

## I. Die gewonnene Zeit bestmöglich nutzen

Vor sechs Jahren, Mitte 2007, zeigten sich im Finanzsystem die ersten Risse. Gut ein Jahr später ging Lehman Brothers in Konkurs, was die fortgeschrittenen Volkswirtschaften an den Rand des Zusammenbruchs brachte. Die fünf nachfolgenden Jahre waren von Rezession und schleppender Erholung geprägt, und die Zentralbanken der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sahen sich dazu gezwungen, Mittel und Wege zur stärkeren Lockerung ihrer Geldpolitik zu finden. Zunächst senkten sie ihren Leitzins auf praktisch null, wo er im Falle der USA, des Vereinigten Königreichs und des Euro-Raums seither verharrt (und wo er im Falle Japans bereits seit Mitte der 1990er Jahre steht). Dann begannen diese Zentralbanken ihre Bilanzen auszuweiten: Inzwischen sind diese insgesamt auf etwa das Dreifache des Vorkrisenniveaus angestiegen – und wachsen immer noch.

Die Formulierung, „alles Erforderliche“ („whatever it takes“) zu tun, fiel ursprünglich im Zusammenhang mit Zentralbankmaßnahmen, die den Kollaps des Finanzsystems verhindern sollten, und wird seitdem bei Rufen nach einer Fortsetzung der Sondermaßnahmen zitiert. Allerdings liegt der Höhepunkt der Krise mittlerweile hinter uns, und das Ziel der Wirtschaftspolitik ist nun ein anderes: Jetzt geht es darum, die nach wie vor langsam wachsenden Volkswirtschaften zu einem kräftigen und nachhaltigen Wachstum zurückzuführen. Sind die Zentralbanken in dieser Situation wirklich in der Lage, „alles Erforderliche“ zu tun? Je mehr Zeit verstreicht, desto unwahrscheinlicher erscheint es. Zentralbanken können nicht die Bilanzen der privaten Haushalte und der Finanzinstitute sanieren. Sie können auch nicht die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherstellen. Und vor allem können sie nicht die Strukturreformen im Wirtschafts- und Finanzbereich durchsetzen, die notwendig sind, um die Volkswirtschaften zu dem realen Wachstum zurückzuführen, das sowohl die Regierungen als auch die Bürger wünschen und erwarten.

Was die akkommodierende Geldpolitik in der Erholungsphase aber bewirkt hat: Es wurde Zeit gewonnen – Zeit für Bilanzsanierung, Haushaltskonsolidierung und Reformen, die das Produktivitätswachstum wieder ankurbeln. Allerdings wurde diese Zeit nicht gut genutzt: Die anhaltend niedrigen Zinsen und unkonventionellen Maßnahmen haben es dem Privatsektor nämlich einfach gemacht, den Schuldenabbau auf die lange Bank zu schieben, sie haben es den Regierungen einfach gemacht, Defizite zu finanzieren, und sie haben es den zuständigen Instanzen einfach gemacht, die notwendigen Reformen in der Realwirtschaft und im Finanzsystem hinauszuzögern. Billiges Geld macht es eben leichter, Schulden aufzunehmen anstatt zu sparen, Geld auszugeben anstatt Steuern zu erheben, und weiterzumachen wie bisher anstatt etwas zu verändern.

Natürlich haben in einigen Ländern die privaten Haushalte bei der beschwerlichen Aufgabe des Schuldenabbaus Fortschritte gemacht. Manche Finanzinstitute haben ihre Eigenkapitalbasis verbessert, und in mehreren Ländern wurde die schmerzhaft, aber notwendige Haushaltskonsolidierung in Angriff genommen. Auch ein großer Teil der schwierigen Reformen im Finanzsystem ist inzwischen abgeschlossen. Insgesamt jedoch sind die Fortschritte langsam, stockend und von Land zu Land sehr unterschiedlich. Private Haushalte und Unternehmen hoffen immer noch, dass der Wert von Vermögenspositionen sowie die Erträge steigen und sich ihre Bilanzen verbessern, wenn sie nur lange genug warten. Die Regierungen hoffen, dass die Wirtschaft mit der Zeit wachsen und sich damit die Schuldenquote verringern wird. Und die Politiker warten und hoffen, dass Einkommen und Gewinne

wieder steigen und dass Arbeits- und Gütermarktreformen dadurch weniger dringlich werden. Durch Warten wird die Situation aber nicht besser, vor allem dann nicht, wenn die Unterstützung und die Geduld der Bevölkerung allmählich schwinden.

Die Zentralbanken können jedenfalls nicht noch mehr tun, ohne die bereits eingegangenen Risiken zu verschärfen. Sie müssen vielmehr ihren traditionellen – zusätzlich allerdings auf Finanzstabilität ausgerichteten – Handlungsrahmen wieder in den Vordergrund stellen und die notwendigen Anpassungen fördern, anstatt sie durch Zinsen von nahe null und immer umfangreichere Staatsanleiheankäufe zu verzögern. Außerdem müssen die Zentralbanken die zuständigen Instanzen dazu drängen, produktivitäts- und beschäftigungssteigernde Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten voranzutreiben, anstatt sie im falschen Glauben zu lassen, dass diese Reformen zu einem späteren Zeitpunkt leichter umzusetzen wären.

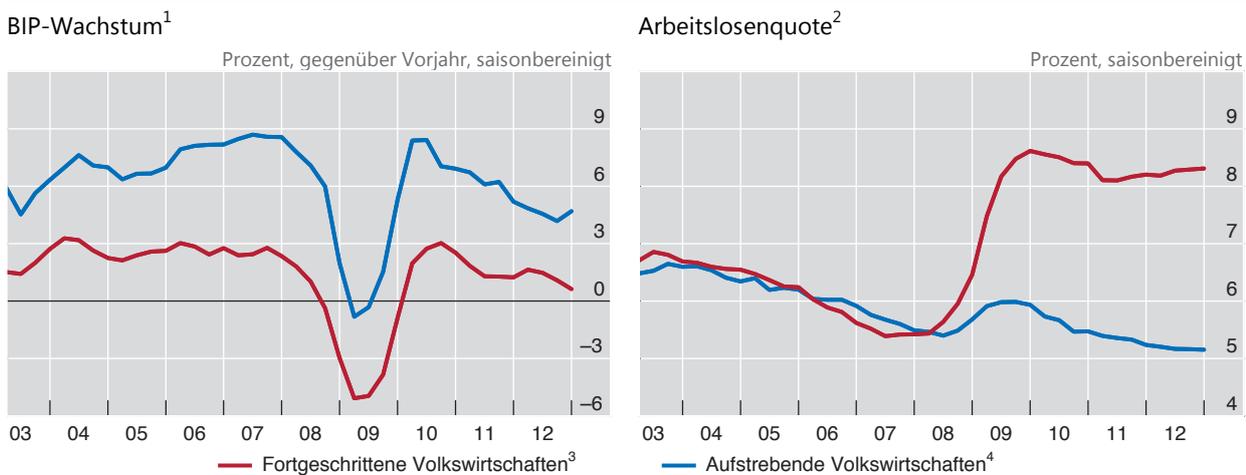
Im vorliegenden Jahresbericht werden diese Fragen – nach einem Rückblick auf das vergangene Jahr in Kapitel II – in den Kapiteln III bis VI ausführlich erörtert. Diese Kapitel werden im Folgenden kurz umrissen. Unsere Botschaft ist einfach: Die zuständigen Instanzen müssen Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten vorantreiben, um die Produktivität zu erhöhen und das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Der private Sektor muss Schulden abbauen, und der öffentliche Sektor muss einen tragfähigen Haushalt gewährleisten. Die Risiken im Finanzsystem müssen unter Kontrolle gebracht werden. Sich bei der Lösung dieser Probleme auf die Geldpolitik zu verlassen ist eine Strategie, die zum Scheitern verurteilt ist.

## Erhöhung der Flexibilität: der Schlüssel zum Wachstum

Ein nachhaltiges und ausgewogenes Wachstum der Weltwirtschaft ist noch immer ein fernes Ziel. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich die Wachstumsrate nur teilweise erholt, und die Arbeitslosigkeit verharrt auf hohem Niveau (Grafik I.1). Wie in Kapitel III erörtert wird, gehören die Strukturverhärtungen an den Arbeits- und Gütermärkten zu den größten Hindernissen für eine langfristig gesunde Wirtschaft. Die Finanzkrise und ihre Nachwirkungen haben gezeigt, dass sich solche Strukturprobleme verschärfen, wenn die Konjunkturwende eintritt und der Boom sich ins Gegenteil kehrt. Die Erholung war denn auch in vielen Ländern bisher enttäuschend schwach.

Wenn sich ein Boom am Wohnimmobilienmarkt ins Negative kehrt, wie in einigen Ländern geschehen, schränken Strukturverhärtungen die Mobilität der Arbeitskräfte zwischen den verschiedenen Wirtschaftssektoren ein. Kapitel III zeigt, wie in Ländern, in denen die Rezession mit großen sektoralen Ungleichgewichten verbunden ist, strenge Beschäftigungsschutzbestimmungen die Erholung und das Beschäftigungswachstum verlangsamen. Länder könnten folglich erheblichen Nutzen daraus ziehen, wenn sie ihre Arbeits- und Gütermärkte weniger stark regulieren und wachstumsfreundlicher gestalten.

An flexibleren Arbeits- und Gütermärkten können Ressourcen leichter von wenig produktiven in produktivere Sektoren umgelenkt werden, mit offensichtlichen Vorteilen für das Wachstum. Gleichzeitig fördert eine Flexibilisierung dieser Märkte das unternehmerische Handeln und schafft die Grundlage dafür, dass Unternehmen ihre Produktivität steigern, wachsen und mehr Arbeitsplätze schaffen. Dazu muss der Regulierungsgrad verringert und der Schutz von Partikularinteressen abgebaut werden – sowohl das eine wie auch das andere verhindert nämlich die für eine Erhöhung des nachhaltigen Wachstums unabdingbaren Produktivitätssteigerungen. Natürlich muss ein grundlegender Arbeitnehmer- und Verbraucherschutz gewahrt werden, und das endgültige Ausmaß der Regulierung ist von Land zu Land unter-



<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. <sup>2</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Erwerbsbevölkerung; kann je nach Land unterschiedlich definiert sein. <sup>3</sup> Australien, Dänemark, Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich. <sup>4</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

schiedlich. Die Kosten übermäßig regulierter Arbeits- und Gütermärkte sind jedoch unbestritten: Sie setzen der Flexibilität derart enge Grenzen, dass das langfristige Wachstum beeinträchtigt wird.

Einiges spricht dafür, dass Strukturverhärtungen besonders nach einer Krise großen Schaden anrichten. Deshalb sollten Reformen unbedingt in guten Zeiten erfolgen und nicht erst dann, wenn ein Land unter Druck geraten ist. Beispiele für solche vorsorglichen Reformen gibt es wenige. Allerdings haben jene Länder, die die Finanzkrise relativ unbeschadet überstanden haben, allen Grund, eher heute als morgen für Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten zu sorgen.

## Fiskalpolitik: Gefahr noch nicht gebannt

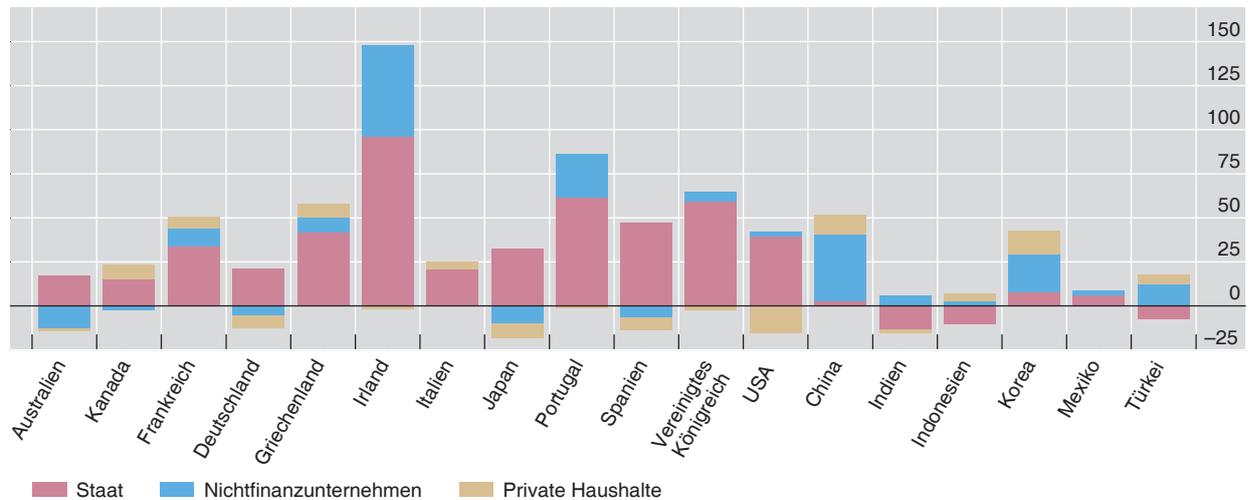
Auf die Finanzkrise wurde mit Bankenrettungen und einer expansiven Fiskalpolitik reagiert, wodurch die Staatsverschuldung auf neue Höchstwerte stieg. Zudem war in Ländern, in denen sich im Vorfeld der Krise eine Blase am Wohnimmobilienmarkt gebildet hatte, die Verschuldung der privaten Haushalte bereits sehr hoch. In den fünf Jahren seit dem Höhepunkt der Krise hoffte man, beim erforderlichen Schuldenabbau deutliche Fortschritte zu erzielen und so die Voraussetzungen für einen sich selbst tragenden Aufschwung zu schaffen.

Stattdessen aber verzeichneten die meisten großen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften von 2007 bis 2012 einen *Anstieg* der Schulden in Relation zum BIP – bei den privaten Haushalten, den Nichtfinanzunternehmen und dem öffentlichen Sektor (Grafik I.2). In den in der Grafik aufgeführten Ländern erhöhte sich diese Verschuldung insgesamt um \$ 33 Bio. bzw. rund 20 Prozentpunkte des BIP. Die Gesamtschuldenquote einiger Länder, einschließlich einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, stieg in diesem Zeitraum sogar noch rasanter. Das ist sicher keine tragfähige Entwicklung. Überschuldung ist eine der größten

## Veränderung der Verschuldung, 2007–12

In Prozentpunkten des BIP

Grafik I.2



Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; OECD; BIZ; Angaben der einzelnen Länder.

Wachstumsbremsen nach einer Finanzkrise. Jahr für Jahr einfach mehr Schulden zu machen ist nicht die Lösung.<sup>1</sup>

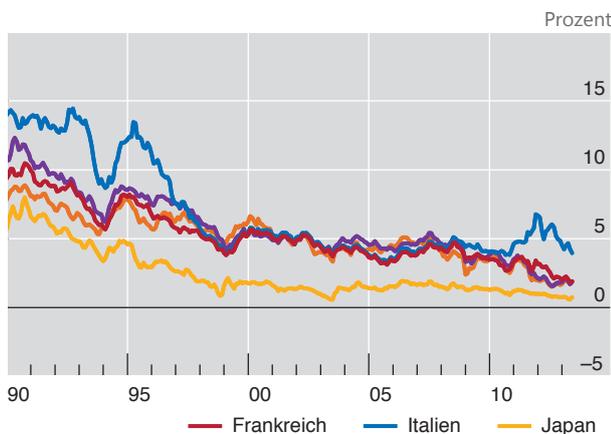
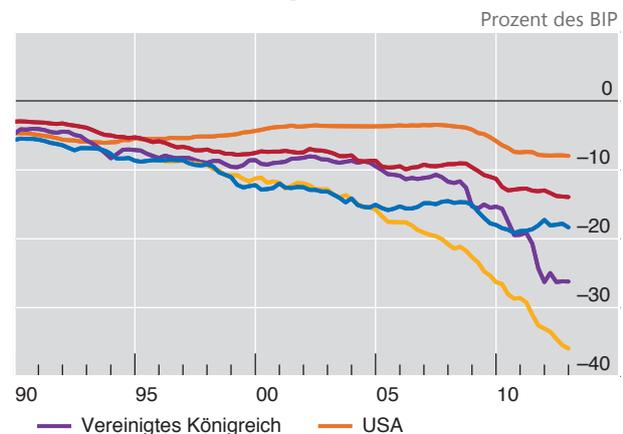
In den meisten in Grafik I.2 aufgeführten Ländern macht die Staatsverschuldung den größten Teil des Schuldenanstiegs aus. Eine antizyklische Fiskalpolitik war auf dem Höhepunkt der Finanzkrise notwendig, um die Gefahr einer Depression abzuwenden. Heute jedoch stellt sich die Lage anders dar. Wenn die Staatsverschuldung etwa 80% des BIP übersteigt, beginnt sie als Wachstumsbremse zu wirken. Dies zeigen verschiedene in Kapitel IV erläuterte Untersuchungen.<sup>2</sup> Angesichts einer Schuldenquote von über 100% des BIP in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der zu erwartenden hohen zusätzlichen Ausgaben im Zusammenhang mit der Alterung der Bevölkerung bleibt die Rückkehr zu mittel- und langfristig tragfähigen Staatsfinanzen eine zentrale Herausforderung.

Übermäßige Staatsschulden verringern letztlich die Kreditwürdigkeit eines Landes und untergraben das Vertrauen. Die Sanierung des Staatshaushalts kann dazu beitragen, den positiven Wirkungskreislauf zwischen Finanzsystem und Realwirtschaft

<sup>1</sup> Einige Untersuchungen zeigen, dass nach einer Finanzkrise der Schuldenabbau des privaten Sektors im Abschwung signifikant positiv mit der Stärke der nachfolgenden Erholung korreliert ist. Siehe M. Bech, L. Gambacorta und E. Kharroubi, „Monetary policy, leverage and the business cycle“, *BIS Working Papers*, Nr. 388, September 2012.

Die privaten Haushalte in den USA und – in geringerem Maße – in Spanien und dem Vereinigten Königreich konnten ihre Schulden verringern. In Relation zum BIP lag dieser Schuldenabbau allerdings weit unter der Marke von rund 40 Prozentpunkten, die in der Vergangenheit nach einer Finanzkrise im privaten Nichtfinanzsektor durchschnittlich erreicht wurde. Siehe G. Tang und C. Upper, „Debt reduction after crises“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2010, S. 25–38.

<sup>2</sup> Die Verschuldung anderer Sektoren hat eine ähnliche Wirkung: Wenn die Schulden der Unternehmen 90% des BIP und die der privaten Haushalte rund 85% des BIP übersteigen, wirken sie wachstumshemmend; siehe S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, „The real effects of debt“, in: *Achieving maximum long-run growth*, Tagungsbericht des von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposiums in Jackson Hole, August 2011, S. 145–196.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen<sup>1</sup>Veränderung des Wertes von Schuldtiteln nach einem Renditeanstieg<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Monatsdurchschnitt. <sup>2</sup> Geschätzte Veränderung des Wertes ausstehender verhandelbarer („negotiable“) Schuldtitel des Zentralstaates in Prozent des BIP des jeweiligen Landes zu jedem einzelnen Zeitpunkt nach einem hypothetischen Anstieg der Renditen um 3 Prozentpunkte über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg. Japan, Vereinigtes Königreich, USA: basierend auf geschätzten Werten ausstehender verhandelbarer Titel und auf durchschnittlichen Laufzeiten, ohne Bestände der jeweiligen Zentralbank; Frankreich, Italien: basierend auf geschätzten Werten ausstehender verhandelbarer Titel und auf durchschnittlichen Laufzeiten. Frankreich, Italien, Japan, Vereinigtes Königreich: geschätzte verhandelbare Schuldtitel und durchschnittliche Laufzeiten gemäß Daten der OECD, der einzelnen Länder und der BIZ; USA: marktfähige Schuldtitel und durchschnittliche Laufzeiten gemäß nationalen Angaben.

Quellen: OECD; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; Angaben der einzelnen Länder; BIZ; Berechnungen der BIZ.

wiederherzustellen. Niedrige Schuldenstände geben den politischen Entscheidungsträgern zudem wieder den erforderlichen Spielraum, um auf die unvermeidliche nächste Finanz- oder Wirtschaftskrise reagieren zu können.

Obwohl die Haushaltskonsolidierung immer dringlicher wird, wie in Kapitel IV dargelegt, gibt es nur wenig greifbare Ergebnisse. Günstige Finanzierungsbedingungen aufgrund niedriger kurz- und langfristiger Zinsen haben in etlichen Ländern den Druck von den Regierungen genommen, fiskalpolitische Korrekturen vorzunehmen.<sup>3</sup> Doch diese Atempause ist nicht von Dauer, und sie ist mit Risiken behaftet. Es sei an dieser Stelle daran erinnert, dass die langfristigen Zinssätze in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den beiden Jahrzehnten vor der Krise durchschnittlich bei rund 6% lagen (Grafik I.3 links). Heute betragen die langfristigen Anleiherenditen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften etwa 2% – in Japan noch deutlich weniger. Wenn Zinssätze und Anleiherenditen allmählich wieder steigen, werden diejenigen, die in Staatsanleihen investiert haben, sehr hohe Verluste erleiden.

Bei einem Anstieg der Renditen um 3 Prozentpunkte über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg würden beispielsweise Inhaber von US-Schatztiteln (die Federal Reserve ausgenommen) mehr als \$ 1 Bio. bzw. fast 8% des US-BIP verlieren (Grafik I.3 rechts). Die Verluste der Inhaber von Staatsanleihen Frankreichs, Italiens, Japans und des Vereinigten Königreichs lägen im Bereich von rund 15–35% des BIP des jeweiligen Landes. Es ist unwahrscheinlich, dass die Renditen quasi über Nacht um 300 Basispunkte hochschnellen. Die Erfahrung aus dem Jahr 1994 zeigt jedoch, dass es innerhalb recht kurzer Zeit zu einem beträchtlichen Anstieg kommen kann.

<sup>3</sup> Die außerordentlich niedrigen Renditen haben verschiedene Ursachen, u.a. anhaltend schwache Wirtschaftsaussichten, ausländische Kapitalzuflüsse in sichere Anlagen, die regulierungsbedingte Nachfrage nach sicheren und liquiden Aktiva sowie umfangreiche Zentralbankinterventionen.

Damals hatten sich die langfristigen Anleiherenditen in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften innerhalb eines Jahres um rund 200 Basispunkte erhöht.

Der einzelne Anleger mag sich mit ausgefeilten Absicherungsstrategien schützen können, irgendjemand muss aber letztlich das Zinsänderungsrisiko tragen. In der Tat sind die möglichen Verluste in Relation zum BIP in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften so hoch wie nie zuvor. Da u.a. in- und ausländische Banken Verluste erleiden würden, sind Zinserhöhungen ein Risiko für die Stabilität des Finanzsystems, wenn sie nicht sehr vorsichtig vorgenommen werden. Vor diesem Hintergrund ist es entscheidend, dass die Zentralbanken ihre Ausstiegspläne klar und frühzeitig kommunizieren.

Die Regierungen müssen alles daran setzen, ihren Haushalt wieder auf einen tragfähigen Pfad zu bringen. Das Wachstum wird einfach nicht kräftig genug sein, damit die Haushaltskonsolidierung von selbst erfolgt. Mit anderen Worten: Der Nenner des Verhältnisses zwischen Schulden und BIP wird nicht schneller ansteigen als der Zähler. Schmerzhaftes Einschnitte hinauszuzögern birgt das Risiko, in Krisenzeiten zu einer Konsolidierung gezwungen zu sein, wie es derzeit in einigen Ländern Südeuropas der Fall ist. Finanzpolitische Strukturprobleme müssen frühzeitig angegangen werden. Damit wird verhindert, dass zu einem späteren Zeitpunkt noch weit schmerzhaftere Einschnitte vorgenommen werden müssen.

Gleichzeitig ist die Qualität der Haushaltskorrektur ebenso wichtig wie ihr Ausmaß, wie in Kapitel IV argumentiert wird. Die Strategie des Abwartens hat nichts gebracht. Einige sehr langsam wachsende Länder waren zu drastischen, undifferenzierten Einschnitten gezwungen, sie mussten Abstriche bei produktiven öffentlichen Investitionen vornehmen und wachstumshemmende Steuern erhöhen. Jene Länder, die noch dazu in der Lage sind, sollten vorrangig ihre Ausgaben senken, indem sie den staatlichen Konsum verringern und Transferleistungen einschränken. Länder mit nach wie vor niedrigen Steuersätzen sollten ihr Augenmerk auch auf Einnahmenerhöhungen richten.

Ein wichtiger Punkt ist die Senkung der künftigen Ausgaben im Zusammenhang mit der Alterung der Bevölkerung. Hier besteht derzeit in vielen Ländern Handlungsbedarf. Diese eigentlich auf lange Sicht ausgerichteten Maßnahmen zeigen auch unmittelbar positive Wirkung, weil sie den Eindruck tragfähiger Staatsfinanzen stärken.

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften sind die öffentlichen Haushalte nach wie vor solide. Ein Grund dafür ist, dass diese Länder nicht im Zentrum der Krise standen. Dass die Haushaltslage derzeit günstig erscheint, liegt allerdings in einigen Fällen vor allem an Einnahmen aus steigenden Vermögens- und Rohstoffpreisen. Da diese günstigen Bedingungen vermutlich nicht von Dauer sind, ist Vorsicht angebracht. In anderen Fällen führt die rückläufige weltweite Nachfrage zu geringeren Einnahmen und höheren Ausgaben, was die Staatsverschuldung ansteigen lässt. Die politischen Entscheidungsträger der aufstrebenden Volkswirtschaften sollten diese bereits sichtbaren Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und die potenziell höheren alterungsbedingten Ausgaben weiterhin im Auge behalten.

## Finanzsystem: die Widerstandsfähigkeit erhöhen

Die Komplexität des Finanzsystems ist eine ständige Herausforderung für die Finanzaufsicht. Die Systemstabilität zu bewahren erfordert angemessene Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften sowie geeignete Abwicklungsmechanismen. Alle Finanzinstitute müssen über ausreichende und hochwertige Eigenkapitalpolster verfügen, um vor Verlusten geschützt zu sein. Zudem müssen sie angemessene Liquiditätspolster aufbauen, um gegen einen plötzlichen Vertrauensverlust an den

Märkten gewappnet zu sein. Überdies bedarf es verbesserter Mechanismen, damit große, komplexe Institute in geordneter Weise abgewickelt werden können.

Strategien und Wege zu finden, um die Risiken eines zunehmend globalen und komplexen Finanzsystems in den Griff zu bekommen, gehört nach wie vor zu den schwierigsten Aufgaben der politischen Entscheidungsträger weltweit. In Kapitel V wird argumentiert, dass bei der Schaffung einer besseren Finanzaufsicht der Messung und Steuerung dieser Risiken besondere Bedeutung beizumessen ist.

Dabei wird der Nutzen einer Finanzaufsicht, welche die zunehmende Komplexität des Finanzsystems berücksichtigt, anhand eines Beispiels aufgezeigt: Bei der Beurteilung der Lage einer Bank haben sowohl eine einfache Regel wie die Höchstverschuldungsquote als auch eine komplexere risikogewichtete Messgröße ihre Vorteile und Grenzen. Doch sie ergänzen einander, und in Kombination liefern sie mehr Angaben zum Risikograd einer Bank als jede für sich genommen. Außerdem ist es viel schwieriger, diese Messgrößen zu manipulieren, wenn sie parallel verwendet werden. Die jüngste Debatte über die Komplexität der Regulierungsvorschriften sollte also in einer praktischen Umsetzung münden, die auf der Erkenntnis beruht, dass sich risikosensitive Messgrößen und einfache Bilanzregeln gegenseitig unterstützen, wenn es darum geht, die Risiken im Finanzsystem zu überwachen und zu begrenzen.

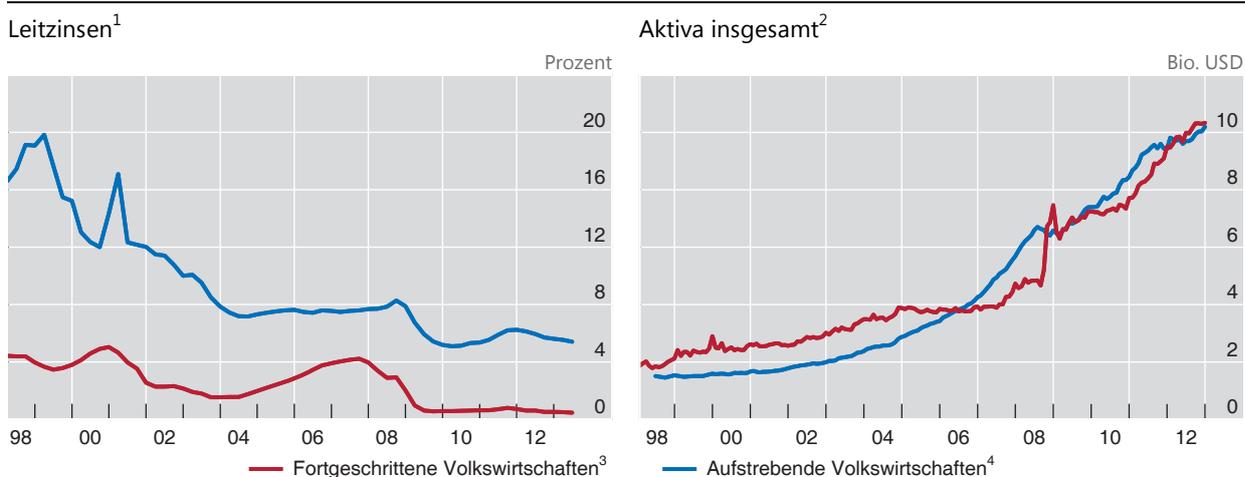
Die Palette der zulässigen Bankaktivitäten zu beschränken kann zur Minderung des Systemrisikos beitragen – ein Allheilmittel ist es aber wohl nicht. Derartige Beschränkungen verringern die Komplexität der Banken nur wenig, und selbst wenn sie die Organisationsstruktur einer einzelnen Bank vereinfachen, ist ihre Wirkung auf das Systemrisiko unklar.

Die sich ständig weiterentwickelnden Standards für das globale Finanzsystem müssen auf einfachen Prinzipien basieren: die Internalisierung von Systemrisiken; ausreichende Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen, um private Anreize und öffentliches Interesse miteinander in Einklang zu bringen; eine risikobasierte Ausrichtung der Eigenkapitalanforderungen, damit Umschichtungen in hochriskante Vermögenswerte begrenzt werden; eine Erweiterung der aufsichtlichen Zuständigkeit, damit die Aufseher (und Manager) die Risiken im Auge behalten können; und schließlich eine ausreichende Flexibilität, damit der Regulierungsrahmen mit der Entwicklung des Finanzsystems Schritt halten kann. Was jedoch im Prinzip einfach ist, erweist sich in der Praxis meist als kompliziert. Der Erfolg der Regulierungsreform im Finanzsystem ist also mit langen und komplexen Definitionen und Prozessen verbunden, und zwar aus einem einfachen praktischen Grund: Detaillierte Vorschriften können umgesetzt werden, Prinzipien nicht.

## Geldpolitik: gewonnene Zeit

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise sind die Zentralbanken immer weiter in Neuland vorgedrungen. Nachdem die Zentralbanken der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Zinsuntergrenze erreicht hatten, wandten sie sich dem Ankauf von Vermögenswerten zu. Die entsprechenden Bestände machen inzwischen 25% des Gesamt-BIP dieser Länder aus. Mittlerweile haben auch die Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften ihre Bilanzen ausgeweitet und halten Vermögenswerte in Höhe von mehr als 40% des BIP. Die gesamten Aktiva der Zentralbanken in fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften sind von \$ 10,4 Bio. im Jahr 2007 auf heute über \$ 20,5 Bio. angestiegen – und die Zentralbanken stehen weiterhin unter Druck, noch mehr zu tun (Grafik I.4).

Doch ungeachtet sämtlicher geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen bleibt das Wirtschaftswachstum verhalten, und der Beschäftigungsaufbau befindet sich



<sup>1</sup> Leitzinsen oder naheliegendste Alternative; Zielbandbreiten: Mittelwert der Bandbreite; gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. <sup>2</sup> Der aufgeführten Volkswirtschaften. <sup>3</sup> Australien, Dänemark, Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich. <sup>4</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; Angaben der einzelnen Länder.

noch nicht auf einem stabilen Pfad. Zudem haben die niedrigen Zinssätze in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weltweite Auswirkungen. Dazu gehören Kapitalzuflüsse in rasch wachsende aufstrebende Volkswirtschaften und einige kleine fortgeschrittene Volkswirtschaften. Der sich daraus ergebende Aufwertungsdruck auf die Währungen dieser Länder behindert die nationalen Stabilisierungsbemühungen der jeweiligen Zentralbanken.

Weitere außerordentliche geldpolitische Impulse werden mehr und mehr zu einer Gefahr, denn das Kosten-Nutzen-Verhältnis beginnt sich zu verschieben. In Kapitel VI wird argumentiert, dass eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik nach wie vor die Grundlage für Wachstum bildet. Preisstabilität ist essenziell. Allerdings hat uns die Krise gelehrt, dass die ausschließliche Ausrichtung der Politik auf eher kurzfristige Preisstabilität nicht ausreicht: Auch die Finanzstabilität ist für langfristige gesamtwirtschaftliche Stabilität wichtig. Die Herausforderung besteht darin, den herkömmlichen geldpolitischen Handlungsrahmen so zu verändern, dass er Finanzstabilitätsaspekte wirksam und symmetrisch miteinbezieht.

All dies bringt die geldpolitischen Entscheidungsträger in den größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in eine heikle Lage. Wie können Zentralbanken die politischen Entscheidungsträger dazu bringen, Strukturreformen umzusetzen? Wie können Zentralbanken verhindern, dass die Wirtschaft allzu stark von Impulsen seitens der Geldpolitik abhängig wird? Wann müssen Zentralbanken aus der geldpolitischen Lockerung aussteigen? Und wie können sie im Falle eines solchen Kurswechsels vermeiden, dass die Anleiherenditen in die Höhe schnellen? Es ist an der Zeit, dass die Geldpolitik die Antworten auf diese Fragen liefert.

## Zusammenfassung

Sechs Jahre sind seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise vergangen. Ein robustes, selbsttragendes und ausgewogenes Wachstum der Weltwirtschaft liegt aber noch immer in weiter Ferne. Wenn es einen einfachen Weg gäbe, dieses Ziel zu erreichen, hätte man ihn inzwischen gefunden. Geldpolitische Impulse allein sind nicht die Lösung, weil die Wurzeln des Problems nicht im Bereich der Geldpolitik liegen. Aus diesem Grund müssen die Zentralbanken zu ihrer Rolle als Stabilitäts- hüter zurückfinden, damit andere die schwierige, aber notwendige Anpassungsarbeit leisten können.

Die zuständigen Instanzen müssen Reformen an den Arbeits- und Güter- märkten vorantreiben, damit wirtschaftliche Ressourcen leichter in die produktiveren Sektoren gelenkt werden können. Die privaten Haushalte und die Unternehmen müssen die schwierige Aufgabe der Bilanzsanierung zum Abschluss bringen, und die Regierungen müssen alles daran setzen, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen. Die Regulierungsinstanzen müssen die Vorschriften an ein immer stärker vernetztes und komplexeres Finanzsystem anpassen und gewährleisten, dass die Banken über genügend Eigenkapital- und Liquiditätspolster verfügen, um die eingegangenen Risiken abzudecken. Jedes Land muss sein Reformprogramm so gestalten, dass seine Erfolgchancen maximiert werden, die laufende wirtschaftliche Erholung aber nicht gefährdet wird. Letztlich wird eine Rückkehr zu einem kräftigen und nachhaltigen realen Wachstum aber nur mit einem energischen Sanierungs- und Reformprogramm möglich sein.