

I. Den Teufelskreis durchbrechen

Fünf Jahre sind seit dem Ausbruch der Finanzkrise vergangen, und noch immer hat die Weltwirtschaft ihr Gleichgewicht nicht wiedergefunden. Ganz im Gegenteil: Die Ungleichgewichte scheinen größer zu werden, da die miteinander verknüpften Schwachstellen sich weiter gegenseitig verstärken. Die Ziele eines ausgeglichenen Wachstums, einer ausgewogenen Wirtschaftspolitik und eines stabilen Finanzsystems liegen nach wie vor in weiter Ferne. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die im Zentrum der Finanzkrise standen, bremsen hohe Schuldenstände weiterhin die Erholung. Geld- und Fiskalpolitik können immer noch nicht mit umfassenden Lösungen für die kurzfristigen Notwendigkeiten und die langfristigen Gefahren aufwarten. Und obwohl auf internationaler Ebene Fortschritte bei der Regulierung erzielt worden sind, bedroht der Zustand des Finanzsektors nach wie vor die volkswirtschaftliche Stabilität. Ab und an wecken ermutigende Zeichen neue Hoffnungen, die sich aber sogleich wieder zerschlagen, worauf das Vertrauen von Konsumenten und Investoren weiter sinkt.

Während sich viele fortgeschrittene Volkswirtschaften schwertun, entwickeln sich die aufstrebenden Volkswirtschaften sehr dynamisch, teilweise getrieben von einer rasanten Kreditausweitung oder einer lebhaften Exportwirtschaft. Das Ergebnis dieser ungleichen Erholungsmuster sind große und potenziell destabilisierende Leistungsbilanzungleichgewichte sowie volatile Bruttokapitalströme. Der Exportboom in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften hat die Erschließung nachhaltigerer interner Wachstumsquellen verhindert. Dadurch sind diese Länder anfälliger geworden, da sich das Wachstum dort abzuschwächen beginnt. Wie die wirtschaftliche Entwicklung des vergangenen Jahres gezeigt hat (Kapitel II), ist das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin nicht selbsttragend, und beim globalen Wachstum hat sich noch kein neues Gleichgewicht eingestellt.

Kurz gesagt: Fortgeschrittene wie aufstrebende Volkswirtschaften sind in einem zermürbenden Teufelskreis gefangen. Doch wie kann dieser Teufelskreis durchbrochen und eine Aufwärtsspirale in Gang gesetzt werden? Die anhaltenden Herausforderungen in Form von *struktureller Anpassung*, Risiken aus der *Geldpolitik* und der *Fiskalpolitik* sowie *Finanzmarktreformen* bringen die großen globalen Gefahren, die noch immer lauern, auf den Punkt. Diese vier Themen und die Schritte, die nötig sind, um die Weltwirtschaft definitiv auf einen nachhaltigen langfristigen Wachstumskurs zu lenken, stehen im Mittelpunkt der Kapitel III bis VI dieses Jahresberichts. Im vorliegenden Kapitel wird diskutiert, was die öffentlichen Entscheidungsträger für die Weltwirtschaft tun können. Vor der Zusammenfassung am Ende dieses Kapitels wird zudem auf den besonders heimtückischen Teufelskreis eingegangen, in dem Europa derzeit gefangen ist. Zusätzlich zu den oben erwähnten Herausforderungen sieht sich die europäische Währungsunion mit dem Problem eines unvollständigen institutionellen Rahmens konfrontiert.

Strukturelle Herausforderungen bleiben bestehen

Die Weltwirtschaft hat ihr Gleichgewicht noch immer nicht wiedergefunden: Viele fortgeschrittene Volkswirtschaften erholen sich weiterhin nur stockend, während andere Länder teilweise rasant wachsen (Kapitel III) – eine Situation, die auf Dauer nicht bestehen kann.

Volkswirtschaften, die im Zentrum der Finanzkrise standen, müssen alles daran setzen, deren Folgen – Schulden und eine Fehlallokation von Ressourcen – zu überwinden. Der fremdfinanzierte Immobilienboom hat nach dem unvermeidlichen Einbruch einen enormen Schuldenüberhang zurückgelassen. Der notwendige Schuldenabbau der privaten Haushalte ist längst nicht abgeschlossen und verlief nach historischen Maßstäben zu urteilen bisher schleppend. Die Schuldenquote der privaten Haushalte liegt in Ländern wie Irland, Spanien und dem Vereinigten Königreich weiterhin bei fast 100% des BIP. In anderen Ländern wie Frankreich und Italien hat die Verschuldung sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen seit 2008 in Relation zum BIP zugenommen.

Gebremst wird der Schuldenabbau der privaten Haushalte u.a. dadurch, dass der Finanz- und der öffentliche Sektor zur selben Zeit ihre Bilanzen sanieren und Schulden verringern müssen. Die Tatsache, dass sich der Schuldenabbau ungewöhnlich lange hinzieht und alle wichtigen Wirtschaftssektoren betrifft, erklärt teilweise, warum die Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bislang derart schwach war. Und angesichts der nach wie vor erforderlichen Verbesserung der Bilanzen werden jegliche Effekte einer expansiven Fiskalpolitik begrenzt sein: Überschuldete Akteure werden ein zusätzliches Einkommen eher einsetzen, um Schulden zu tilgen, nicht um zu konsumieren. Das Wachstum dürfte also weiterhin schwach sein.

Die Erholung wird auch dadurch gebremst, dass Ungleichgewichte zwischen den einzelnen Wirtschaftssektoren hartnäckig bestehen bleiben. Während des Booms hat eine Fehlallokation von Ressourcen stattgefunden. Diese behindert nun tendenziell die Erholung von der Krise, da Arbeitskräfte und Kapital nicht so leicht von einem Wirtschaftssektor in den anderen verlagert werden können. Entsprechend ist für diejenigen Länder mit den augenfälligsten sektoralen Ungleichgewichten eine höhere und sich länger hinziehende Arbeitslosigkeit zu erwarten, da sich ihre Branchenstruktur nur langsam anpasst.

Indessen stehen die rasant wachsenden Volkswirtschaften vor der Schwierigkeit, entstehende Finanzbooms zu erkennen und darauf zu reagieren. Vielfach gilt es auch, die Abhängigkeit von Exporten zu verringern. Anzeichen für Übersteigerungen sind in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften nicht schwer zu finden. In mehreren Fällen sind die Preise für Immobilien und andere Vermögenswerte rasant gestiegen, während die private Verschuldung und die Kosten des Schuldendienstes im Verhältnis zum Einkommen mittlerweile weit über ihrem langfristigen Trend liegen. Wie sehr die fortgeschrittenen Volkswirtschaften heute unter den Folgen ähnlicher Entwicklungen zu leiden haben und welche Lehren sich daraus ergeben, ist den öffentlichen Entscheidungsträgern in aufstrebenden Volkswirtschaften durchaus bewusst – insbesondere jetzt, wo es in diesen Ländern Anzeichen für eine

Verlangsamung gibt. Mit der Aussicht auf ein weiterhin schleppendes Wachstum in vielen Teilen der Welt täten jene Länder, die ihr Wachstum dem Export verdanken, allerdings gut daran, so rasch wie möglich inländische Wachstumsquellen zu erschließen.

Überlastete Zentralbanken mit Risiken konfrontiert

Im vergangenen Jahr haben die Zentralbanken der fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre Staatsanleihekäufe und ihren Liquiditätsbestand für das Bankensystem fortgesetzt oder sogar ausgebaut. Mit mindestens \$ 18 Bio. belaufen sich die Aktiva sämtlicher Zentralbanken inzwischen auf rund 30% des globalen BIP. Dieser Anteil ist doppelt so hoch wie vor zehn Jahren. Gleichzeitig liegen die realen Leitzinssätze – Nominalsatz abzüglich Inflation – in den meisten wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor deutlich im negativen Bereich. Zweifellos geht es der Weltwirtschaft heute deshalb besser, weil die Zentralbanken nach dem Konkurs von Lehman Brothers 2008 und in den darauffolgenden Jahren entschlossen gehandelt haben. Zu den jüngsten Beispielen für Zentralbankmaßnahmen zählen die 3-jährigen Refinanzierungsgeschäfte, welche die EZB den Banken Ende 2011 und Anfang 2012 angeboten hat. Dieses €-1-Bio.-Programm, mit dem sich die Bilanz des Eurosystems um rund € 500 Mrd. ausgeweitet hat, war vielleicht der entscheidende Faktor, der verhindert hat, dass die Refinanzierungsmärkte für Banken austrocknen, und der damit auf indirektem Wege einige Staatsanleihemärkte des Euro-Raums gestützt hat.

Die außerordentlich lang anhaltende geldpolitische Lockerung ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Regierungen Strukturprobleme nicht energisch genug angegangen sind. Einfach ausgedrückt: Den Zentralbanken bleibt gar nichts anderes übrig, als die geldpolitischen Impulse aufrechtzuerhalten, solange die Regierungen in Untätigkeit verharren und Anpassungen auf sich warten lassen. Wie in Kapitel IV erörtert, könnten etwaige positive Effekte der geldpolitischen Maßnahmen nachlassen, und ihre schädlichen Nebenwirkungen könnten zunehmen. Eine akkommodierende Geldpolitik wirkt lediglich wie ein Schmerzmittel und hat ihre Grenzen, unabhängig davon, ob sie auf herkömmliche oder unkonventionelle Instrumente zurückgreift. Es wäre ein Fehler zu glauben, dass Zentralbanken mit ihrer Finanzkraft jedes Problem im Wirtschafts- und Finanzbereich zu lösen vermögen. Sie können weder einen Schuldenabbau in Gang setzen, noch können sie eine Korrektur sektoraler Ungleichgewichte herbeiführen oder Solvenzprobleme aus der Welt schaffen. Mehr noch: Liegen die Leitzinsen in einem Umfeld reichlicher und praktisch uneingeschränkter Liquiditätsbereitstellung nahe null, hat weder der private Sektor große Anreize, seine Bilanzen zu sanieren, noch fühlen sich die Regierungen zu einer strafferen Haushaltspolitik veranlasst. Es entstehen Verzerrungen im Finanzsystem, und die Arbeit der Aufsichtsinstanzen wird erschwert.

Mit Nominalzinsen, die auf dem tiefstmöglichen Niveau verharren, und Zentralbankbilanzen, die sich stetig ausweiten, steigen natürlich auch die Risiken. Es besteht vor allem die Gefahr unbeabsichtigter Nebenwirkungen,

die frühzeitig erkannt und ausgeschaltet werden müssen. Beispielsweise könnte es sein, dass staatliche Gelder an faktisch insolvente Schuldner und Banken verschwendet werden – ein Phänomen, das Japan in den 1990er Jahren heimsuchte. Es könnte aber auch sein, dass die Preise von Vermögenswerten künstlich aufgebläht werden, was in der Zukunft möglicherweise die Finanzstabilität gefährdet. Eine Lehre aus der Krise ist, dass Zentralbanken viel tun können, um einen Zusammenbruch abzuwenden. Eine noch wichtigere Lehre ist jedoch, dass grundlegende strukturelle Probleme in der Erholungsphase gelöst werden müssen – andernfalls werden womöglich Bedingungen geschaffen, die geradewegs in die nächste Krise führen.

Es besteht aber noch ein anderes Risiko: Wenn der Zeitpunkt gekommen ist, die Geldpolitik zu straffen, könnte der schiere Umfang der unkonventionellen Maßnahmen es unmöglich machen, die monetären Impulse rechtzeitig zu beenden. Dies wiederum könnte die Preisstabilität bedrohen. Das Resultat: Die Zentralbank würde unweigerlich ihre Glaubwürdigkeit und vielleicht sogar ihre Unabhängigkeit verlieren.

Die Zentralbanken in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürften jedoch vorerst gar keine andere Wahl haben, als die relativ lockere Geldpolitik beizubehalten. Dennoch sollten sie jede sich bietende Gelegenheit nutzen, auf andere Weise den Druck zum Schuldenabbau, zur Sanierung der Bilanzen und zur strukturellen Anpassung zu verstärken. Sie sollten zudem doppelt wachsam sein, um neu entstehende Ungleichgewichte an den Finanzmärkten zu erkennen.

Die schnell wachsenden Volkswirtschaften befinden sich in einer anderen Situation, aber auch dort stehen die Zentralbanken unter Druck. Wie schon erwähnt sind die Bedrohungen für die Währungs- und Finanzstabilität in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften seit einiger Zeit sichtbar. Die geldpolitischen Entscheidungsträger werden weiter nach der richtigen Balance suchen müssen – eine Aufgabe, die immer schwieriger wird, da sich das Wachstum abzuschwächen scheint und gleichzeitig in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerordentlich lockere geldpolitische Rahmenbedingungen herrschen.

Katastrophale Aussichten für die Staatshaushalte

Seit 2007 – dem Jahr, in dem die Finanzkrise ausbrach – hat sich die Staatsverschuldung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften durchschnittlich von rund 75% auf über 110% des BIP erhöht. Gleichzeitig ist das durchschnittliche Haushaltsdefizit von 1,5% auf 6,5% des BIP hochgeschneit. Man könnte nun denken, dass ohne die Finanzkrise die Grundfesten der Staatshaushalte heute recht solide wären. Diese Basis war während der Boomjahre jedoch nur vorübergehend durch scheinbar ins Unendliche wachsende Steuereinnahmen gestärkt worden. Durch die Finanzkrise sanken die Steuereinnahmen, während die Ausgaben für die sozialen Sicherheitsnetze stiegen. Dies löste eine Defizit- und Schuldenexplosion aus, welche die Aufmerksamkeit der öffentlichen Entscheidungsträger schlagartig wieder auf die latente Bedrohung lenkte, die nun gar nicht mehr so weit weg schien: eine massive Deckungslücke bei

den staatlichen Gesundheits- und Rentensystemen sowie ein unkontrollierbar aufgeblähter öffentlicher Sektor.

In einigen Ländern hatten die immensen staatlichen Programme zur Stützung des Finanzsektors verheerende Folgen für den Staatshaushalt. Der Rückkopplungseffekt zwischen Finanz- und öffentlichem Sektor hat den Niedergang der Staatshaushalte daher maßgeblich beschleunigt. Ebenso hat sich der Zusammenhang zwischen Bankproblemen und dem Druck der Märkte auf Staatsanleihen in den letzten beiden Jahren deutlich verstärkt, vor allem in Europa.

Wie in Kapitel V erörtert, haben die Haushaltsprobleme viele Staaten vom Thron ihres in den Augen der Märkte praktisch ausfallsicheren – und in diesem Sinne risikofreien – Status gestoßen. Dies ist besonders beunruhigend, da die wirtschaftliche Lage schlecht ist und das globale Bankensystem immer noch weitgehend von staatlicher Unterstützung abhängig ist. Das sinkende Angebot an sicheren Anlagen behindert die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und treibt die Finanzierungskosten für den privaten Sektor in die Höhe. Und es trägt dazu bei, dass sich Banken gezwungenermaßen risikoreichen Geschäftspraktiken zuwenden, wie z.B. der Weiterverpfändung, bei der ein und dieselbe Sicherheit für verschiedenste Verpflichtungen benutzt wird.

Im vergangenen Jahr blickte die ganze Welt auf Europa, wo Staatsschuldenkrisen in beängstigendem Tempo ausbrachen. Doch die zugrundeliegenden langfristigen Haushaltsungleichgewichte erstrecken sich weit über die Grenzen des Euro-Raums hinaus. Dies wurde deutlich, als kürzlich die Ratings der USA und Japans gesenkt wurden und die Ratingagenturen einen Warnschuss in Richtung des Vereinigten Königreichs abgaben.

Obwohl ihre Schuldenstände in Relation zum BIP im Durchschnitt nach wie vor recht stabil sind, sollten die Regierungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wachsam sein: Kredit- und Vermögenspreisbooms verdecken vielerorts grundlegende Schwächen der öffentlichen Haushalte – ganz so wie vor der Finanzkrise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Wenn sich die jüngsten Anzeichen einer Abschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften verfestigen, könnte sich deren Haushaltssituation rasch verdüstern.

Regierungen auf der ganzen Welt müssen also ihre Haushaltsprobleme angehen. Die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften müssten ab sofort 20 Jahre lang Haushaltsüberschüsse von mehr als 2% des BIP (nach Abzug von Zinszahlungen) verzeichnen, nur um ihre Schuldenquote wieder auf das Vorkrisenniveau zu senken. Und jedes zusätzliche defizitäre Jahr zieht diesen Gesundungsprozess weiter in die Länge. Die Frage ist also nicht, ob Regierungen eine Korrektur vornehmen müssen, sondern wie und wann. Die einen sagen, die Regierungen sollten sich ausschließlich darauf konzentrieren, die längerfristigen Probleme zu lösen, und die kurzfristigen Probleme dabei außer Acht lassen. Für andere ist der einzig glaubwürdige Konsolidierungsplan jener, der sofort in Angriff genommen wird – alles andere habe verheerende Folgen für die Kreditwürdigkeit des betreffenden Landes.

Wenn man sich für einen Weg zwischen diesen beiden Extremen entscheidet, sind einige Dinge von vornherein klar. Oberste Priorität haben energische und glaubwürdige langfristige Maßnahmen, auch wenn es

bedeutet, zum jetzigen Zeitpunkt schmerzhaft Entscheidungen zu treffen. Die Regierungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden mit Blick auf ihre alternde Bevölkerung überzeugend darlegen müssen, dass sie die Kosten ihrer Gesundheits- und Rentensysteme in den Griff bekommen. Zudem dürfte es nötig sein, auch auf kurze Sicht die Ausgaben zu kürzen und die Einnahmen zu erhöhen. Diejenigen Länder, die in tiefen Schwierigkeiten stecken, müssen noch viel mehr tun. Sie müssen umfassende Reformen des öffentlichen Sektors rasch umsetzen und zum Abschluss bringen. Vielerorts jedoch schwächt der laufende Schuldenabbau im privaten Sektor auf kurze Sicht die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und behindert Haushaltsreformen. In diesen Fällen sollten sich die Behörden genügend Spielraum verschaffen, um die Sanierung der Bilanzen im privaten Sektor zu fördern, u.a. durch eine Rekapitalisierung von Banken, wenn diese ihre Verluste ausweisen.

Doch verlorenes Vertrauen lässt sich immer nur schwer zurückgewinnen. Der Weg zurück zum risikofreien Status staatlicher Schuldner ist lang und beschwerlich. Einigen Ländern sind die Handlungsoptionen bereits ausgegangen – ihnen bleibt keine andere Wahl, als unverzüglich Schritte zur Wiederherstellung eines ausgeglichenen Haushalts zu unternehmen. Andere Länder werden nur dann erfolgreich sein, wenn sie die richtige Balance zwischen kurz- und langfristigen Maßnahmen finden. In diesem Zusammenhang ist es ganz wesentlich, dass die Regierungen das Vertrauen der Anleger nicht verlieren.

Volkswirtschaften, die von der Finanzkrise weniger stark betroffen sind, sollten ihre derzeitige relative Stärke als Chance erkennen, ihre öffentlichen Finanzen auf einen langfristig stabilen Pfad zu bringen. Und sie sollten das eher früher als später tun, denn dann können sie flexibler reagieren, wenn die nächste Krise ausbricht – und dazu wird es sicherlich kommen. Außerdem werden alle Länder den negativen Rückkopplungseffekt zwischen Finanzsektor und Staat unterbinden müssen. Das sollten sie rasch tun, indem sie einerseits die Widerstandsfähigkeit ihrer Banken stärken und andererseits finanzielle Reserven aufbauen, sobald sich die Lage verbessert.

Die Finanzwelt im Wandel

Die Finanzinstitute tun sich schwer damit, die Folgen der Krise zu überwinden, und gleichzeitig sehen sie sich einem veränderten Marktumfeld und neuen Regulierungsvorschriften gegenüber. Teilweise wurden beträchtliche Fortschritte bei der Rekapitalisierung gemacht. Allerdings sind, wie in Kapitel VI erörtert, noch viele Anpassungen an die neue Situation nötig, und dieser Prozess ist mit Entschiedenheit voranzutreiben. Wie groß der Handlungsbedarf nach wie vor ist, zeigt sich im anhaltenden Misstrauen der Anleger gegenüber Banken: Die Absicherungskosten gegen Bankinsolvenzen (der Spread auf Credit-Default-Swaps von Banken) sind gegenwärtig so hoch wie auf dem Höhepunkt der Krise. Gleichzeitig verlieren Bankaktien gegenüber dem Gesamtmarkt weiter an Boden.

Ungeachtet der Fortschritte bei der Rekapitalisierung sind viele Banken nach wie vor hochverschuldet. Dazu zählen auch Banken, die zwar gut

kapitalisiert scheinen, aber in Wirklichkeit enorme Derivativpositionen aufweisen. Große Banken haben weiterhin ein ökonomisches Interesse daran, den Fremdfinanzierungsanteil zu erhöhen, ohne dabei jedoch den Risiken eines Scheiterns genügend Beachtung zu schenken: Wegen ihrer Systemrelevanz gehen sie davon aus, dass der Staat diese Risiken schon tragen wird. Besorgniserregend ist auch, dass große Banken ihren Gewinn erneut in hohem Maße aus Handelsgeschäften ziehen, nachdem dies krisenbedingt vorübergehend nicht mehr der Fall gewesen war.

Unter diesen Umständen besteht die Gefahr, dass der Finanzsektor wieder dieselben hohen Risiken eingeht wie in der Zeit vor der Krise. In letzter Zeit wurden im Derivativhandel massive Verluste realisiert, was die Gefahren solcher Entwicklungen in Erinnerung ruft. Man wird erst von grundlegenden Fortschritten in Bezug auf die Struktur des Finanzsystems sprechen können, wenn dessen größte Institute ausfallen können, ohne den Steuerzahler zu belasten, und wenn die Gesamtgröße des Sektors im Vergleich zur übrigen Wirtschaft in engeren Grenzen gehalten wird.

Verschiedene Mechanismen können dazu beitragen, die Interessen der Marktteilnehmer und der Öffentlichkeit in Einklang zu bringen. Ein Weg ist die Neugestaltung der Vergütungspolitik von Banken. Eine weitere Möglichkeit betrifft die Halter von Bankanleihen. Wie der öffentliche Sektor laufen sie Gefahr, zur Kasse gebeten zu werden, wenn der Nettosubstanzwert eines Finanzinstituts ins Negative kippt. Die Anreize für die Halter von Anleihen werden besser mit den Interessen des öffentlichen Sektors in Einklang gebracht, wenn diesen Anlegern klarer ist, dass sie Verluste erleiden, wenn Banken in Schieflage geraten. Dazu braucht es eine Kombination von „*Bail-in*“-Schuldtiteln, bei denen die Verluste der Halter von Anleihen im Falle einer Liquidierung mit einiger Gewissheit im Voraus feststehen, und gestärkten Befugnissen bei der Liquidierung. Wenn den Anlegern die eingegangenen Risiken klar dargelegt werden und die krisenbedingte Unterstützung für Banken eingestellt wird – auch, indem Staatsgarantien für Bankanleihen aufgehoben werden –, steigt die Motivation der Anleger, sich genauer mit der Finanzlage einer Bank auseinanderzusetzen, bevor sie dieser ihr Geld anvertrauen. Strengere Offenlegungspflichten spielen hier eine Schlüsselrolle: Sie sorgen nämlich dafür, dass die Halter von Anleihen Banken besser beobachten und einschätzen können, weil die von diesen Instituten eingegangenen Risiken transparenter sind.

Kurzum: Die öffentlichen Entscheidungsträger müssen die Banken zur Übernahme von Geschäftsmodellen bewegen, die risikoärmer und tragfähiger sind und bei denen die Interessen der Öffentlichkeit stärker berücksichtigt werden. Ein Schritt in diese Richtung wäre getan, wenn die Regierungen dafür sorgen würden, dass die vereinbarten neuen Regulierungsvorschriften überall unverzüglich umgesetzt werden. Abgesehen von den strengeren Offenlegungspflichten würden dann auch für alle international tätigen Banken die gleichen Spielregeln gelten. Am wichtigsten aber ist es, dass die Behörden die Banken weiter zum Schuldenabbau zwingen und verhindern, dass diese ihr Fremdkapital mittels neuer Instrumente und Praktiken wieder erhöhen. Doch all diese Bemühungen dürfen sich nicht auf die herkömmlichen Banken beschränken.

Weltweit stehen die Aufsichtsinstanzen immer noch vor der Aufgabe, robuste Vorschriften zu erlassen, die auch für das Schattenbankensystem gelten.

Was nun in Sachen Währungsunion?

Die Krise, die den Euro-Raum im Griff hat, wird weltweit mit Besorgnis über eventuelle Spillover-Effekte verfolgt. Im Grunde genommen ist die Euro-Krise jedoch Vorbote einer ansteckenden und fortgeschrittenen Kombination von Problemen, die auch anderswo auftreten kann – dann nämlich, wenn es den öffentlichen Entscheidungsträgern nicht gelingt, den Teufelskreis zu durchbrechen, der sich aus den in diesem Jahresbericht beschriebenen globalen Schwächen ergibt: sektoralen Ungleichgewichten, übermäßiger Fremdfinanzierung, öffentlicher Überschuldung und überlasteten Zentralbanken.

Vorerst konzentriert sich der zerstörerische Rückkopplungseffekt dieser Probleme aber auf den Euro-Raum. Dort müssen die Finanzbehörden einiger Länder ihre Haushalte sanieren und können daher weder ihre Banken noch ihre Wirtschaft weiter stützen. Der rasante Vertrauensverlust bei den Anlegern in Bezug auf diese Länder hat eine ebenso rasante Fragmentierung der Finanzmärkte des Euro-Raums verursacht. Wie kann die gemeinsame Währung unter diesen Umständen ihre Glaubwürdigkeit zurückgewinnen, damit Europa wieder gedeihen und seine Integration weiter vorantreiben kann?

Die Krise im Euro-Raum ist teilweise auf tiefer liegende Probleme zurückzuführen, die durch die Finanzkrise offengelegt wurden und auch in vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften anzutreffen sind. Zur Bewältigung der Krise gelten daher zum Teil die gleichen Rezepte: Die Bilanzen des privaten Sektors müssen saniert, sektorale Ungleichgewichte beseitigt, die öffentlichen Haushalte konsolidiert und die Banken rekaptalisiert werden. Europa hat in dieser Hinsicht einige Fortschritte erzielt mit Reformen des Arbeitsmarktes und der Sozialversicherungssysteme sowie mit der Annahme des Fiskalpaktes, wonach die Länder künftig ausgeglichene Salden oder Haushaltsüberschüsse ausweisen müssen.

Für die endgültige Überwindung der Krise im Euro-Raum muss jedoch auch der institutionelle Rahmen der Währungsunion gestärkt werden. Die Bedeutung dieses Rahmens lässt sich nachvollziehen, wenn man bedenkt, dass mit der europäischen Währungsunion integrierte Finanzmärkte und eine zentralisierte Währungsbehörde geschaffen wurden, damit das Kapital im gesamten Währungsraum frei und ungehindert fließen kann. Doch während die nationalen Grenzen im Euro-Raum für die Finanzwelt und die Zentralbanken bedeutungslos geworden sind, sind die Behörden eines Landes nach wie vor nur begrenzt für die Geschäfte verantwortlich, die ein inländischer Finanzintermediär außerhalb der Landesgrenzen tätigt. Von der Bevölkerung eines Landes der Währungsunion kann demnach nicht erwartet werden, dass sie die Kosten dafür übernimmt, was in anderen Ländern der Währungsunion geschieht. Der Schluss liegt also nahe, dass zu einem europäischen Finanzmarkt und einer europäischen Zentralbank auch ein europäisches Bankensystem gehört. Anders ausgedrückt, braucht eine Währungsunion mit einem zentralen „lender of last resort“ für Banken auch ein gemeinschaftliches

Bankensystem. Die Banken Europas müssen also zu europäischen Banken werden.

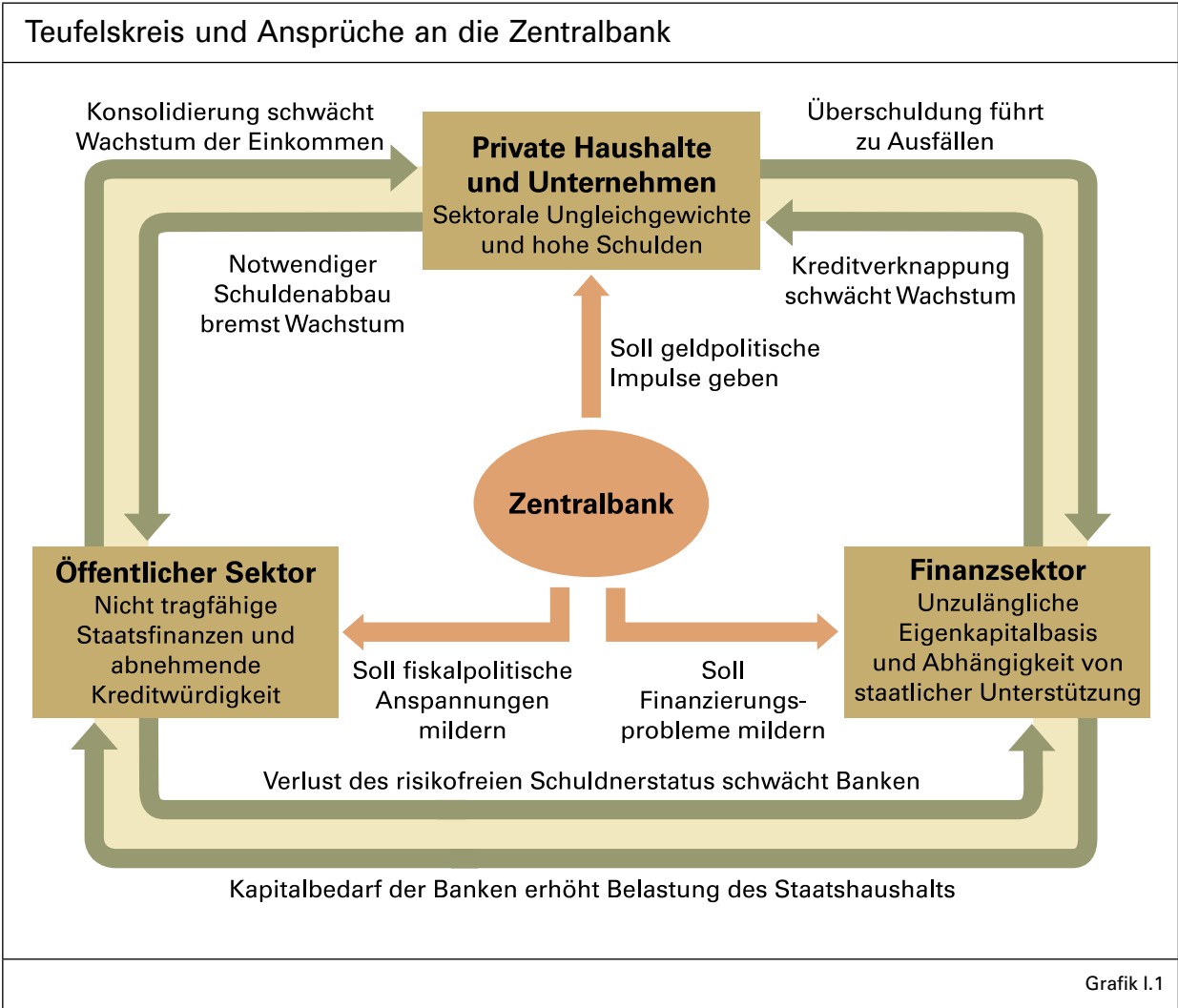
Die jüngsten vielversprechenden Vorschläge in Bezug auf das Bankensystem dürften zu raschem Erfolg führen, weil sie innerhalb der bestehenden vertraglichen Bestimmungen der Union umgesetzt werden können. Erstens würden die unterschiedlichen nationalen Regulierungsvorschriften für Banken harmonisiert. Zweitens würden die Verantwortlichkeiten von Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen, Einlagensicherungssystemen und Liquidierungsbehörden jeweils in einer zentralen Instanz zusammengeführt.

Diese Maßnahmen würden den negativen Rückkopplungseffekt zwischen Banken und Staaten unterbinden und auch andere zerstörerische Verbindungen kappen, welche die Krise derart tiefgreifend machen. Sie würden den Interbankmarkt beleben und den Staaten wieder Zugang zu den Kapitalmärkten verschaffen. Sie würden es dem Eurosystem ermöglichen, sich aus seiner unkonventionellen und unerwünschten Rolle als Finanzintermediär zurückzuziehen, und sie würden das Vertrauen in die gemeinsame Währung so weit stärken, dass sich sowohl institutionelle als auch private Einleger wieder den heimischen Banken zuwenden. Wenn dank eines gemeinschaftlichen Währungs- und Bankensystems wieder zur Tagesordnung übergegangen werden kann, werden die Staats- und Regierungschefs genügend Zeit haben, um den umfassenderen institutionellen Rahmen abschließend festzulegen, damit die Währungsunion langfristig überleben kann.

Zusammenfassung

Das Weltwirtschaftswachstum wieder auf einen ausgewogenen, selbsttragenden Pfad zu bringen ist nach wie vor eine schwierige und ungelöste Aufgabe. Wie in diesem Jahresbericht dargelegt, behindern mehrere miteinander verknüpfte strukturelle Schwächen die Reformen, die in den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften anstehen. All jene, die auf schnelle Rezepte hoffen, werden einmal mehr enttäuscht sein – diese gibt es nämlich nicht. Und die ohnehin schon über die Maßen beanspruchten Zentralbanken können diese Schwächen nicht beheben. Erkannt haben das teilweise die Verbraucher in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften: Sie verringern ihre Schulden und konsumieren zögerlicher. Erkannt haben das auch eine Reihe von Unternehmen: Sie schieben Investitionsentscheidungen und Neuanstellungen hinaus. Und auch Anleger haben das erkannt: Angesichts der schwachen und ungewissen Aussichten sind sie auf der Hut – warum sonst würden sie negative Realzinsen auf Staatsanleihen vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften akzeptieren?

Ein Blick auf die Gesamtwirtschaft zeigt drei dringliche Handlungsfelder (Grafik I.1): Der Finanzsektor muss Verluste ausweisen und sich rekapitalisieren, die Regierungen müssen die Staatshaushalte wieder auf einen tragfähigen Pfad bringen, und die privaten Haushalte und Unternehmen müssen ihre Schulden abbauen. Derzeit wird durch die Belastungen und Anpassungsbemühungen in einem Feld die Lage in den anderen beiden Feldern verschlechtert: Der Finanzsektor setzt die Regierungen unter Druck und bremst



den Schuldenabbau der privaten Haushalte und Unternehmen. Die Regierungen behindern mit ihrer sinkenden Kreditwürdigkeit und der nötigen Haushaltskonsolidierung die anderen beiden Sektoren in ihrem Anpassungsprozess. Und die privaten Haushalte und Unternehmen beeinträchtigen mit ihrem Schuldenabbau die Erholung im öffentlichen Sektor und bei den Banken. All diese Verknüpfungen schaffen einen vielschichtigen Teufelskreis.

Die Zentralbanken finden sich inmitten dieses Teufelskreises wieder. Sie sind gezwungen, sämtliche ihnen zur Verfügung stehenden Mittel zur Schadensbegrenzung zu nutzen: Sie müssen dem Finanzsektor auf direktem Wege Liquidität bereitstellen und haben keine andere Wahl, als die außerordentlich niedrigen Zinssätze beizubehalten, damit die Belastung für Finanzbehörden, private Haushalte und Unternehmen in Grenzen gehalten wird. Dieser immense Druck bedroht das Preisstabilitätsziel, die Glaubwürdigkeit und letztlich die Unabhängigkeit der Zentralbanken.

Diesen Teufelskreis zu durchbrechen und damit den Druck auf die Zentralbanken zu mindern ist von entscheidender Bedeutung. Voraussetzung dafür ist, dass die Banken saniert und gestärkt und dass gleichzeitig Größe und Risikogehalt des öffentlichen Sektors unter Kontrolle gebracht werden. Wie in früheren Jahresberichten mehrfach betont, müssen die Banken ihre Bilanzen

sanieren, damit sie den Wert ihrer Aktiva genau abbilden. In diesem Bereich haben sie einige Fortschritte gemacht. Die öffentlichen Entscheidungsträger müssen aber dafür sorgen, dass diese rascher erfolgen. Und sie müssen eine zügige Rekapitalisierung und den Aufbau von Kapitalpolstern sicherstellen, sobald sich die Lage verbessert. Ganz allgemein müssen die Behörden die vereinbarten Reformen des Finanzsektors umsetzen und sie auf das Schattenbankensystem ausweiten. Außerdem müssen sie die Größe und die Bedeutung des Finanzsektors begrenzen, damit der Ausfall eines Finanzinstituts keine Krise auslöst.

Im Euro-Raum sind die schädlichen Wirkungen des Teufelskreises weithin zu spüren, und es wird deutlich, dass nicht nur die auch anderswo in der Welt zu beobachtenden Schwächen ein Problem darstellen, sondern auch die unvollständige Finanzintegration der Währungsunion. Europa wird diese Krise überwinden können, wenn beide Probleme angegangen werden: strukturelle Anpassungen, Haushaltskonsolidierung und Bankenrekapitalisierung einerseits sowie die Schaffung eines einheitlichen Rahmens für Bankenregulierung und -aufsicht, Einlagensicherung und Liquidierung andererseits. Damit lässt sich die schädliche Rückkopplung zwischen schwachen Staaten und schwachen Banken endgültig kappen, und es wird sich eine finanzielle Normalität einstellen. Die dadurch gewonnene Zeit kann genutzt werden, um den institutionellen Rahmen des Euro-Raums weiterzuentwickeln.

Generell wird – in Europa und auch anderswo – die Revitalisierung der Banken und die Mäßigung des Finanzsektors dessen zerstörerische Interaktion mit den übrigen Sektoren beenden und den Weg für die nächsten Schritte bereiten: Haushaltskonsolidierung und Schuldenabbau des privaten nicht finanziellen Sektors der Wirtschaft. Nur wenn die Bilanzen in allen Teilen der Wirtschaft saniert sind, können wir darauf hoffen, zu einem ausgewogenen Wachstum zurückzukehren. Nur dann wird der Teufelskreis durchbrochen und eine Aufwärtsspirale in Gang gesetzt.