

II. Das Jahr im Rückblick

Während des vergangenen Jahres geriet das Wachstum in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ins Stocken. Besorgnis über das Ausfallrisiko von Staaten, die Solidität von Banken und die Konjunkturaussichten kam wieder auf und stürzte den Euro-Raum in eine Rezession. In Japan und im Vereinigten Königreich war die Investitionstätigkeit schwach, und in den USA belastete die Unsicherheit über die kurzfristige Fiskalpolitik die Wirtschaftstätigkeit. Das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften verlangsamte sich angesichts schlechterer außenwirtschaftlicher Rahmenbedingungen. In einigen Ländern konnte jedoch eine robuste Inlandsnachfrage die Verringerung der Exporte teilweise ausgleichen.

Weltweit reagierten Zentralbanken mit einer Senkung der Leitzinssätze, sofern sie dafür noch Spielraum hatten. Diejenigen Zentralbanken, die keinen Spielraum mehr hatten, ergriffen weitere unkonventionelle Maßnahmen, um die Geldpolitik zu lockern: Sie änderten ihre geldpolitischen Ziele, passten ihre Kommunikationsstrategien an, weiteten die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten aus bzw. gestalteten sie neu und richteten ihre Geldpolitik auf bestimmte Transmissionskanäle aus. Infolgedessen sank das wahrgenommene Abwärtsrisiko, und es wurde mit einer länger anhaltenden Periode niedriger Leitzinsen gerechnet. Das verlieh den Finanzmärkten Auftrieb und förderte Kapitalflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften, die höher rentierende Vermögenswerte boten, was wiederum deren Währungen unter Aufwertungsdruck setzte.

Bislang bestehen Anzeichen für eine uneinheitliche Erholung. Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnen ein kräftiges Kreditwachstum, und in den USA, in Japan und im Vereinigten Königreich wurden die Kreditkonditionen gelockert. Im Euro-Raum sind die Kreditvergabebedingungen jedoch nach wie vor restriktiv, und die private Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen und Konsum ist drastisch gesunken. Hochfrequenzindikatoren für die Konjunkturentwicklung bestätigen das Bild einer uneinheitlichen Erholung. Die bisherigen Daten für 2013 deuten darauf hin, dass die Erholung langsam und holprig verlaufen dürfte, wobei an den Finanzmärkten als Reaktion auf manchmal widersprüchliche Nachrichten ruhige und volatile Phasen einander abwechseln.

Die Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors bleibt weltweit hoch. Das ist sowohl eine Hinterlassenschaft des Finanzbooms vor der Krise als auch ein Ergebnis des akkommodierenden geldpolitischen Kurses, der als Reaktion auf die Krise eingeschlagen wurde. Obwohl es besonders in jenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die in der Boomphase erhebliche Schulden akkumuliert hatten, Fortschritte beim Abbau der Verschuldung gab, hemmt die nach wie vor nicht abgeschlossene Bilanzsanierung das Wachstum. Gleichzeitig nahm in anderen fortgeschrittenen sowie in aufstrebenden Volkswirtschaften die Verschuldung zu, was auf einen möglichen Aufbau von Anfälligkeiten in einigen Regionen hindeutet.

Weltweit anhaltend schwaches Wachstum im Berichtsjahr 2012/13

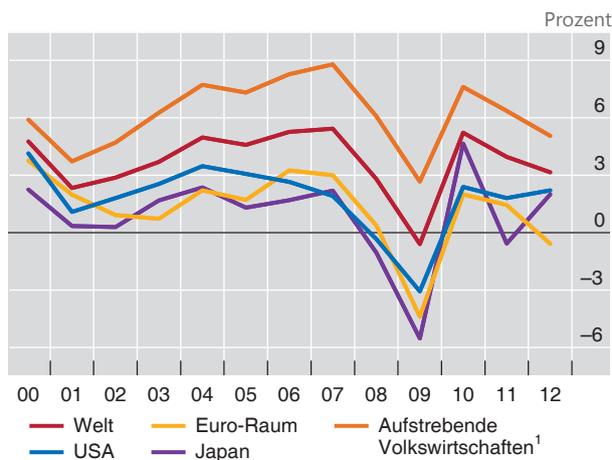
Im vergangenen Jahr büßte die wirtschaftliche Erholung an Dynamik ein. Das globale Wachstum sank auf 3,2% und lag damit gut 2 Prozentpunkte unter dem Höchststand von 2010. Wie in Grafik II.1 links oben gezeigt, spiegelt dieser

weltweite Wachstumsrückgang drei große Trends wider: ein insgesamt schwächeres, aber immer noch solides Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften, eine anhaltende Expansion der US-Wirtschaft sowie eine Rezession im Euro-Raum. Das Wachstum in Japan schwankt stark, nachdem es vorübergehend durch den Wiederaufbau nach dem Erdbeben von 2011 sowie in jüngster Zeit durch Änderungen der Wirtschaftspolitik Auftrieb erhalten hatte.

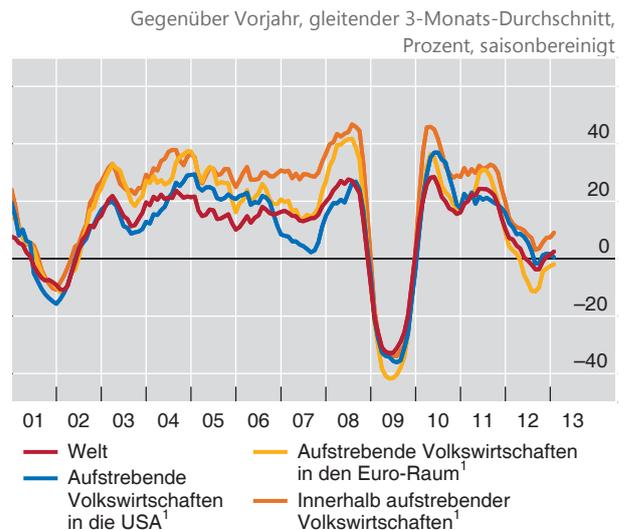
Weltweites Wirtschaftswachstum

Grafik II.1

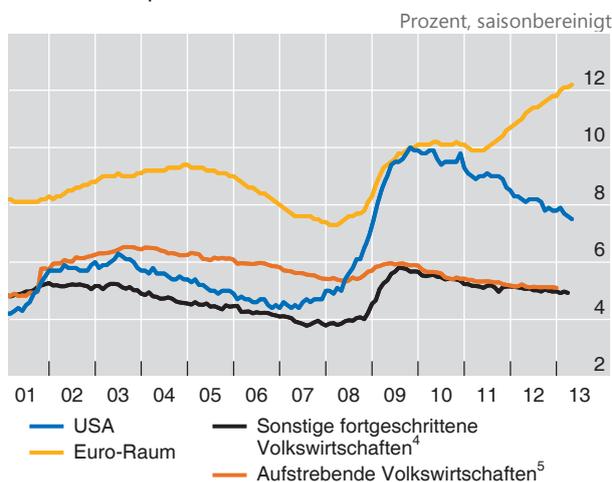
Wachstum des realen BIP



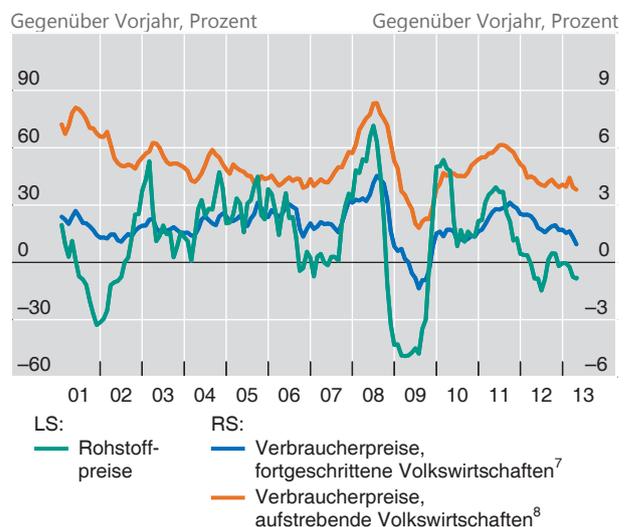
Wachstum des Welthandels²



Arbeitslosenquote³



Inflation⁶



¹ Gemäß Ländergruppe des IWF. ² Gesamtexporte. ³ Kann je nach Land unterschiedlich definiert sein. ⁴ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Erwerbsbevölkerung von Australien, Dänemark, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden und dem Vereinigten Königreich. ⁵ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Erwerbsbevölkerung von Brasilien (ab Oktober 2001), Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru (ab März 2001), den Philippinen, Polen, Russland, Singapur, Südafrika, Thailand, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn. ⁶ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. Gemessen am Verbraucherpreisindex; Indien: Großhandelspreise; Rohstoffpreise: S&P-GSCI-Spot-Index für Rohstoffe. ⁷ Euro-Raum, Japan, USA, Vereinigtes Königreich. ⁸ Die in Fußnote 5 aufgeführten Volkswirtschaften sowie Indien.

Quellen: IWF, *Direction of Trade Statistics*, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Die Weltwirtschaft war starken Bremseffekten durch die Krise im Euro-Raum und generell durch die wachsende Unsicherheit über die Fiskalpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausgesetzt. Die Krise im Euro-Raum verschärfte sich im ersten Halbjahr 2012 erneut, als Befürchtungen über die Rückkopplungseffekte zwischen Staatshaushalten und Bankensektor wuchsen. Diese Befürchtungen schlugen sich in einem markanten Anstieg der Renditen spanischer und italienischer Staatsanleihen nieder. In Spanien stieg die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Juli 2012 auf 7,6%, nachdem die Regierung Finanzhilfe zur Rekapitalisierung des Bankensystems beantragt hatte. In Italien erhöhten sich die Staatsanleiherenditen auf 6,6%. Die Intensivierung der Krise im Euro-Raum 2012 trug überdies weltweit zu höheren Risikoprämien an den Finanzmärkten bei. Gleichzeitig sanken die Renditen von als sicher geltenden Anleihen – die Renditen von 10-jährigen deutschen und US-Anleihen fielen um rund 50 Basispunkte.

2012 wirkte sich die Verschärfung der Krise im Euro-Raum über Handelsverflechtungen auch auf die Wirtschaftstätigkeit weltweit aus. Grafik II.1 rechts oben zeigt, dass die Exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften in den Euro-Raum wesentlich stärker zurückgingen als jene in die USA. Hingegen wuchsen wegen der relativen Stärke der aufstrebenden Volkswirtschaften die Exporte in andere aufstrebende Volkswirtschaften um rund 10%. Der Nettoeffekt dieser unterschiedlichen Entwicklungen war eine Stagnation des Welthandels.

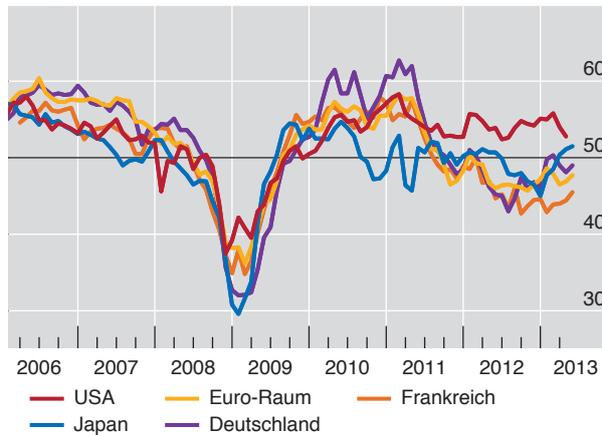
Die Inlandsnachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb verhalten, da die Unsicherheit über die Fiskalpolitik auf die Stimmung drückte. In Europa erschwerte die Rezession die Einhaltung der Defizitziele. In den USA wurde zwar das gemeinsame Auftreten von auslaufenden Steuersenkungen und durchgängigen Kürzungen der Staatsausgaben (die sog. Fiskalklippe) vermieden, aber bislang herrscht noch immer Ungewissheit über die Folgen sonstiger automatischer Haushaltskürzungen. Obwohl Konsum und Investitionen in den USA relativ kräftig wuchsen, reichte dies nicht aus, um die Arbeitslosenquote nennenswert zu senken – sie ging nur zögerlich auf rund 7,5% zurück. Im Euro-Raum nahm die Arbeitslosigkeit weiter zu und erreichte einen neuen Höchststand von 12%. Anderswo blieb sie mehr oder weniger unverändert (Grafik II.1 links unten).

Im Zusammenhang mit der Schwäche der Weltwirtschaft sinken die Rohstoffpreise seit November 2012, was dazu beigetragen hat, den weltweiten Inflationsdruck zu verringern (Grafik II.1 rechts unten). Die durchschnittliche Inflation in den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften sank unter 2% bzw. 4%. Das Nachlassen des Inflationsdrucks gab den Zentralbanken etwas Spielraum, die monetären Stimulierungsmaßnahmen auszuweiten.

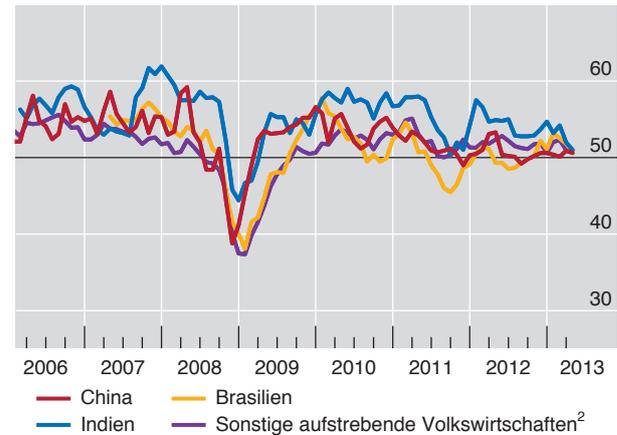
In den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt sank das BIP-Wachstum 2012 auf 5% (Grafik II.1 links oben). Allerdings war die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Ländern unterschiedlich. In einigen, darunter Indonesien, Peru und den Philippinen, blieb das BIP-Wachstum, gestützt durch umfangreiche Anlageinvestitionen und hohen Konsum, solide. In anderen wurde die Inlandsnachfrage durch die verzögerte Wirkung der geldpolitischen Straffung von 2011 gebremst, die sowohl den Inflationsdruck als auch den inländischen Immobilienmarkt dämpfen sollte. In China sank das BIP-Wachstum von 9,3% im Jahr 2011 auf 7,8%, da die Investitionen in der verarbeitenden Industrie zurückgingen. In Brasilien wuchs die Wirtschaftsleistung um knapp 1%, wobei die Bruttoanlageinvestitionen 2012 besonders schwach waren. In Indien litt das Wachstum unter einem erheblichen Rückgang des Konsums und der Anlageinvestitionen.

Hochfrequenzindikatoren für die Konjunkturentwicklung deuten auf eine uneinheitliche Erholung im ersten Halbjahr 2013 hin. Der Einkaufsmanagerindex in den USA verbesserte sich im Zeitraum von Mitte 2012 bis Februar 2013 (Grafik II.2 links). In Japan legte der Einkaufsmanagerindex Anfang 2013 zu. Begrenzte Anzeichen

Fortgeschrittene Volkswirtschaften



Aufstrebende Volkswirtschaften



¹ Einkaufsmanagerindizes für die Industrieproduktion; USA und Euro-Raum: zusammengesetzte Einkaufsmanagerindizes. ² Gewichteter Durchschnitt von Mexiko, Russland, Singapur, Südafrika, der Türkei (ab August 2006) und Ungarn auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005.

Quelle: Bloomberg.

einer Konjunkturaufhellung waren auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten (Grafik II.2 rechts). In China verbesserte sich der Einkaufsmanagerindex seit Mitte 2012 geringfügig. Im Euro-Raum wurde der sich verstärkende Konjunkturreinbruch offenbar durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen gemildert, und es waren einige Anzeichen für eine positive Entwicklung zu beobachten, insbesondere in Deutschland (Grafik II.2 links). Der Einkaufsmanagerindex für den Euro-Raum als Ganzes hat jedoch die Marke von 50, die auf eine Verbesserung der Konjunktur hindeuten würde, noch nicht wieder überschritten.

Im Bankensektor des Euro-Raums traten im März 2013 aufgrund der Probleme in Zypern erneut Spannungen auf, infolge derer die größte zyprische Bank saniert und die zweitgrößte liquidiert wurde (was zu erheblichen Verlusten für nicht versicherte Einleger führte); ferner wurden vorübergehende Kapitalverkehrskontrollen eingeführt und öffentliche Finanzhilfen in Höhe von € 10 Mrd. bereitgestellt. Weiterreichende Ansteckungseffekte der Bankensanierung bzw. -liquidierung in Zypern waren allerdings kaum zu beobachten, und die Liquiditätsbedingungen blieben marktübergreifend stabil. Diese relativ verhaltene Reaktion der Märkte könnte mehrere Ursachen gehabt haben. Zum einen empfanden die Marktteilnehmer die Krise in Zypern sowie die Ausgestaltung der Bankenrettung als einmalig und ihr Ausmaß als gering. Zum anderen wurden die Tail-Risiken durch die anhaltend akkommodierende Geldpolitik und die von der EZB in Aussicht gestellten Auffangmaßnahmen eingedämmt.¹

¹ Für weitere Angaben s. die Analyse in „Reaktion der Märkte auf die Bankenkrise in Zypern“, BIZ-Quartalsbericht, Juni 2013, S. 12.

Maßnahmen der Zentralbanken gaben den Finanzmärkten Auftrieb

Vor dem Hintergrund schwächeren Wachstums und rückläufiger Inflation im Jahr 2012 ergriffen die Zentralbanken sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften weitere Maßnahmen, um die Wirtschaft anzukurbeln. Eine Reihe von Zentralbanken senkte die Leitzinsen, um den Rückgang der Gesamtnachfrage aufzufangen (Grafik II.3). Die EZB senkte den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 0,50% und den Zinssatz für die Einlagefazilität auf null (Grafik II.3 links). Auch in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurden die Leitzinsen zurückgenommen (u.a. in Australien und Schweden).

In den aufstrebenden Volkswirtschaften endete die Phase geldpolitischer Straffung, die 2010 mit der weltweiten Erholung begonnen hatte. Die Reserve Bank of India lockerte ihren geldpolitischen Kurs und senkte ab Anfang 2012 sowohl den Repo-Satz als auch den Mindestreservesatz (um 125 bzw. 200 Basispunkte). Die People's Bank of China senkte die Referenzsätze für Einlagen und Kredite um 50 Basispunkte, wobei gegenüber dem Immobiliensektor eine differenzierte Kreditpolitik eingeschlagen wurde. Die brasilianische Zentralbank reduzierte ab August 2011 ihre Zinssätze um 500 Basispunkte. Allerdings baute sich in jüngster Zeit Inflationsdruck auf, sodass die Zinssenkungen teilweise rückgängig gemacht werden mussten. Auch anderswo, u.a. in Mexiko, Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn, wurden die Leitzinsen gesenkt.

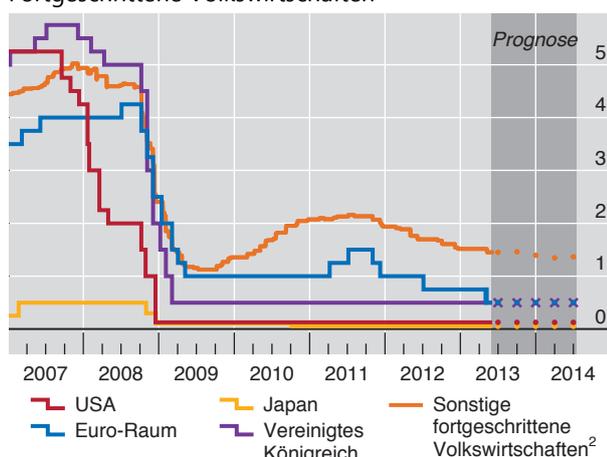
Andere Zentralbanken, deren Leitzinssätze bereits die effektive Nullzinsgrenze erreicht hatten, ergriffen immer vielfältigere unkonventionelle Maßnahmen, um die Geldpolitik weiter zu lockern. In den USA änderte die Federal Reserve im Dezember 2012 ihre Kommunikationspolitik für die zukunftsgerichtete Zinsorientierung. Sie

Leitzinsen¹

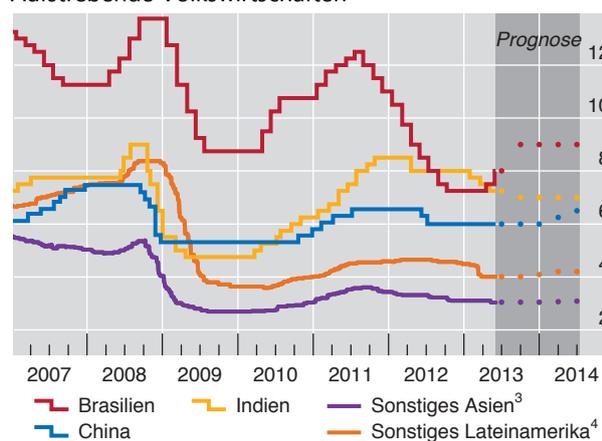
Prozent

Grafik II.3

Fortgeschrittene Volkswirtschaften



Aufstrebende Volkswirtschaften



¹ Leitzinsen oder naheliegendste Alternative; Zielbandbreiten: Mittelwert der Bandbreite. Punkte und Kreuze = erwartete Leitzinsen für Juni 2013, September 2013, Dezember 2013, März 2014 und Juni 2014 gemäß Prognosen von JPMorgan Chase am 31. Mai 2013. Norwegen, Schweden, Schweiz: Medianprognose von Bloomberg am 31. Mai 2013. Ländergruppen: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ² Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz. ³ Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. ⁴ Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru.

Quellen: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder.

kündigte an, den Tagesgeldsatz mindestens so lange unter 0,25% zu halten, wie die Arbeitslosenquote über 6,5% liege – vorausgesetzt, die Inflationserwartungen blieben fest verankert. Die Bank of Japan führte im Januar 2013 ein Preisstabilitätsziel von 2% ein.

Auch bei den umfangreichen Ankaufprogrammen für Staatsanleihen gab es im vergangenen Jahr einige Änderungen. Die Federal Reserve erweiterte ihr Ankaufprogramm und setzte den Ankäufen erstmals keine zeitliche Begrenzung; sie kaufte zunächst US-Schatzpapiere im Wert von \$ 45 Mrd. pro Monat und erklärte, sie werde mit den Ankäufen fortfahren, bis sich die Arbeitsmarktaussichten erheblich verbessert hätten. Die Bank of Japan strebt mit ihrer quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung eine Verdopplung der Geldbasis an, indem sie den Umfang ihrer Ankäufe von japanischen Staatsanleihen auf jährlich ¥ 50 Bio. erhöht. Außerdem wird eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der gekauften Staatsanleihen auf rund sieben Jahre angepeilt.

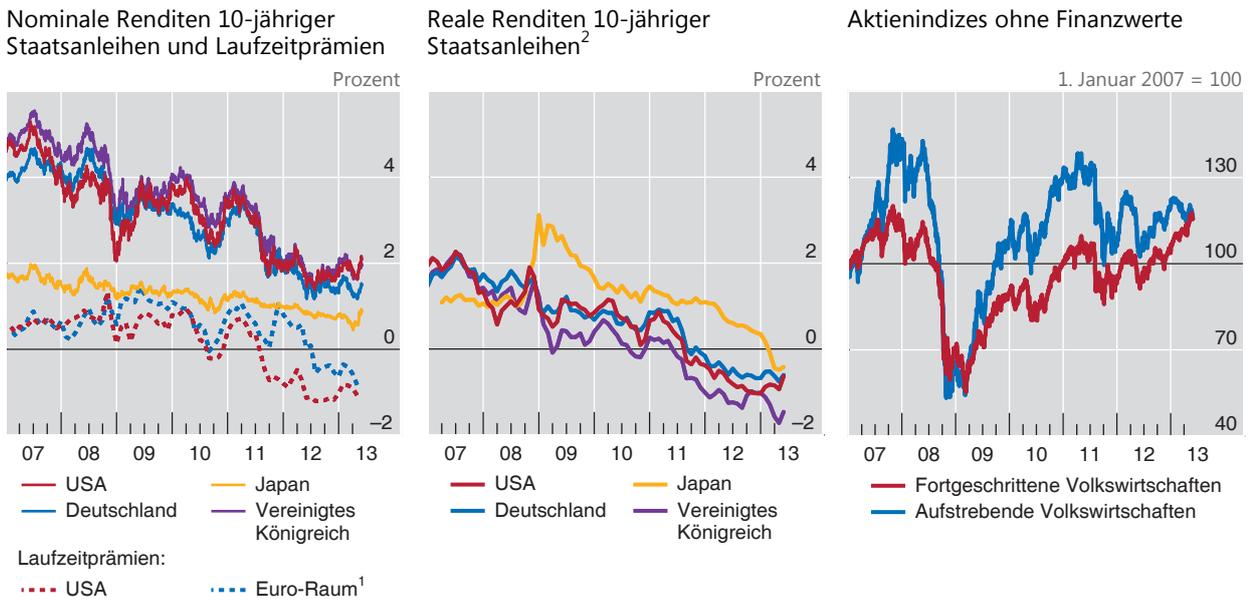
Die EZB führte sog. geldpolitische Outright-Geschäfte (OMT) ein. Dabei handelt es sich um Auffangfazilitäten, die den unbeschränkten Ankauf von Staatsanleihen von Ländern des Euro-Raums erlauben, sofern sich diese Länder einem makroökonomischen Anpassungsprogramm unterziehen. Mit den OMT soll erheblichen Verzerrungen bei der Bepreisung von Staatsschuldtiteln in einigen Ländern des Euro-Raums begegnet werden. Bislang wurden diese Fazilitäten nicht eingesetzt.

Die Federal Reserve, die Bank of Japan und die Bank of England setzten ebenfalls geldpolitische Instrumente ein, um bestimmte Teile des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beeinflussen. Die Federal Reserve nahm ihre Ankäufe von hypothekarisch besicherten Wertpapieren wieder auf, während die Bank of Japan Pläne bekannt gab, börsengehandelte Fonds und japanische Immobilien-treuhandfonds zu erwerben. Die Bank of England und die Bank of Japan führten Programme zur Förderung der Kreditvergabe ein (Funding for Lending Scheme bzw. Loan Support Program). Diese Programme bieten den Banken Anreize, das Kreditangebot zu erhöhen, indem sie die Kreditvergabe mit günstigeren Refinanzierungsbedingungen verknüpfen.

Finanzmärkte gestützt durch geldpolitische Maßnahmen

Die Erwartung auch in nächster Zukunft niedriger Leitzinsen (Grafik II.3 links) und die Wirkung neuer Runden großvolumiger Ankaufprogramme für Vermögenswerte hielten die nominalen Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den USA, in Deutschland und im Vereinigten Königreich zunächst unter 2% (Grafik II.4 links). In jüngster Zeit begannen die Renditen jedoch wieder zu steigen. In den USA hing das möglicherweise mit Besorgnis über den Pfad zukünftiger Ankäufe von Vermögenswerten angesichts von Verbesserungen am Arbeitsmarkt zusammen. In Japan sanken die nominalen Renditen von Staatsanleihen zunächst unter 1%, wurden danach aber volatiler. Die realen langfristigen Renditen verharrten in den USA, in Deutschland und im Vereinigten Königreich im negativen Bereich (Grafik II.4 Mitte). In Japan kehrten sich die realen langfristigen Renditen Anfang 2013 ins Negative, nachdem die Bank of Japan ihr Preisstabilitätsziel bekannt gegeben hatte. Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die sinkenden Anleiherenditen war ein erheblicher Rückgang der Laufzeitprämien; diese entschädigen die Anleger für die Risiken aus Inflation und aus Schwankungen der Realzinsen. So rutschten die Laufzeitprämien für US-Schatzpapiere 2011 ins Minus, sanken 2012 weiter und erreichten ihren tiefsten Stand seit mindestens 25 Jahren (Grafik II.4 links). Im Euro-Raum fiel die Prämie Mitte 2012 in den negativen Bereich.

Die umfangreiche Unterstützung durch geldpolitische Maßnahmen im zweiten Halbjahr 2012 verringerte die Abwärtsrisiken und verlieh den Finanzmarktteil-



¹ Berechnet anhand eines Korbs französischer und deutscher Staatsanleihen. ² Staatsanleiherenditen abzüglich Inflationsswaps (Deutschland: Euro-Inflationsswap).

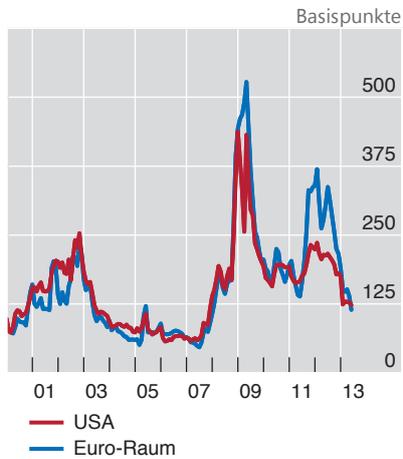
Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

nehmern wieder Zuversicht. Die Differenz zwischen den Zinsen, die auf Anleihen von Emittenten mit Rating AAA bzw. BBB bezahlt werden (ein Näherungswert für den Renditenaufschlag für riskante gegenüber weniger riskanten Schuldnern), verringerte sich in den USA und im Euro-Raum seit ihrem Höchststand von 2012 um rund 100 bzw. 200 Basispunkte; in jüngster Zeit lag sie in etwa auf einem Niveau, das vor dem Konkurs von Lehman Brothers üblich war (Grafik II.5 links).

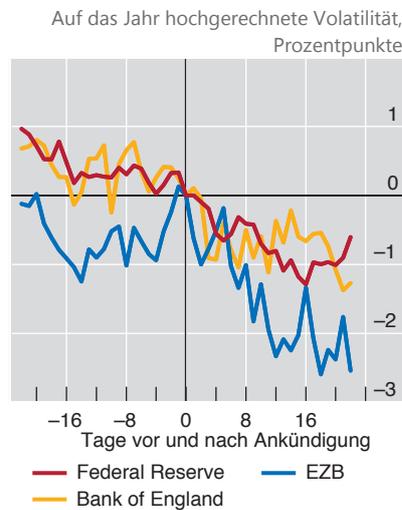
Die Risk-Reversals für Aktien, eine optionsbasierte Messgröße für Abwärtsrisiken, gingen als Reaktion auf Maßnahmen der Zentralbanken in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich beträchtlich zurück. Im mittleren Feld von Grafik II.5 werden ihre Niveaus über einen Zeitraum von mehreren Tagen vor und nach wichtigen Ankündigungen verglichen (normalisiert auf null).² Auch wenn die Reaktion eher träge war, verringerte sich nach den Ankündigungen der EZB betreffend ihre OMT und die 3-jährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRG) das wahrgenommene Risiko eines starken Aktienmarkteinbruchs sehr deutlich. Im zweiten Halbjahr 2012 bewirkte die Einführung der OMT-Fazilitäten zudem einen erheblichen Rückgang der Prämien für Bank-Credit-Default-Swaps (CDS), und zwar nicht nur im Euro-Raum, sondern auch in anderen Teilen der Welt (Grafik II.5 rechts). Auf die Bekanntgabe des neuen Preisstabilitätsziels und des Programms der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung durch die Bank of Japan reagierten die Aktien-Risk-Reversals ähnlich stark wie auf die Ankündigungen der EZB. Die Aktienmärkte in den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten sowohl von der weiteren geldpolitischen Lockerung als auch von der Verringerung der wahrgenommenen Risiken und legten gegenüber ihren

² Näheres findet sich in „Tail-Risk-Wahrnehmung um die Zeit von Ankündigungen unkonventioneller geldpolitischer Schritte“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2013, S. 14–16.

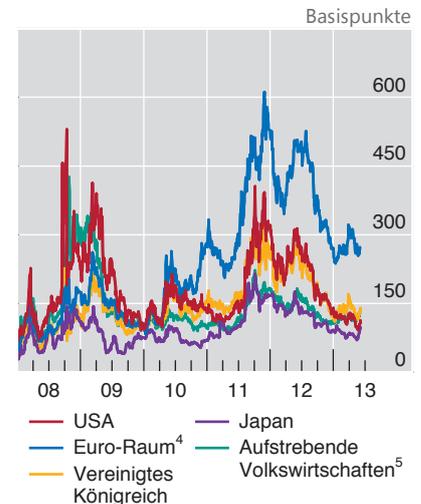
Aufschläge auf Unternehmensanleihen: BBB–AAA¹



Durchschnittliche Reaktion von Aktien-Risk-Reversals auf Ankündigungen der Zentralbanken²



CDS-Prämien von Banken³



¹ Differenz zwischen den Zinsen auf Unternehmensanleihen, die von Emittenten mit Rating AAA bzw. BBB bezahlt werden. ² Der Risk-Reversal mit 25 Delta wird an den Ankündigungstagen auf 0 normalisiert, indem die Differenzen zwischen den Tagen vor und nach den Ankündigungen und dem Tag der Ankündigung ermittelt werden. Federal Reserve: Risk-Reversal auf S&P 500; Bank of England: Risk-Reversal auf FTSE 100; EZB: Risk-Reversal auf DJ EURO STOXX 50. Ankündigungen und entsprechende Reden der Federal Reserve: 25. November 2008, 1. Dezember 2008, 16. Dezember 2008, 28. Januar 2009, 18. März 2009, 10. August 2010, 27. August 2010, 21. September 2010, 15. Oktober 2010, 3. November 2010, 9. August 2011, 21. September 2011, 25. Januar 2012, 20. Juni 2012, 1. August 2012, 31. August 2012, 13. September 2012 und 12. Dezember 2012; der Bank of England: 19. Januar 2009, 11. Februar 2009, 5. März 2009, 7. Mai 2009, 6. August 2009, 5. November 2009, 4. Februar 2010, 6. Oktober 2011, 9. Februar 2012 und 5. Juli 2012; der EZB: 8. Dezember 2011, 21. Dezember 2011, 29. Februar 2012, 26. Juli 2012 und 6. September 2012. ³ Spreads für aktuelle 5-jährige Credit-Default-Swaps (CDS) in US-Dollar; einfacher Durchschnitt ausgewählter Banken. ⁴ Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Portugal, Spanien. ⁵ Brasilien, China, Singapur.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Markt; Berechnungen der BIZ.

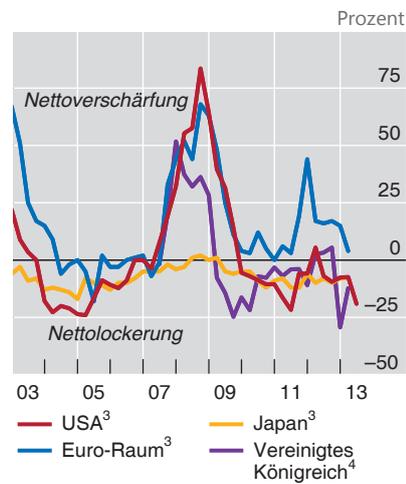
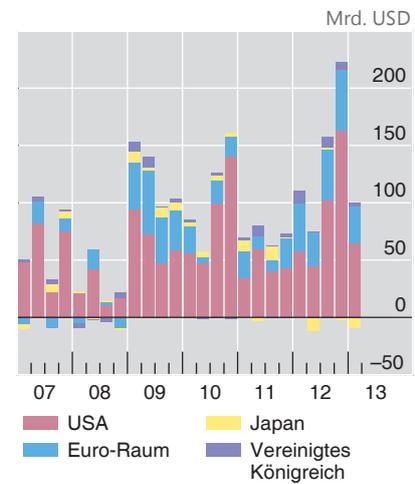
Tiefständen von 2012 um rund 25% bzw. 10% zu (Grafik II.4 rechts). Die jüngste Volatilität an den Aktienmärkten zeigt dennoch deutlich, dass die Marktstimmung nicht gefestigt ist, solange noch Zweifel an der Erholung der Realwirtschaft bestehen.

Nach wie vor unterschiedliche Kreditkonditionen in den einzelnen Ländern

Die Kreditkonditionen waren in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. Grafik II.6 links zeigt, dass in einem Umfeld niedrigerer Zinssätze und einer stärkeren Inlandsnachfrage die Gesamtkreditvergabe (Bankkredite und Anleihen) an den privaten Nichtfinanzsektor in den aufstrebenden Volkswirtschaften 2012 um über 15% zulegte. Von den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzeichneten die USA und das Vereinigte Königreich ein moderates Kreditwachstum; im Euro-Raum schwächte sich das Kreditwachstum weiter ab, und in Japan verringerte es sich geringfügig.

In den USA ging aus der Kreditumfrage der Federal Reserve („Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices“) hervor, dass die Banken ihre Standards bei der Vergabe von Handels- und Industriekrediten per saldo gelockert hatten (Grafik II.6 Mitte) und dass die Spanne zwischen den Kreditzinsen und den

Gesamtkreditvergabe an den privaten Nichtfinanzsektor

Kreditumfragen: Unternehmenskredite²Nettoanleiheabsatz von Nichtfinanzunternehmen⁵

¹ Gewichteter Durchschnitt von Argentinien, Brasilien, China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ² USA: Kredite an große und mittlere Unternehmen; Vereinigtes Königreich: Kredite an alle Unternehmen; Euro-Raum und Japan: Kredite an große Unternehmen. ³ Anteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditvergabestandards meldeten („erheblich verschärft“ oder „etwas verschärft“), abzüglich des Anteils der Banken, die eine Lockerung der Standards meldeten („erheblich gelockert“ oder „etwas gelockert“). Ein positiver Saldo deutet auf eine Nettoverschärfung der Kreditvergabestandards hin. ⁴ Gewichteter prozentualer Anteil der Banken, die verschärfte Kreditkonditionen meldeten, abzüglich des gewichteten prozentualen Anteils der Banken, die gelockerte Kreditkonditionen meldeten (Gewichtungen beruhen auf dem jeweiligen Marktanteil). Ein positiver gewichteter Nettosaldo deutet auf eine Nettoverschärfung der Kreditvergabestandards hin. ⁵ Der Nettoabsatz entspricht den abgeschlossenen Anleiheemissionen abzüglich Tilgungen.

Quellen: EZB; Federal Reserve; Datastream; Dealogic; Schätzungen der BIZ.

Refinanzierungskosten der Banken kleiner geworden war. Im Vereinigten Königreich hatten die Banken eine Zeitlang die Kreditkonditionen für Unternehmen verschärft, begannen aber, sie wieder zu lockern, nachdem im zweiten Halbjahr 2012 das „Funding for Lending Scheme“ eingeführt worden war. Das größere Kreditangebot für britische Unternehmen stammte jedoch nur zu einem geringen Teil aus dem Bankensektor. Verglichen mit dem Durchschnitt der vorangegangenen fünf Jahre verdoppelte sich 2012 der Nettoabsatz von Anleihen von Nichtfinanzunternehmen beinahe (Grafik II.6 rechts).

Im geringeren Kreditwachstum im Euro-Raum schlugen sich nicht nur die Nachfrageschwäche, sondern auch relativ restriktive Kreditkonditionen der Banken nieder. Aus den Ergebnissen der Kreditumfrage für den Euro-Raum („Bank Lending Survey“) ging hervor, dass die Standards für die Vergabe von Industrie- und Handelskrediten verschärft worden waren (Grafik II.6 Mitte). Im zweiten Halbjahr 2012 wurde dies vor allem dem Pessimismus hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten zugeschrieben; das galt besonders für die Banken an der Peripherie des Euro-Raums. Im Gegensatz zur anhaltenden Verschärfung der Kreditkonditionen wirkten sich das Nachlassen der Anspannungen an den Märkten für Staatsschuldtitel und die verringerte Risikowahrnehmung positiv auf den Nettoabsatz von Unternehmensanleihen aus (Grafik II.6 rechts).

In Japan blieben die Kreditangebotsbedingungen 2012 zwar akkommodierend, aber die Gesamtkreditvergabe an den privaten Nichtfinanzsektor ging 2012 leicht

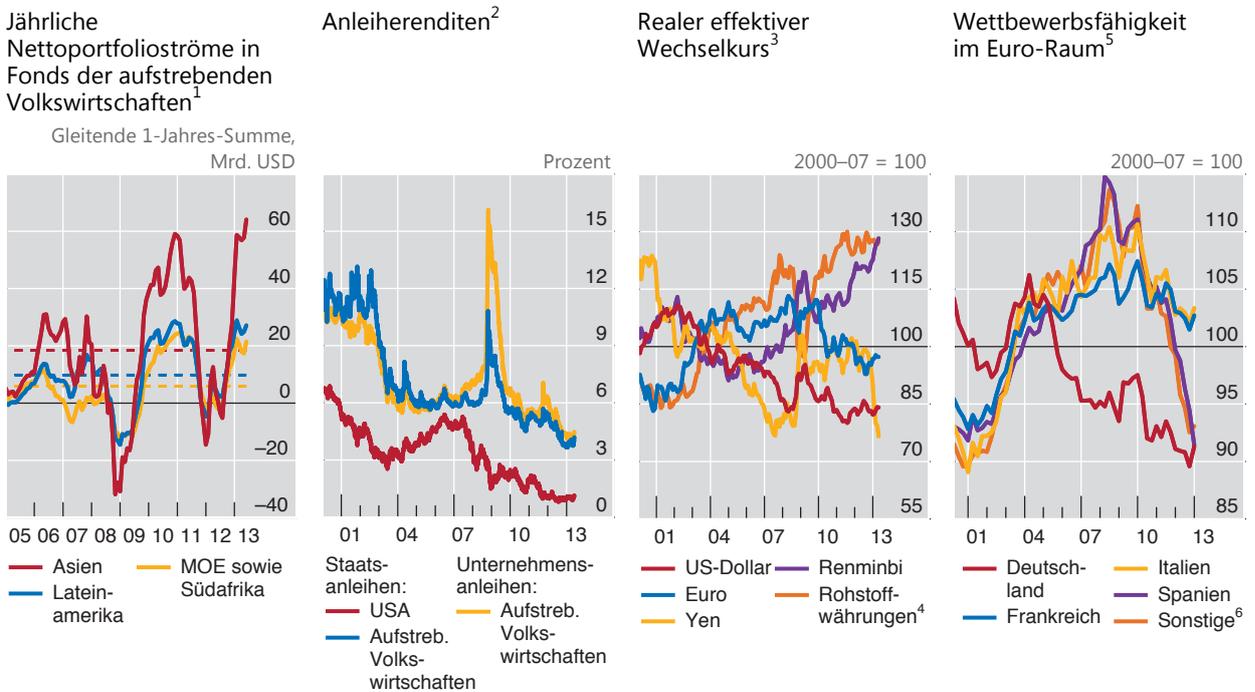
zurück (und stagnierte in realer Betrachtung). Die Zahlen für das erste Quartal 2013 deuten jedoch auf ein Wachstum der Kreditvergabe durch Banken hin, vor allem in Zusammenhang mit einer wachsenden Nachfrage von Unternehmen nach Betriebskapital und nach Finanzierung von Fusionen und Übernahmen.

Weltweite finanzielle Ansteckungseffekte

Während die geldpolitische Lockerung dazu beigetragen hat, die Wirtschaft in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu stützen, hatte sie möglicherweise auch erhebliche finanzielle Auswirkungen auf andere Länder.³ Der beträchtliche Rückgang der Staatsanleiherenditen in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte Kapitalzuflüsse in rasch wachsende aufstrebende Volkswirtschaften und in kleinere fortgeschrittene Volkswirtschaften gefördert und deren Währungen unter Aufwertungsdruck gesetzt haben. Seit Anfang 2013 haben die Nettokapitalzuflüsse vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stark zugenommen

Weltweite Spillover-Effekte: Transmissionskanäle

Grafik II.7



¹ Summe für Aktien- und Anleihemärkte der wichtigsten Volkswirtschaften in jeder Region. Die Daten umfassen (wechselkursbereinigte) Nettoportfolioströme in spezialisierte Fonds für einzelne aufstrebende Volkswirtschaften sowie in Fonds von aufstrebenden Volkswirtschaften, für die eine Aufschlüsselung nach Ländern oder zumindest Regionen verfügbar ist. Gestrichelte Linien: Durchschnitt im dargestellten Zeitraum. MOE = Mittel- und Osteuropa. ² Indizes von Bank of America Merrill Lynch: Emerging Markets External Debt Sovereign Index für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften; US Treasury Master Index für US-Staatsanleihen; Emerging Markets Corporate Plus Index für Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften. ³ Gemessen an den relativen Verbraucherpreisen; Anstieg = Aufwertung gegenüber einem Korb mehrerer Währungen. ⁴ Einfacher Durchschnitt des australischen Dollars und des kanadischen Dollars. ⁵ Der reale harmonisierte Indikator der Wettbewerbsfähigkeit der EZB beruht auf dem effektiven Wechselkurs gegenüber den wichtigsten Handelspartnern und anderen Mitgliedern des Euro-Raums, deflationiert mit den Lohnstückkosten. Anstieg = Verringerung der kostenbasierten Wettbewerbsfähigkeit. ⁶ Einfacher Durchschnitt von Griechenland, Irland, Portugal.

Quellen: EZB; Bank of America Merrill Lynch; EPFR; BIZ.

³ Siehe J. Caruana, „International monetary policy interactions: challenges and prospects“, Rede bei der CEMLA-SEACEN-Konferenz zum Thema „The role of central banks in macroeconomic and financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world“, Punta del Este, Uruguay, 16. November 2012.

Jährliche Veränderung der Währungsreserven

Mrd. US-Dollar

Tabelle II.1

	Zu laufenden Wechselkursen gerechnet						<i>Nachrichtlich: Ausstehende Beträge (Dez. 2012)</i>
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Welt	1 451	642	819	1 100	940	746	10 950
Fortgeschrittene Volkswirtschaften ¹	99	61	83	194	269	195	2 232
USA	5	4	1	2	-0	-2	50
Euro-Raum	19	-1	-8	13	1	12	220
Japan	73	55	-7	39	185	-28	1 194
Schweiz	7	0	47	126	54	197	468
Asien	695	410	715	651	424	239	5 351
China	462	418	453	448	334	130	3 312
Chinesisch-Taipeh	4	21	56	34	4	18	403
Hongkong SVR	19	30	73	13	17	32	317
Indien	96	-20	12	9	-5	-1	262
Indonesien	14	-5	11	29	14	2	106
Korea	23	-61	65	22	11	19	317
Malaysia	19	-10	2	9	27	6	135
Philippinen	10	3	4	16	12	6	72
Singapur	27	11	12	38	12	21	257
Thailand	20	23	25	32	-0	6	171
Lateinamerika ²	127	42	25	81	97	51	694
Argentinien	14	0	-1	4	-7	-3	37
Brasilien	94	13	39	49	63	19	362
Chile	-3	6	1	2	14	-0	40
Mexiko	11	8	0	21	23	16	153
Venezuela	-5	9	-15	-8	-3	-0	6
Mittel- und Osteuropa ³	42	6	13	14	3	15	275
Naher Osten ⁴	108	150	-29	50	88	151	817
Russland	171	-56	-5	27	8	32	473
<i>Nachrichtlich: Nettoölexporteur⁵</i>	331	144	-62	107	141	222	1 785

¹ Aufgeführte Länder sowie Australien, Dänemark, Island, Kanada, Neuseeland, Schweden, Vereinigtes Königreich. ² Aufgeführte Länder sowie Kolumbien und Peru. ³ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ⁴ Katar, Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien. ⁵ Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela, Naher Osten.

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

(Grafik II.7, erstes Feld von links) und erreichten wieder den Höchststand von Ende 2010. Mit der wachsenden Nachfrage nach Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften verringerte sich deren Renditenaufschlag gegenüber US-Schatzpapieren im vergangenen Jahr um über 1 Prozentpunkt (Grafik II.7, zweites Feld).

Angesichts der äußerst lockeren Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, einer schwachen Exportnachfrage und erneuter großer Kapitalbewegungen wuchs in den letzten Monaten die Besorgnis über die Wechselkursentwicklung. Im Zeitraum September 2012 bis Mai 2013 wertete der reale Wechselkurs des Yen um über 20% ab und fiel damit wieder auf seinen Stand von 2007. Über die letzten 10 Jahre betrachtet, ähnelt die Abwertung des realen effektiven Wechselkurses des Yen derjenigen des US-Dollars (Grafik II.7, drittes Feld). Dagegen erhöhten sich die realen effektiven Wechselkurse der Währungen Chinas und rohstoffproduzierender Länder wie Australien und Kanada um rund 25% gegenüber dem Vorkrisendurchschnitt (2000–07). Vor diesem Hintergrund starker Wechselkursbewegungen bekräftigten die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G20 ihre Zusicherung, die Wechselkurse nicht aus Wettbewerbsgründen zu beeinflussen.⁴

Der reale effektive Wechselkurs des Euro bewegt sich um seinen Vorkrisendurchschnitt. Innerhalb des Euro-Raums zeigen auf Lohnstückkosten basierende reale Wechselkurse, dass die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands nach wie vor weit über dem Vorkrisendurchschnitt liegt. Allerdings haben Griechenland, Irland, Portugal und Spanien seit 2008 gegenüber Deutschland beträchtlich aufgeholt (Grafik II.7, letztes Feld). Dagegen hat sich die Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs und Italiens gegenüber Deutschland seit der Finanzkrise nicht verbessert.

Für einige Länder können Devisenmarktinterventionen ein wichtiges Instrument sein, um sich dem Aufwertungsdruck auf die Landeswährung entgegenzustellen und die Auswirkungen der Kapitalzuflüsse auszugleichen. 2012 beliefen sich die weltweiten Währungsreserven auf einen Rekordstand von über \$ 10 Bio. (Tabelle II.1). Volkswirtschaften mit festen Wechselkursregimes (z.B. die SVR Hongkong oder die erdölexportierenden Volkswirtschaften des Nahen Ostens) setzten ihren rasanten Aufbau von Reserven fort. Andere Länder – u.a. Korea, Mexiko und insbesondere die Schweiz – stockten ihre Reserven ebenfalls beträchtlich auf.

Neben direkten Interventionen setzten manche Länder indirekte Maßnahmen ein, um die Auswirkungen niedriger Zinssätze in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufzufangen.⁵ Insbesondere haben in den letzten Jahren einige aufstrebende Volkswirtschaften Maßnahmen ergriffen, die einerseits als makroprudenziell gelten können (d.h., sie zielen auf das Systemrisiko im Finanzsektor), die andererseits aber auch der Steuerung von Kapitalflüssen dienen können (d.h., sie beeinflussen die Kapitalzuflüsse und damit den Wechselkurs).

Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors nach wie vor hoch

Die Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors (private Haushalte und Nichtfinanzunternehmen) ist nach wie vor hoch – dies ist eine Folge sowohl des Finanzbooms vor der Krise als auch der weltweit niedrigen Zinssätze nach der Krise.⁶ In einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften kam es in der Boomphase zu einem erheblichen Schuldenaufbau und einer Fehlallokation von Ressourcen. In diesen Ländern verharrt die Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors in Relation zum

⁴ Siehe das Kommuniqué vom 16. Februar 2013: <http://www.g20.org/load/781209773>.

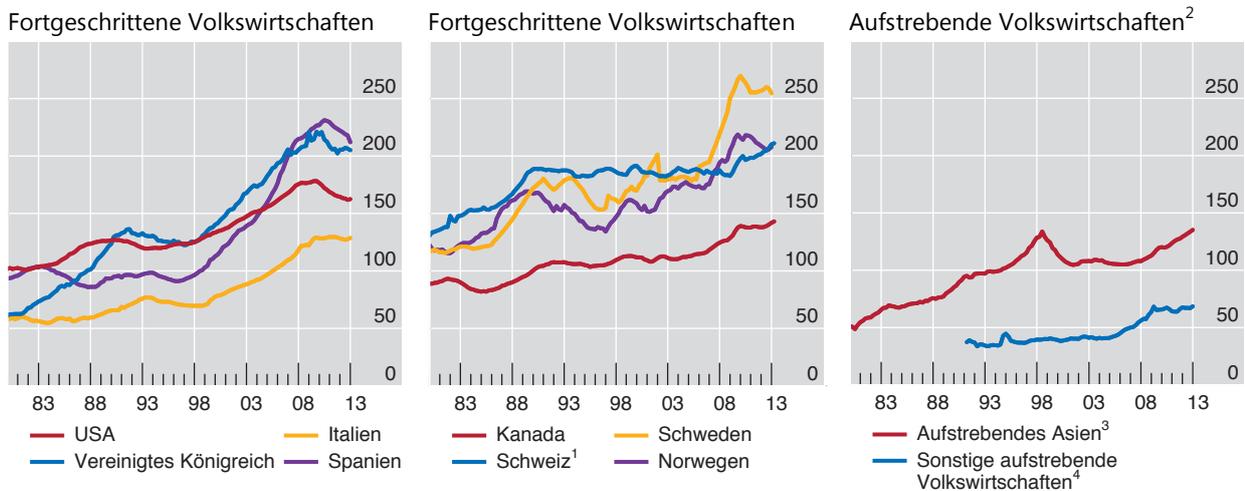
⁵ Siehe „The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations“, *BIS Papers*, Nr. 57, Oktober 2011.

⁶ Für eine Analyse staatlicher Verschuldung und einer tragfähigen Finanzpolitik s. Kapitel IV.

Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors

In Prozent des BIP

Grafik II.8



¹ Gesamtverschuldung des privaten Nichtfinanzsektors, ab dem ersten Quartal 2011 geschätzt anhand von Bankkrediten an diesen Sektor. ² Einfacher Durchschnitt. ³ China (ab Q4 1987), Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia (ab Q4 1991), Singapur (ab Q1 1991), Thailand. ⁴ Argentinien, Brasilien (ab Q4 1994), Mexiko, Polen (ab Q1 1992), Russland (ab Q2 1995), Südafrika, Tschechische Republik (ab Q3 1994), Türkei, Ungarn.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; OECD; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

BIP immer noch nahe historischen Höchstständen (Grafik II.8 links), da das schwache Wachstum die Sanierung der Bilanzen des privaten Sektors behindert.⁷ In anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die von der Krise weniger hart getroffen worden waren, förderten die weltweit niedrigen Zinssätze nach der Krise einen beträchtlichen Anstieg der privaten Verschuldung in Relation zum BIP (Grafik II.8 Mitte). In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens bleibt das Verhältnis von privater Verschuldung zum BIP im Durchschnitt unter dem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzeichneten Niveau. Es tendiert jedoch aufwärts und nähert sich dem Spitzenwert, der vor Ausbruch der asiatischen Finanzkrise in den späten 1990er Jahren erreicht wurde (Grafik II.8 rechts).

Die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern sind auch aus dem linken Feld von Grafik II.9 ersichtlich: Es zeigt für 33 fortgeschrittene und aufstrebende Volkswirtschaften das Wachstum des realen BIP im Vergleich zum Wachstum der realen Verschuldung im Zeitraum 2007–12. Die 45°-Linie unterteilt die Länder in zwei Gruppen: Die überwiegende Mehrheit (27) liegt oberhalb der Linie und verzeichnet seit der weltweiten Finanzkrise einen Anstieg des Verhältnisses von privater Verschuldung zum BIP. Innerhalb dieser Gruppe liegt eine erhebliche Zahl von Ländern – vor allem Länder des Euro-Raums – eher links an der vertikalen Achse; bei ihnen ist der Anstieg der Schuldenquote wenigstens teilweise einer Konjunkturabkühlung zuzuschreiben. Am anderen Ende des Spektrums stehen Länder – vor allem aufstrebende Volkswirtschaften, aber auch einige kleinere fortgeschrittene Volkswirtschaften –, die von der Krise nicht so stark betroffen waren und in denen die Verschuldung rascher wächst als das BIP.

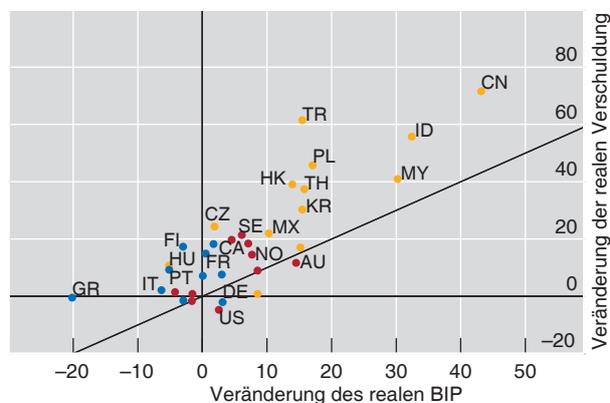
⁷ Siehe J. Caruana, „Central banking in a balance sheet recession“, Beitrag zur Konferenz des Board of Governors des Federal Reserve System zum Thema „Central banking: before, during and after the crisis“, Washington, 23./24. März 2012.

Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors, BIP und Immobilienpreise¹

Veränderung in Prozent, 2007–12

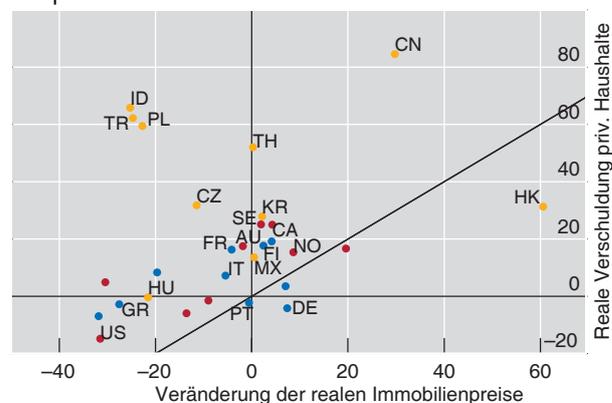
Grafik II.9

BIP und Verschuldung



• Fortgeschrittene Volkswirtschaften² • Euro-Raum-Länder³ • Aufstrebende Volkswirtschaften⁴

Immobilienpreise und Verschuldung der privaten Haushalte



• Fortgeschrittene Volkswirtschaften^{2,5} • Euro-Raum-Länder³ • Aufstrebende Volkswirtschaften^{4,6}

AU = Australien; CA = Kanada; CN = China; CZ = Tschechische Republik; DE = Deutschland; FI = Finnland; FR = Frankreich; GR = Griechenland; HK = Hongkong SVR; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IT = Italien; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; NO = Norwegen; PL = Polen; PT = Portugal; SE = Schweden; TH = Thailand; TR = Türkei; US = USA.

¹ Durchgezogene Linie = 45°-Linie. Daten deflationiert mit dem BIP-Deflator. Schweiz: Gesamtverschuldung des privaten Nichtfinanzsektors und der privaten Haushalte, ab dem ersten Quartal 2011 geschätzt anhand von Bankkrediten an diesen Sektor. ² Australien, Dänemark, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich. ³ Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien. ⁴ China, Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Polen, Russland, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁵ Ohne Neuseeland. ⁶ Ohne Malaysia, Russland und Südafrika.

Quellen: EZB; IWF, *International Financial Statistics*; OECD; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Aus Studien geht hervor, dass eine Abweichung des Verhältnisses von Verschuldung zum BIP von seinem Trendwachstum zur Entstehung von Anfälligkeiten führen kann, vor allem dann, wenn gleichzeitig die Vermögenspreise stark anziehen.⁸ Das rechte Feld von Grafik II.9 setzt die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise in Beziehung zur Entwicklung der realen Verschuldung der privaten Haushalte in verschiedenen Ländern im Zeitraum 2007–12. Die meisten Länder liegen oberhalb der 45°-Linie: Dort sind die Schulden der privaten Haushalte schneller gestiegen als die Immobilienpreise. In einigen Ländern, u.a. in Indonesien, Polen und der Türkei, sind die Immobilienpreise gesunken, während gleichzeitig die Verschuldung der privaten Haushalte kräftig gewachsen ist.

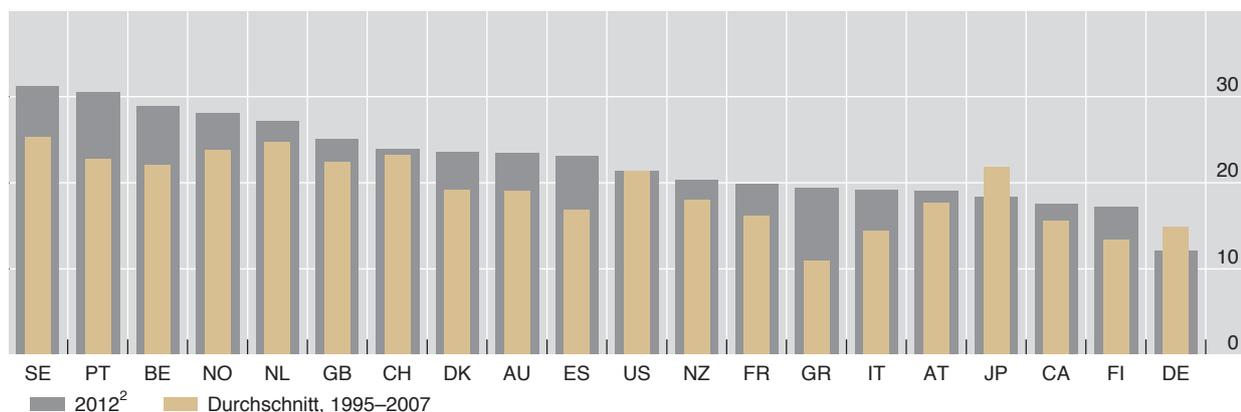
Eine große Veränderung des Verhältnisses von Verschuldung zum BIP kann entweder auf einen Schuldenüberhang oder auf den Aufbau von Finanzrisiken hindeuten. Nicht berücksichtigt sind in der Schuldenquote allerdings die geldpolitischen Rahmenbedingungen, mit deren Hilfe die Tragfähigkeit der Verschuldung beurteilt werden könnte. Daher ist es hilfreich, die Schuldendienstquote zu analysieren; sie ist als Zins- und Tilgungszahlungen dividiert durch das BIP definiert. Die Abweichung der Schuldendienstquote von ihrem historischen Durchschnitt hat sich bei der

⁸ Siehe z.B. C. Borio und P. Lowe, „Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus“, *BIS Working Papers*, Nr. 114, Juli 2002.

Schuldendienstquote des privaten Nichtfinanzsektors¹

In Prozent des BIP

Grafik II.10



AT = Österreich; AU = Australien; BE = Belgien; CA = Kanada; CH = Schweiz; DE = Deutschland; DK = Dänemark; ES = Spanien; FI = Finnland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; GR = Griechenland; IT = Italien; JP = Japan; NL = Niederlande; NO = Norwegen; NZ = Neuseeland; PT = Portugal; SE = Schweden; US = USA.

¹ Definiert als Zinszahlungen zuzüglich Tilgungszahlungen dividiert durch das BIP. ² Jahresendwerte oder neueste verfügbare Daten.

Quellen: Reserve Bank of Australia; EZB; Federal Reserve; IWF, *International Financial Statistics*; OECD; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Vorhersage des Ausmaßes von Rezessionen und als Frühwarnsignal für Bankenkrisen bewährt.⁹

Die grauen Balken in Grafik II.10 zeigen die Schuldendienstquote des privaten Sektors Ende 2012. In der Mehrheit der betrachteten Volkswirtschaften (17 von 20) liegt die Schuldendienstquote über ihrem Durchschnitt von 1995–2007 (braune Balken). Unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat Schweden die höchste Schuldendienstquote; sie liegt 6 Prozentpunkte über ihrem langfristigen Durchschnitt. Auch in den Peripherieländern des Euro-Raums sind die Schuldendienstquoten stark gestiegen. Beispielsweise lassen die Schätzungen darauf schließen, dass – bei den *derzeitigen* Zinssätzen – die Schuldendienstquoten in Griechenland und Portugal rund 8 Prozentpunkte über ihrem historischen Durchschnitt liegen. Am anderen Ende des Spektrums steht Japan, wo die Schuldendienstquote etwa 3 Prozentpunkte unter ihrem langfristigen Durchschnitt liegt. In den USA liegt die Quote, zum Teil infolge eines erheblichen Schuldenabbaus der privaten Haushalte (Grafik II.9 rechts), nahe ihrem historischen Durchschnitt.

Die 2012 beobachteten Abweichungen der Schuldendienstquoten von ihrem Durchschnitt 1995–2007 – dargestellt durch die Differenz zwischen den grauen und den braunen Balken – hängen vom *aktuellen* Zinsniveau ab. Dieses liegt derzeit jedoch in den meisten Ländern deutlich unter seinem historischen Niveau. Dies könnte davon ablenken, dass die Verschuldung noch weiter abgebaut werden muss und viele Länder noch einen weiten Weg vor sich haben, bis ihr Schuldenabbau abgeschlossen ist.

⁹ Siehe M. Drehmann und M. Juselius, „Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012, S. 21–35. Aufstrebende Volkswirtschaften werden aus der Analyse ausgeklammert, weil die Entwicklung ihrer Finanzsektoren unterschiedlich weit fortgeschritten ist.

Zusammenfassung

Trotz der weiteren Lockerung der Geldpolitik im vergangenen Jahr und der sich verbessernden Bedingungen an den Finanzmärkten sind die Anzeichen einer Erholung bislang uneinheitlich. Angesichts schwachen Wachstums und unzureichender Strukturreformen bleibt das Risiko einer plötzlichen Verschlechterung der Marktstimmung. Ganz allgemein bremst die Notwendigkeit von Bilanzsanierungen weiterhin das Wachstum und lässt in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Anfälligkeiten entstehen. Mit den anhaltend niedrigen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist auch das Risiko verbunden, dass sich auf mittlere Sicht in den aufstrebenden Volkswirtschaften finanzielle Ungleichgewichte aufbauen. Unter diesen Umständen dürfte die Geldpolitik mit Maßnahmen zur Nachfragestimulierung an ihre Grenzen stoßen. In Kapitel III wird die Rolle von Strukturreformen bei der Ankurbelung des Wirtschaftswachstums analysiert.