen muss dabei jedoch auf der Grundlage klarer, eindeutiger Mandate gewahrt bleiben.

© Siehe P. Turner, „Fiscal dominance and the long-term interest rate“, *LSE Financial Markets Group Special Paper*, Nr. 199, Mai 2011, und BIZ, 79. *Jahresbericht*, Juni 2009, Kapitel VI. © CGFS, „Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability: lessons and implications for central banks“, *CGFS Papers*, Nr. 42, Mai 2011.

sie politökonomischem Druck ausgesetzt werden.² Mit Blick auf den Erwerb privatwirtschaftlicher Vermögenswerte – in einigen Fällen wurden Unternehmensanleihen aufgekauft – könnte Zentralbanken vorgeworfen werden, bestimmten Wirtschaftssektoren den Vorzug vor anderen zu geben. Ähnlich könnte ihnen bei Rettungsmaßnahmen vorgeworfen werden, einzelne Finanzinstitute bevorzugt zu behandeln, selbst wenn die ergriffenen Maßnahmen ausschließlich darauf abzielen, das Finanzsystem insgesamt vor dem Kollaps zu bewahren. Darüber hinaus können großvolumige Anleiheankaufprogramme durch die Zentralbank den Zielen der staatlichen Schuldenverwaltung entgegenlaufen, wenn sie nicht ausreichend koordiniert erfolgen. Tatsächlich sind immer engere Verflechtungen zwischen der staatlichen Schuldenverwaltung, der Geldpolitik und der Finanzstabilität erkennbar (Kasten IV.A).

Diese Risiken sprechen dafür, die gegenwärtigen hohen Bilanzvolumina der Zentralbanken wieder zu verringern. Es wäre jedoch gefährlich, die Bilanzen zu schnell oder unüberlegt zu verkleinern. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften wird eine kurzfristige Rückführung der Bilanzsummen dadurch erschwert, dass Realwirtschaft und Finanzsektor nach wie vor fragil sind und die Rückführung der beispiellosen Sondermaßnahmen zwangsläufig mit Unsicherheit behaftet ist. In den aufstrebenden Volkswirtschaften steht zu befürchten, dass eine wesentliche Verkleinerung der Zentralbankbilanzen durch Verkäufe von Fremdwährungsaktiva einen Aufwärtsdruck auf die Wechselkurse zur Folge haben und destabilisierende Kapitalströme auslösen könnte. Ungeachtet dieser Vorbehalte werden die Zentralbanken bestrebt sein, die längerfristigen Kosten dauerhaft aufgeblähter Bilanzen zu vermeiden.

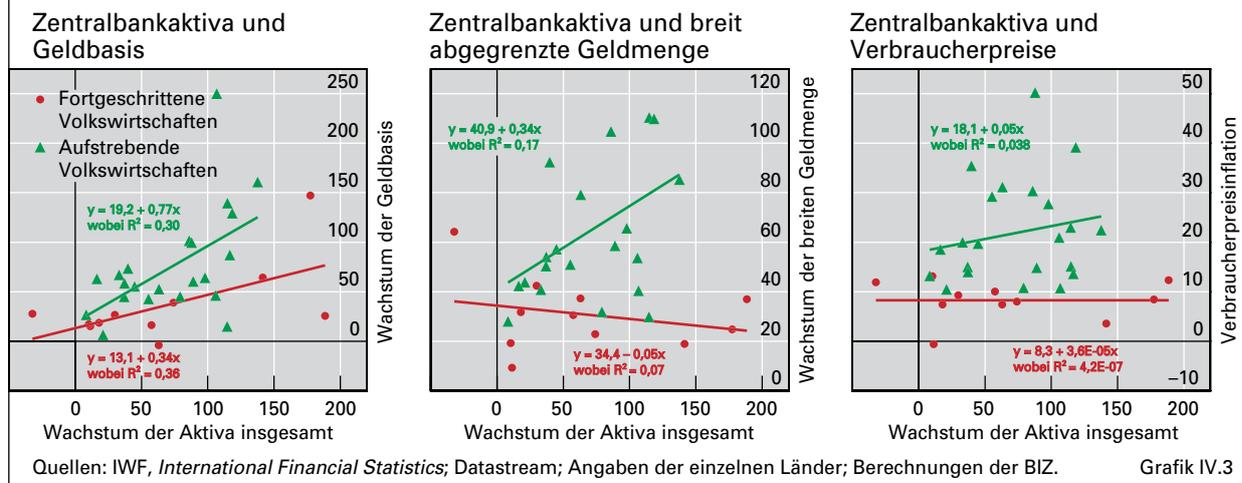
Für die Sorge der Monetaristen, dass eine Expansion der Zentralbankbilanzen Inflation auslösen könnte, gibt es jedoch erfreulicherweise kaum empirische Belege. Sowohl für fortgeschrittene als auch für aufstrebende Volkswirtschaften bestand seit 2007 nur eine schwache Beziehung zwischen expandierenden Zentralbankbilanzen und einem Anstieg der Geldbasis (Grafik IV.3 links). Die Korrelation zwischen der Expansion von Zentralbankbilanzen und dem Wachstum der breit abgegrenzten Geldmenge war noch schwächer, in fortgeschrittenen Volkswirtschaften sogar leicht negativ (Grafik IV.3 Mitte). Hierin zeigt sich eine Instabilität des Geldmultiplikators (Quotient aus breit abgegrenzter Geldmenge und Geldbasis) für den betrachteten Zeitraum. Ebenso ist die Korrelation zwischen einer Veränderung der Zentralbankaktiva

² Siehe C. Borio und P. Disyatat, „Unconventional monetary policies: an appraisal“, *BIS Working Papers*, Nr. 292, November 2009, und P. Stella, „Minimising monetary policy“, *BIS Working Papers*, Nr. 330, November 2010.

... und müssen daher letztlich normalisiert werden

Zentralbankaktiva, Geldmengenaggregate und Verbraucherpreise

Wachstum im Zeitraum 2007–10; Prozent



und der Verbraucherpreisinflation nahezu null (Grafik IV.3 rechts). Insgesamt stellen aufgeblähte Zentralbankbilanzen also offenbar kein direktes Inflationsrisiko dar.

Normalisierung der Leitzinsen

In zahlreichen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften ist es bereits zu ersten leichten Leitzinserhöhungen gekommen (Grafik IV.4 links). Selbst in einigen der Länder, die von der internationalen Finanzkrise am stärksten betroffen waren, preisen die Märkte inzwischen Leitzinserhöhungen ein, und zwar sowohl auf kurze Sicht als auch für die nächsten Jahre (Grafik IV.5). Gleichwohl wird nur eine mäßige Straffung des geldpolitischen Kurses erwartet. Die realen Leitzinsen sind im vergangenen Jahr außergewöhnlich niedrig geblieben, und in vielen Ländern sind sie weiterhin negativ (Grafik IV.4 rechts).

Erste
Leitzinsanhebungen

Der künftige Inflationspfad dürfte maßgeblich von zwei miteinander verknüpften Faktoren bestimmt werden: i) den Rohstoffpreisen und ii) dem Ausmaß der globalen Kapazitätsreserven.

Inflationsrisiken durch höhere Rohstoffpreise

Das Tempo der geldpolitischen Straffung wird durch die Aufwärtsrisiken für die Inflation beeinflusst werden, die sich aus den höheren Preisen für Rohstoffe, insbesondere Nahrungsmittel und Energie, ergeben. Die Verbraucherpreisinflation hat in vielen Ländern bereits deutlich angezogen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war der Anstieg besonders gravierend; dort machen Nahrungsmittel einen großen Anteil am Warenkorb aus (rund 25%, verglichen mit knapp 15% in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften).

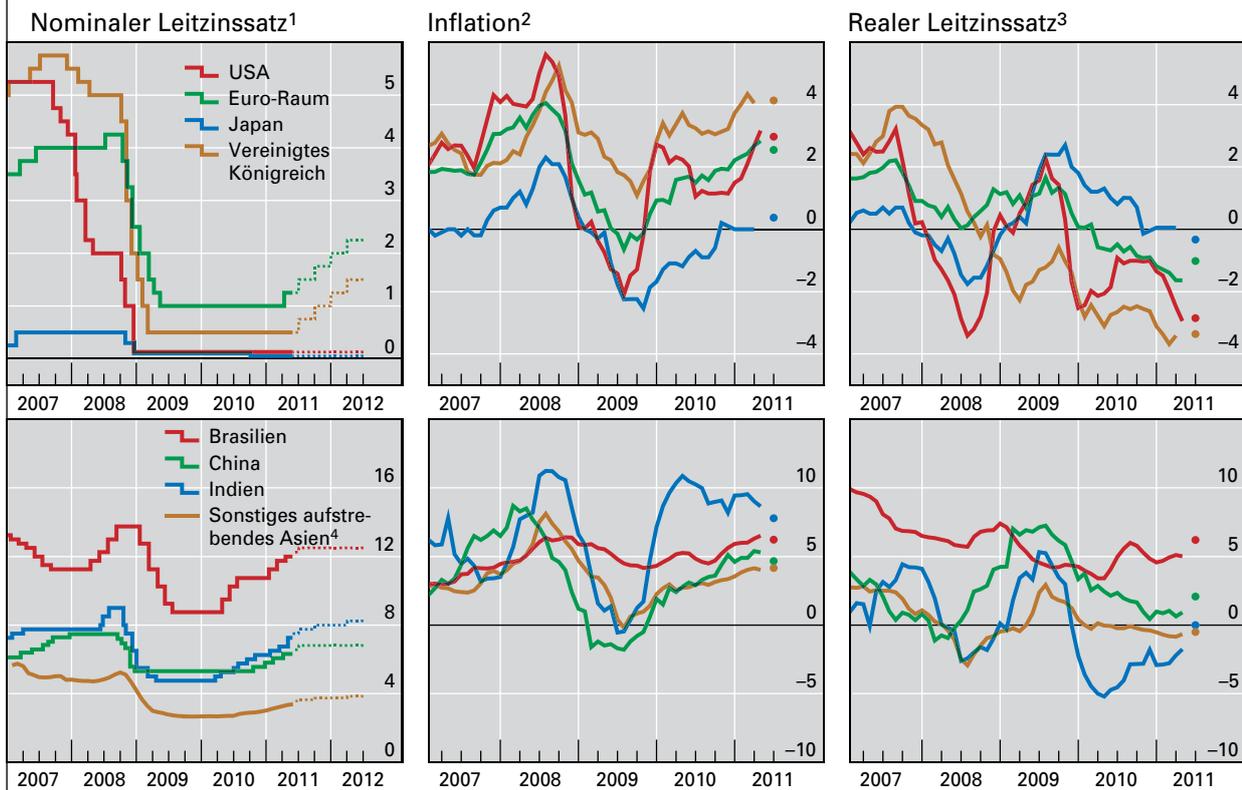
Steigende
Inflation ...

Die kräftige Erhöhung der Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise hängt eng mit der Stärke des globalen Konjunkturaufschwungs zusammen, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Verschärft wird der Preisdruck noch durch angebotsseitige Störungen. So haben ungünstige Wetterverhältnisse,

... angefacht durch
Anstieg der
Rohstoffpreise

Leitzinssätze und Inflation

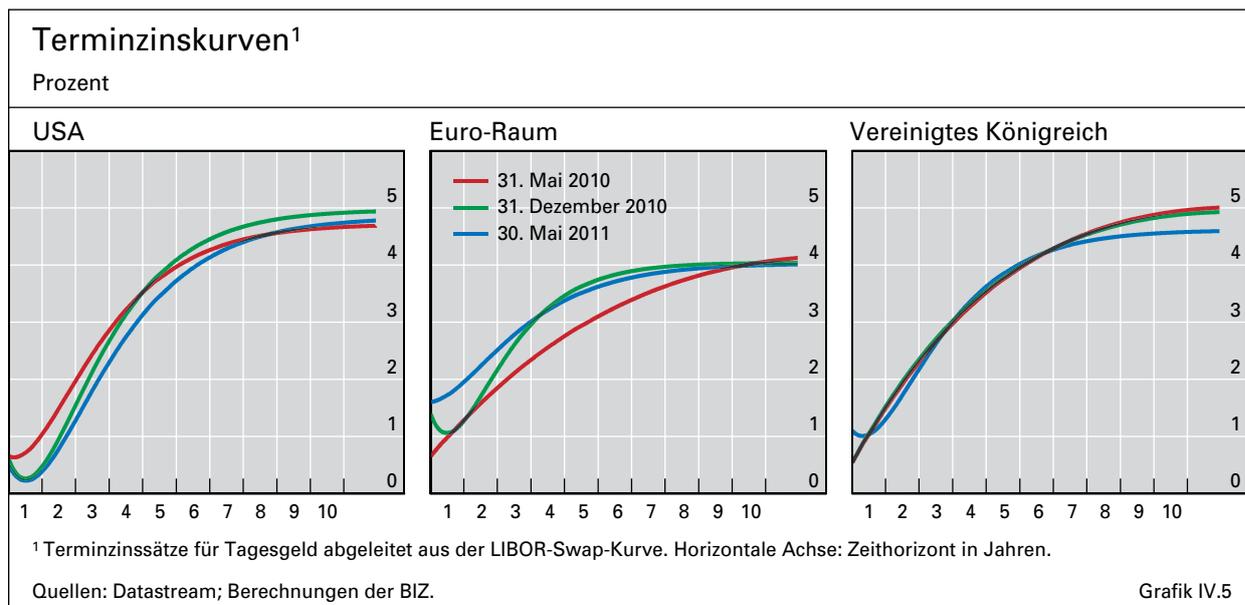
Prozent



¹ USA: Tagesgeldzielsatz bzw. ab Mitte Dezember 2008 mittlerer Wert des Zielbands (0–0,25%); Euro-Raum: Mindestbietungssatz bzw. nach Oktober 2008 Festzins der Hauptrefinanzierungsgeschäfte; Japan: Zielsatz für unbesichertes Tagesgeld bzw. ab Oktober 2009 mittlerer Wert des Zielbands (0–0,1%); Vereinigtes Königreich: Bank-Rate; Brasilien: SELIC-Tagesgeldzielsatz; China: Benchmark-Satz für einjährige Kredite; Indien: Repo-Satz. Gepunktete Linien: Erwartungen für den Leitzins im Juni 2011, September 2011, Dezember 2011, März 2012 und Juni 2012 gemäß Prognosen von JPMorgan Chase am 21. Mai 2011. ² Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber Vorjahr. Inflationsprojektionen (Punkte) basierend auf den Inflationserwartungen von Consensus Economics. ³ Nominaler Leitzins abzüglich des jährlichen Verbraucherpreisanstiegs. Projektionen (Punkte) basierend auf den Prognosen von JPMorgan Chase und Consensus Economics. ⁴ Gewichteter Durchschnitt von Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005.

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik IV.4

darunter Überschwemmungen in Pakistan und Australien sowie Dürren in China und Russland, zu der Verteuerung von Nahrungsmitteln beigetragen. Die Energiepreise werden durch geopolitische Bedenken und Angebotsstörungen in Nordafrika und im Nahen Osten zusätzlich nach oben getrieben. Diese negativen angebotsseitigen Effekte dürften jedoch nachlassen, wenn sich die Wetterverhältnisse normalisieren und sich die politische Lage in den energieproduzierenden Ländern stabilisiert. Dennoch könnten die Verhältnisse an bestimmten Märkten weiterhin Wirkung zeigen. Durch die Bemühungen um einen Ausstieg aus der Atomkraft könnten beispielsweise die Preise für Kohle und Erdgas deutlichen Auftrieb erhalten. Kurzfristig scheinen auch finanzielle Faktoren die Rohstoffpreise beeinflusst zu haben (Kasten IV.B). Die Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise könnten jedenfalls auf erhöhtem Niveau verharren oder sogar weiter ansteigen, solange die Nachfrage nach Nahrungsmitteln und Rohstoffen aufgrund des robusten globalen Wirtschaftswachstums hoch bleibt.



Seit 2005 war die Inflation in den meisten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften wesentlich volatil als im Zeitraum von 2000 bis 2004. Verantwortlich dafür waren in erster Linie die Schwankungen der Energie- und Nahrungsmittelkomponenten der Verbraucherpreisindizes (Grafik IV.6 links).

Erhöhte Volatilität der Inflation ...

Der kräftige Anstieg der Rohstoffpreise hat Befürchtungen geschürt, dass es zu einem deutlichen Anstieg der Kerninflation durch Zweitrundeneffekte kommen könnte. In einigen großen aufstrebenden Volkswirtschaften ist ein zunehmender Lohndruck klar erkennbar (Grafik IV.6 rechts). Abnehmende Kapazitätsreserven und andauernde Inflation haben in diesen Ländern die Lohnforderungen nach oben getrieben. Hinzu kommt, dass steigende Lohnstückkosten in den aufstrebenden Volkswirtschaften aufgrund der globalen Lieferketten auch indirekt Druck auf die Kerninflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausüben. Tatsächlich könnten die Gewinnmargen geschrumpft sein, und sofern sich die Preismargen durch steigende Kosten weiter verringern, könnten sich die Unternehmen möglicherweise gezwungen sehen, höhere Inputpreise verstärkt auf die Kunden zu überwälzen. Dann könnte es in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften über die globalen Lieferketten auf indirektem Weg zu einem Anstieg der Kerninflation kommen – trotz einer moderaten Lohnentwicklung an den inländischen Arbeitsmärkten.

... und zunehmendes Risiko inflationärer Zweitrundeneffekte

Stand der konjunkturellen Erholung und Risiko einer Überhitzung

Ein zweiter wichtiger Faktor, der das Tempo der geldpolitischen Straffung beeinflusst, ist der Grad der Kapazitätsauslastung. Die Erholung hat im vergangenen Jahr an Breite gewonnen: In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat die Konjunktur an Dynamik zugelegt, und die aufstrebenden Volkswirtschaften entwickeln sich weiter robust. Laut Prognosen von Consensus Economics wird die Weltwirtschaft 2011 um 3,7% expandieren, wobei die fortgeschrittenen Volkswirtschaften schätzungsweise um 2,0% wachsen werden,

Globale Erholung hält an, ist aber weiterhin mit Risiken behaftet

Kasten IV.B: Rohstoffpreise und Finanzialisierung

Inwiefern haben Finanzinvestoren zum Anstieg der Rohstoffpreise und zu deren Volatilität beigetragen (Grafik IV.B links)? Rohstoffbezogene Finanzinstrumente wie Indexfonds und börsengehandelte Rohstofffonds haben in den letzten Jahren kräftig expandiert (Grafik IV.B rechts). Ein Hauptgrund dafür ist offenbar, dass institutionelle wie auch private Anleger um eine Diversifizierung ihrer Portfolios bemüht sind. Manche Investoren erhoffen sich wohl auch, durch Anlagen in Rohstoffderivaten vom rasanten Nachfragewachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu profitieren, ohne in die häufig engen lokalen Finanzmärkte investieren zu müssen. Ein weiterer Faktor ist das Streben nach Rendite im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld.

Die verstärkte Präsenz von Finanzinvestoren kann sich unterschiedlich auf die Rohstoffpreise auswirken.^① Einerseits könnten die Märkte an Tiefe und Liquidität gewinnen, was Absicherungsgeschäfte vereinfachen und die Preisvolatilität verringern dürfte. Andererseits könnte sich vor allem durch indexierte Anlagen die Korrelation zwischen Rohstoffen und anderen Aktiva – insbesondere Aktien – verstärken. Dies könnte insoweit einen Anstieg der Preisvolatilität zur Folge haben, als durch Absicherungsgeschäfte die Preisreagibilität der Rohstoffnachfrage gesenkt wird.

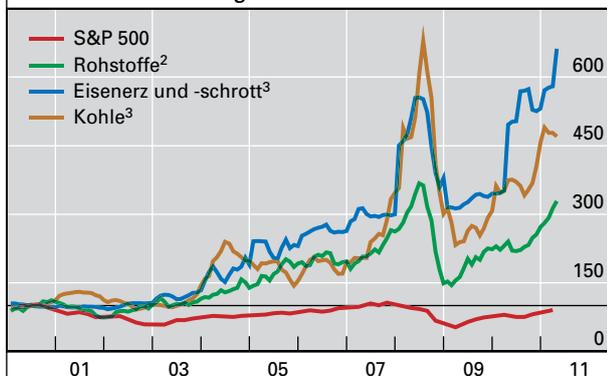
Aktuelle Untersuchungen stützen die Auffassung, dass die kurzfristige Preisdynamik an den Rohstoffmärkten von der Finanzialisierung beeinflusst wird.^② Dies scheint sowohl mit der äußerst sensiblen Reaktion von Finanzinvestoren auf Wirtschaftsnachrichten zusammenzuhängen als auch mit den großen Summen, die in rohstoffbezogene Anlagen investiert werden. Vor allem der kräftige Ölpreisanstieg bis Mitte 2008 bietet empirische Belege dafür, dass Finanzanlagen zu erheblichen Abweichungen der Preise von dem durch die fundamentalen Nachfrage- und Angebotsbedingungen jeweils implizierten Niveau geführt haben. Bei anderen Rohstoffen als Öl gibt es wenig Indizien, dass sich Finanzinvestitionen nennenswert auf die Preisentwicklung ausgewirkt hätten. Dass die Preise für Kohle und Eisenerz – die nicht in den gängigen Rohstoffindizes enthalten sind – ebenfalls angezogen haben, untermauert die Einschätzung, dass die Rohstoffpreise nach wie vor in erster Linie von der physischen Nachfrage und dem physischen Angebot bestimmt werden.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Entwicklung der Rohstoffpreise weiterhin von traditionellen Nachfrage- und Angebotsfaktoren beeinflusst wird. Gleichwohl gibt es verstärkt Anzeichen, dass die Preisbildung und -dynamik an den Märkten für Rohstoff-Futures zunehmend Entwicklungsmuster aufweist, die auch an traditionellen Märkten für finanzielle Vermögenswerte zu beobachten sind – z.B. Schwankungen der Risikoaversion der Anleger und Episoden von Herdenverhalten. Um mehr Aufschluss darüber zu erhalten, wie sich Finanzanlagen auf die Rohstoffpreise auswirken, sind weitere Untersuchungen erforderlich.

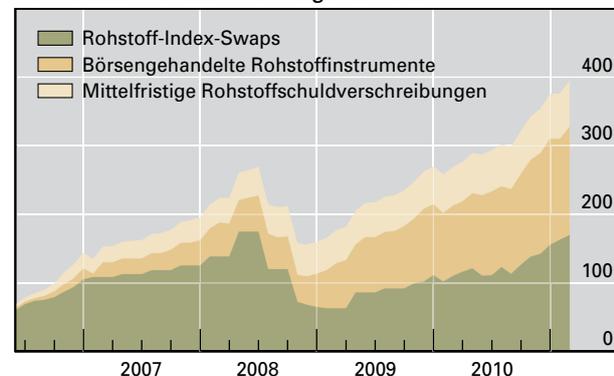
^① Siehe S. Irwin und D. Sanders, „Index funds, financialization and commodity futures markets“, *Applied Economic Perspectives and Policy*, 2011, S. 1–31, sowie K. Tang und W. Xiong, „Index investment and financialization of commodities“, *NBER Working Papers*, Nr. 16385, September 2010. ^② Für einen Überblick s. K. Singleton, „Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices“, *Stanford University Working Paper*, März 2011.

Finanzialisierung von Rohstoffen

Preise von Vermögenswerten¹



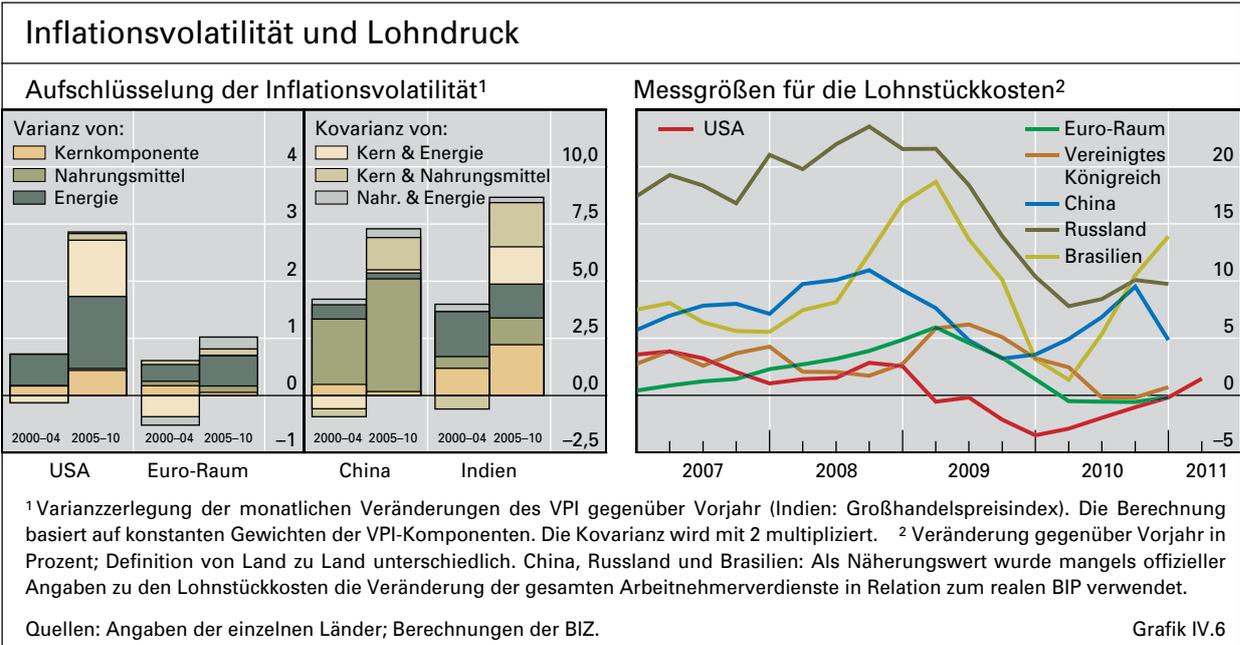
Verwaltete Rohstoffvermögenswerte⁴



¹ Durchschnitt 2000 = 100. ² Allgemeiner Rohstoffindex von Goldman Sachs. ³ HWWI-Index. ⁴ Daten von Barclays Capital; Mrd. US-Dollar.

Quellen: Barclays Capital; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.B



die aufstrebenden Volkswirtschaften um 6,1%. Die gesamtwirtschaftliche Aufhellung ist nicht zuletzt der Wirkung der außerordentlichen fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen zu verdanken, die in Reaktion auf die Finanzkrise ergriffen wurden. Seit dem vergangenen Jahr sind jedoch vermehrt Anzeichen erkennbar, dass selbsttragende konjunkturelle Kräfte im privaten Sektor verstärkt zur Erholung beitragen.

Die in manchen Ländern hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit wird häufig als Indiz für eine deutliche Unterauslastung der Arbeitsmärkte gewertet. Mit Blick auf die gesamte Volkswirtschaft weisen bestimmte Messgrößen der Produktionslücke (d.h. der Differenz zwischen tatsächlicher Produktion und Produktionspotenzial) auf umfangreiche freie Kapazitäten hin. Vor allem strukturelle Schätzungen der Produktionslücke, die auf Produktionsfunktionen und anderen strukturellen makroökonomischen Beziehungen basieren (z.B die Schätzung der OECD, dargestellt durch die Punkte in Grafik IV.7 rechts oben), zeigen gegenwärtig auf globaler Ebene eine große negative Produktionslücke an (d.h., die tatsächliche Produktion ist wesentlich niedriger als das Produktionspotenzial). Gemäß Projektionen dieser strukturellen Schätzungen dürfte sich diese Produktionslücke nur langsam schließen und daher den Preisdruck einige Zeit lang eindämmen.³

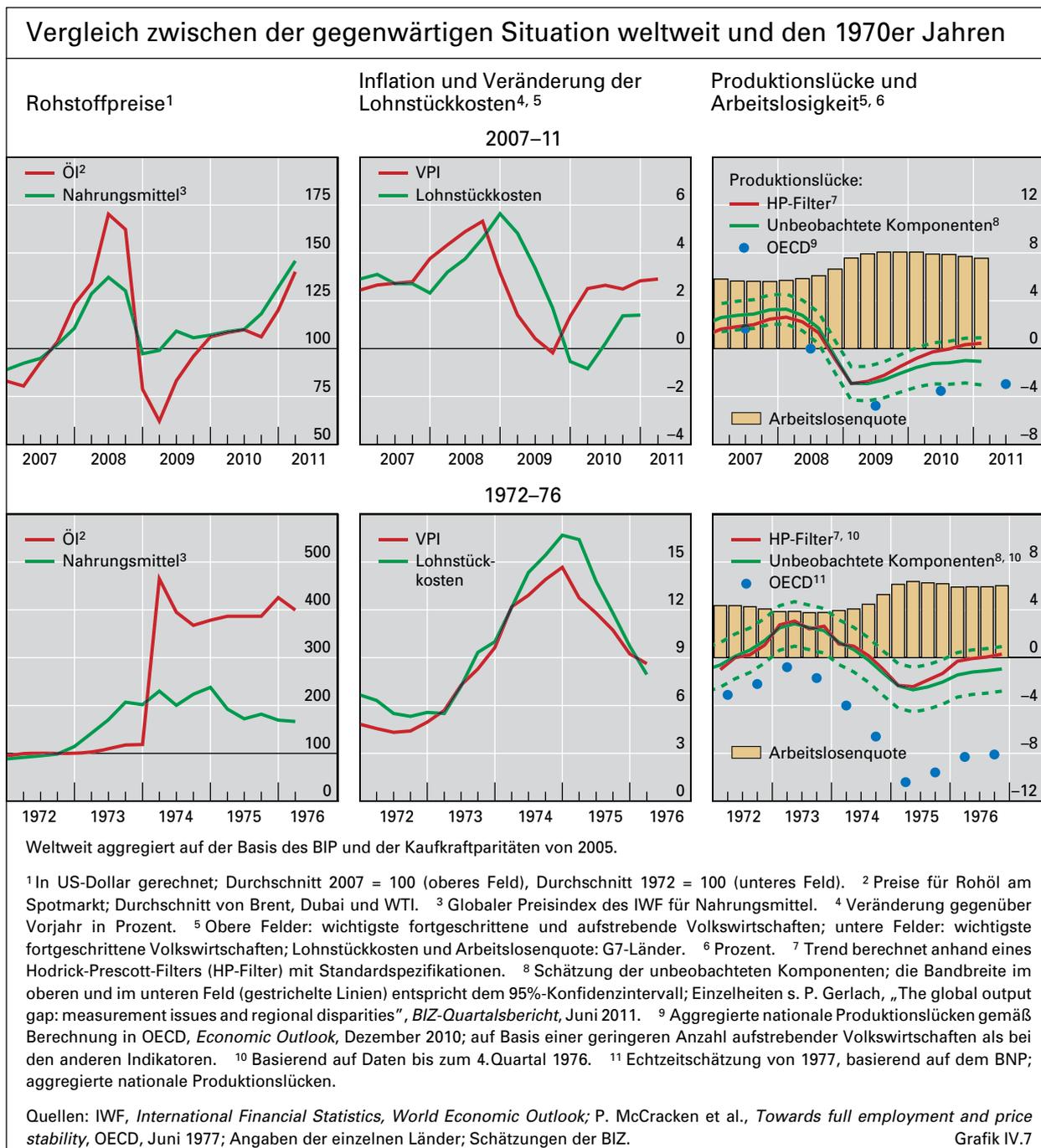
Nach anderen Messgrößen der Produktionslücke zu schließen, ist die Kapazitätsauslastung jedoch in vielen Volkswirtschaften sowie im globalen Durchschnitt in Wirklichkeit vielleicht viel höher. Zum Beispiel weisen einige statistische Kennzahlen darauf hin, dass sich die globalen Produktionslücken derzeit erheblich verringern, wenn nicht sogar komplett schließen (Grafik IV.7 rechts oben). Auch umfragebasierte Indikatoren der Kapazitätsauslastung, die

³ Ein Vergleich verschiedener Messgrößen der Produktionslücke in den USA findet sich in J. Weidner und J. Williams, „How big is the output gap?“, *FRBSF Economic Letter*, Nr. 2009-19, 12. Juni 2009, sowie in der aktualisierten Fassung vom 28. Januar 2011 (www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html).

mit hoher Frequenz verfügbar sind, sprechen dafür, dass es nur noch geringe Kapazitätsreserven in der Produktion gibt.

Geldpolitik mit Unsicherheit über Kapazitätsauslastung konfrontiert ...

Die Eintrübung der Inflationsaussichten wird durch den kräftigen Rohstoffpreisanstieg und Anzeichen einer zunehmenden Verknappung an den Arbeitsmärkten aufstrebender Volkswirtschaften untermauert. Sie könnte aber auch darauf zurückzuführen sein, dass das Produktionspotenzial in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften stärker von der internationalen Finanzkrise beeinträchtigt wurde als gemeinhin angenommen. So wird insbesondere die Trendentwicklung des Produktionspotenzials möglicherweise dadurch gedämpft, dass die hohe private und öffentliche Verschuldung negativ auf die Konsum- und Investitionsaussichten wirkt. Hinzu kommt, dass sich



umfangreiche Investitionen, die vor der Krise z.B. im Baugewerbe getätigt wurden, als deutlich unproduktiver herausstellen könnten als ursprünglich erwartet (Kapitel II). Strukturelle Veränderungen in einer Volkswirtschaft lassen sich erst nach und nach identifizieren und quantifizieren. Während statistische Messgrößen das Tempo, mit dem sich die Produktionslücke schließt, wahrscheinlich überschätzen, dürften strukturelle Modelle es also unterschätzen.⁴

Der Inflationsdruck, der durch die kräftig anziehenden Rohstoffpreise entsteht, und die mögliche Überschätzung der freien Kapazitäten lassen Erinnerungen an die 1970er Jahre aufkommen. Auch damals setzten zunächst die Nahrungsmittelpreise zum Höhenflug an – sie werden auf globalen Auktionsmärkten bestimmt und reagieren daher schnell auf weltweiten Nachfragedruck. Die Ölpreise begannen erst deutlich später zu steigen (Grafik IV.7 links unten). Daraufhin kam eine Aufwärtsspirale von zunehmender Verbraucherpreis-inflation und steigenden Lohnstückkosten in Gang (Grafik IV.7 Mitte unten). Gleichzeitig sprang die Arbeitslosenquote auf neue Rekordstände, und nach damaligen Messungen der OECD tat sich im Verlauf des Jahrzehnts eine große negative Produktionslücke auf, die auf eine erhebliche Unterauslastung der Kapazitäten hindeutete (Grafik IV.7 rechts unten).

Heute wissen wir, dass der Auslastungsgrad der Wirtschaft in den damaligen konventionellen Schätzungen stark unterschätzt wurde. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit war in erster Linie auf strukturelle Veränderungen an den Arbeitsmärkten zurückzuführen. Der Hauptgrund für die konjunkturelle Eintrübung wurde fälschlicherweise in einer Nachfrageflaute gesehen statt in einer deutlichen Wachstumsabschwächung des Produktionspotenzials. Man ging also von einer recht großen und hartnäckigen Produktionslücke aus, die in der Realität gar nicht existierte. Das wird deutlich an der Differenz zwischen den Echtzeitschätzungen auf der Grundlage struktureller Messgrößen durch die OECD (Grafik IV.7 rechts unten) und den revidierten Schätzungen anhand aktueller Daten.⁵ Mit Kenntnis dieser Fehleinschätzung lässt sich besser verstehen, weshalb damals zu lange ein zu akkommodierender geldpolitischer Kurs verfolgt wurde.

Das heutige Wirtschaftsumfeld scheint sich erheblich von dem der 1970er Jahre zu unterscheiden. So ist vor allem die Lohnentwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bei Weitem nicht mehr so stark an die nationalen Produktionslücken und die inländische Verbraucherpreisentwicklung gekoppelt. Dies ist maßgeblich der Globalisierung, der größeren Flexibilität an den Arbeitsmärkten und der erzielten Preisstabilität zuzuschreiben. Allerdings steigen die Lohnstückkosten in einigen wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften. Dies birgt ein Risiko für die weltweite Preisstabilität, weil diese Volkswirtschaften in den globalen Lieferketten eine Schlüsselrolle einnehmen.

... was an die geldpolitischen Herausforderungen der 1970er Jahre erinnert ...

... trotz eines unterschiedlichen wirtschaftlichen Umfelds

⁴ Siehe P. Gerlach, „The global output gap: measurement issues and regional disparities“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2011, S. 29–37.

⁵ Eine Beurteilung der Stagflation der 1970er Jahre in Echtzeit findet sich in P. McCracken et al., *Towards full employment and price stability*, OECD, Juni 1977. Einzelheiten zur Überschätzung der Produktionslücken in den 1970er Jahren finden sich in BIZ, *75. Jahresbericht*, Juni 2005, sowie in A. Orphanides, „The quest for prosperity without inflation“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50, Nr. 3, April 2003, S. 633–663.

Obwohl sich die gegenwärtige Lage in vielerlei Hinsicht von der Situation der 1970er Jahre unterscheidet, könnte die Geldpolitik gleichwohl mit Problemen konfrontiert werden, die mit den damaligen Herausforderungen mehr gemeinsam haben, als auf den ersten Blick zu erwarten wäre.

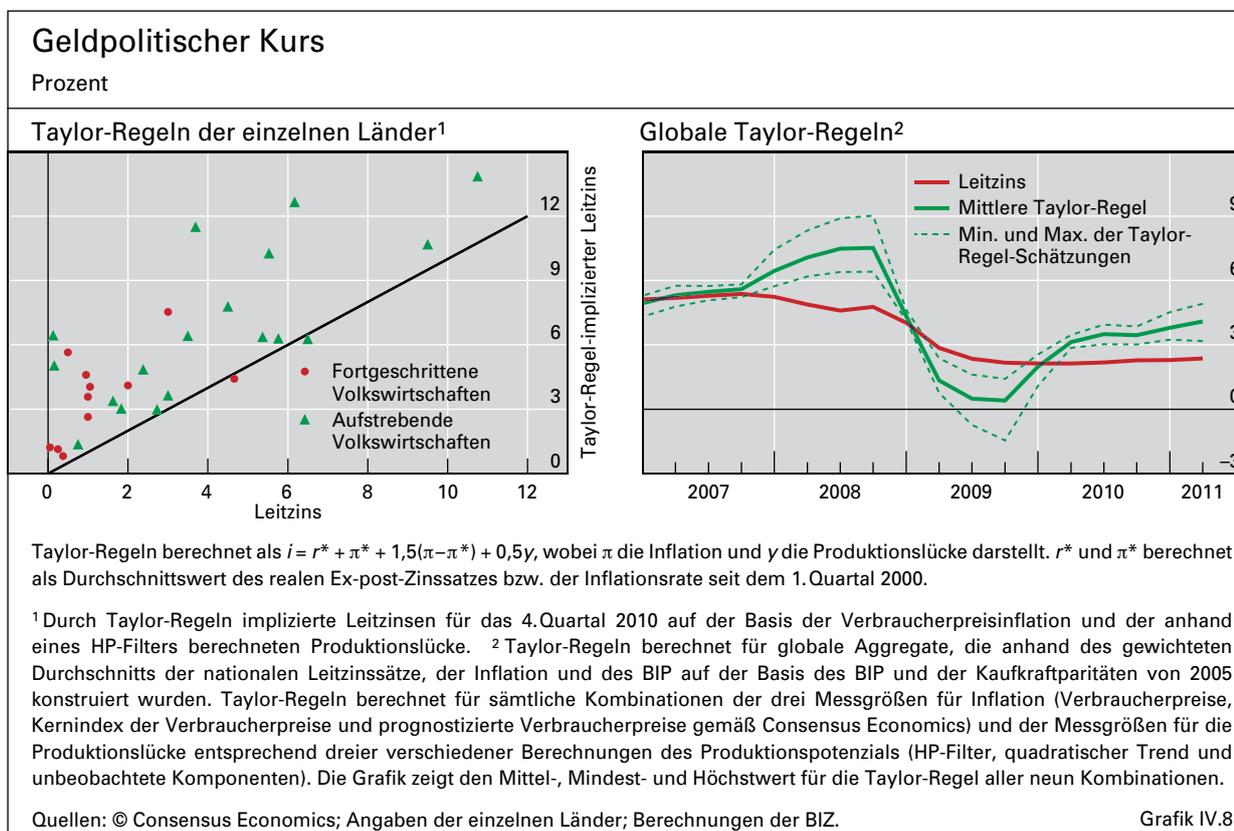
Angesichts dieser historischen Erfahrungen müssen die Zentralbanken sehr wachsam beobachten, ob sich womöglich Inflationsdruck aufbaut, und zwar auch dann, wenn die Fakten mit konventionellen Schätzgrößen der nationalen Kapazitätsauslastung und der inländischen Lohnentwicklung im Widerspruch zu stehen scheinen. Wachsamkeit und ein rechtzeitiges Anziehen der geldpolitischen Zügel sowohl in den aufstrebenden als auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind von entscheidender Bedeutung, um die Inflationserwartungen fest zu verankern, weltweit ein durch niedrige Inflationsraten geprägtes Umfeld zu bewahren und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken in Bezug auf die Inflationsbekämpfung weiter zu stärken.

Beurteilung der derzeitigen geldpolitischen Ausrichtung

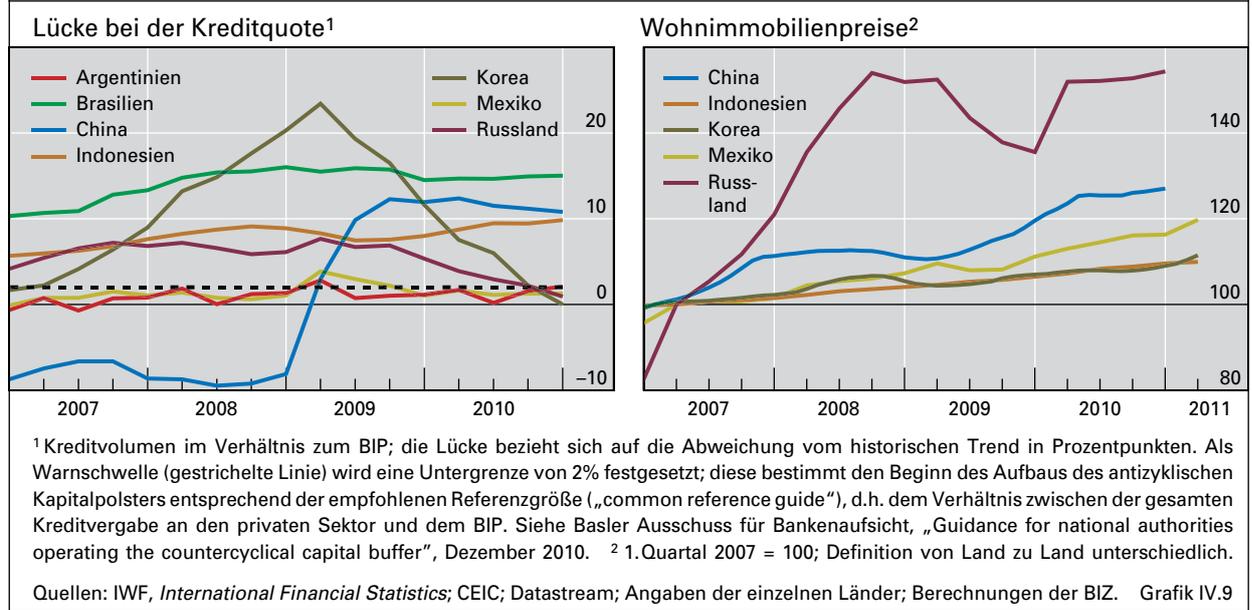
Wie sehr muss der geldpolitische Kurs noch verschärft werden, um die Inflation im Zaum zu halten? Legt man geschätzte Taylor-Regeln zugrunde, die das Leitzinsniveau mit der Inflation und der Produktionslücke in Verbindung bringen, dann ist das Leitzinsniveau derzeit zu niedrig. Dies gilt für zahlreiche Länder, in denen die durch die Taylor-Regeln implizierten Leitzinsen deutlich über dem tatsächlichen Zinsniveau liegen (Beobachtungen über der 45°-Linie in Grafik IV.8 links), aber auch für den weltweiten Durchschnitt (Grafik IV.8 rechts).

Natürlich können konventionelle Taylor-Regeln nicht alle Faktoren widerspiegeln, die eine Zentralbank bei der Festsetzung ihrer Leitzinsen gegeneinander

Leitzinsen sind aus historischer Sicht zu niedrig ...



Kreditquoten und Wohnimmobilienpreise in aufstrebenden Volkswirtschaften



abwägen muss. So wird eine Reihe von Einflussgrößen außer Acht gelassen, die für das aktuelle geldpolitische Umfeld relevant sind, z.B. die noch immer spürbaren Nachwirkungen der Finanzkrise. Auch die während der Krise ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen finden keine Berücksichtigung. Bedingt durch diese außerordentlichen Maßnahmen sind die monetären Bedingungen viel lockerer, als dies durch die Differenz zwischen dem tatsächlichen Leitzins und dem geschätzten Taylor-Zins suggeriert wird.

Der gegenwärtige lockere Kurs der Geldpolitik bestärkt daher die Befürchtung, dass die Preisstabilität bedroht ist. Gleichzeitig kann er den erneuten Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität begünstigen. Vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften besteht die Gefahr, dass sich ähnliche finanzielle Ungleichgewichte bilden wie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Vorfeld der globalen Krise. In zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Kreditquote, die Wohnimmobilienpreise und die Aktienkurse im vergangenen Jahr rapide erhöht (Grafik IV.9; s. auch Grafik I.2 rechts). Diese Entwicklung wurde durch umfangreiche Kapitalzuflüsse zusätzlich angefangen (Grafik I.2 Mitte).

In den aufstrebenden Volkswirtschaften setzt die Besorgnis über verstärkte Kapitalzuflüsse und Wechselkursaufwertungen der geldpolitischen Straffung Grenzen. Allerdings wurden zur Eindämmung entstehender finanzwirtschaftlicher Ungleichgewichte alternative geldpolitische Maßnahmen gewählt, darunter makroprudenzielle Instrumente (z.B. Obergrenzen für die Beleihungsquote und den Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen), höhere Mindestreserveanforderungen und teilweise Kapitalverkehrskontrollen (z.B. Steuern auf kurzfristige Kapitalzuflüsse).⁶ Diese Maßnahmen können

... und tragen damit zu Risiken für Preis- und Finanzstabilität bei

⁶ Für einen Überblick über makroprudenzielle Instrumente und ihre Anwendung s. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences“, *CGFS Papers*, Nr. 38, Mai 2010.

jedoch kein Ersatz für geldpolitische Straffung und größere Wechselkursflexibilität sein.⁷

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die am stärksten von der Krise betroffen waren, könnte es zu ernsthaften Verzerrungen am Finanzmarkt, zu einer Verzögerung des Schuldenabbaus und zu einer Fehlallokation von Ressourcen kommen, wenn die Normalisierung des geldpolitischen Kurses weiter hinausgeschoben wird.⁸ Darüber hinaus hat das ungewöhnlich akkommodierende monetäre Umfeld in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wohl auch die umfangreichen Kapitalströme maßgeblich begünstigt, die in letzter Zeit in die aufstrebenden Volkswirtschaften geflossen sind.

Zentralbanken
müssen globale
Implikationen ihres
kollektiven
Handelns stärker
berücksichtigen

Die Krise hat u.a. klar gezeigt, dass geldpolitische Schritte in einer Volkswirtschaft auch erhebliche Konsequenzen für andere Länder haben können. Rein nationale geldpolitische Ansätze lassen die globalen Implikationen des kollektiven Handelns der Zentralbanken außer Acht. So übertrug sich in den Jahren vor der Krise das außergewöhnlich niedrige Zinsniveau der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften durch den Widerstand gegen Wechselkursaufwertungen auf die übrige Welt. Infolgedessen waren die monetären Bedingungen rund um den Globus außerordentlich akkommodierend, während gleichzeitig die Weltwirtschaft rasant wuchs. Ein weiteres Beispiel ist die Rolle der Rohstoffpreise bei der Bestimmung des geldpolitischen Kurses. In der Regel behandeln Zentralbanken die Rohstoffpreise als exogene Variable; häufig werden sie im Preisindex, der den wichtigsten Wegweiser für die Geldpolitik darstellt, überhaupt nicht berücksichtigt. Doch die an globalen Auktionsmärkten festgesetzten Rohstoffpreise können von den weltweiten monetären Bedingungen beeinflusst werden und daher im Hinblick auf das kollektive Handeln der Zentralbanken endogen sein. Wie in Kasten IV.B dargelegt, könnte der jüngste Rohstoffpreisanstieg auch mit einem Streben nach Rendite zusammenhängen, das durch die weltweit außerordentlich lockere Geldpolitik ausgelöst wurde. Diese Überlegungen verdeutlichen, dass die Zentralbanken stärker auf die globalen Nebenwirkungen ihrer geldpolitischen Entscheidungen bedacht sein sollten (Kapitel III). Außerdem muss dringend ein internationaler Konsens darüber erzielt werden, wie ein ausgeglichenes, nicht inflationäres Wachstum herbeigeführt werden kann.

Zusammenfassung

Im gegenwärtigen geldpolitischen Umfeld haben die Zentralbanken mehrere große Herausforderungen zu bewältigen. Mit dem Umfang und der Komplexität der durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen und die Akkumulation von Währungsreserven aufgeblähten Zentralbankbilanzen gehen Risiken einher, die letztlich die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beeinträchtigen könnten, wenn sie nicht eingedämmt werden. Gleichzeitig haben steigende Rohstoffpreise die Inflationsraten in vielen Ländern auf bedenkliche Höhen getrieben,

⁷ Siehe J. Caruana, „Capital flows to the emerging market economies: a perspective on policy challenges“, Rede anlässlich der 46. Gouverneurskonferenz der SEACEN, Colombo, Sri Lanka, 24.–26. Februar 2011.

⁸ Einzelheiten hierzu finden sich in BIZ, 80. Jahresbericht, Juni 2010, Kapitel III.

während zunehmende Kapazitätsbeschränkungen die Gefahr von Zweitrundeneffekten erhöht haben. Diese gestiegenen Aufwärtsrisiken für die Inflation erfordern höhere Leitzinsen; in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften müssen diese allerdings abgewogen werden gegen die Risiken im Zusammenhang mit den andauernden Bilanzanpassungen im privaten und im öffentlichen Sektor sowie einer noch nicht gebannten Fragilität des Finanzsektors. Dennoch birgt die lange Phase sehr niedriger Zinsen das Risiko schwerwiegender Verzerrungen an den Finanzmärkten, einer Fehlallokation von Ressourcen und einer Verzögerung des notwendigen Schuldenabbaus in den am stärksten von der Krise betroffenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Darüber hinaus gibt es in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften Anzeichen eines erneuten Aufbaus finanzwirtschaftlicher Ungleichgewichte.

Die Geldpolitik weltweit muss weiter gestrafft werden, um den Inflationsdruck einzudämmen, Risiken für die Finanzstabilität abzuwenden und die mühsam erworbene Glaubwürdigkeit der Zentralbanken im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung zu bewahren. Diese Glaubwürdigkeit ist im gegenwärtigen Umfeld besonders wichtig, da möglicherweise der Eindruck entstehen könnte, dass die hohe öffentliche und private Verschuldung die Fähigkeit der Zentralbanken zur Gewährleistung von Preisstabilität beeinträchtigt. Die Zentralbanken werden sich möglicherweise darauf einstellen müssen, die Leitzinsen schneller anzuheben als in früheren Phasen geldpolitischer Straffung.