

## VI. Geldpolitik am Scheideweg

Die Geldpolitik ist nach wie vor außerordentlich akkommodierend, da die Zentralbanken die Leitzinsen auf einem sehr niedrigen Niveau belassen und ihre Bilanzen weiter ausgeweitet haben. Obwohl dank dieser Maßnahmen der Krise und ihren unmittelbaren Folgen begegnet werden konnte, kommen nun Bedenken auf in Bezug auf die abnehmende Wirksamkeit zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen und die negativen Begleiterscheinungen einer lang anhaltenden akkommodierenden Geldpolitik. Die Zentralbanken sehen sich verschiedenen großen Herausforderungen gegenüber, während sie abwägen, welche Vorteile eine weitere geldpolitische Lockerung hätte, und über den späteren Ausstieg aus der akkommodierenden Geldpolitik sowie die Ausgestaltung des geldpolitischen Handlungsrahmens in einem normaleren Umfeld nachdenken.

Im vorliegenden Kapitel werden zunächst, vor dem Hintergrund des seit Beginn der Krise vorherrschenden Trends zum geldpolitischen Aktivismus, die jüngsten Maßnahmen beleuchtet, die die Zentralbanken ergriffen haben. Gleichzeitig werden die Herausforderungen erörtert, die sich der Geldpolitik auf kurze Sicht stellen. Anschließend werden die Probleme im Zusammenhang mit dem letztlich erfolgenden geldpolitischen Kurswechsel dargelegt und die längerfristigen Auswirkungen der Krisenerfahrung auf den geldpolitischen Handlungsrahmen erörtert. Schlussfolgerung des Kapitels ist, dass flexible Strategien für einen reibungslosen Ausstieg sowie anspruchsvolle – wenn auch nicht tiefgreifende – Anpassungen des geldpolitischen Handlungsrahmens der Vorkrisenzeit für die Zentralbanken hohe Priorität haben werden.

### Geldpolitik und die Krise

In den letzten fünf Jahren war die Geldpolitik von zwei großen, zusammenhängenden Trends geprägt. Erstens wurden die Leitzinsen in allen Wirtschaftsräumen gesenkt und auf einem niedrigen Niveau gehalten (Grafik VI.1). Die Zentralbanken der meisten wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hatten bis Anfang 2009 die Zinsen bis auf deren effektive Untergrenze gesenkt, und auf diesem Niveau befinden sie sich auch noch vier Jahre später. Die Federal Reserve unterstützte ihre Niedrigzinspolitik dadurch, dass sie bei ihrer zukunftsgerichteten Zinsorientierung („forward guidance“) die Fortführung ihres geldpolitischen Kurses an Zielgrößen für Arbeitslosigkeit und Inflation koppelte. Die EZB hielt die Zinsen seit Anfang 2009 auf niedrigem Niveau. Auf die zwei Zinserhöhungen des Jahres 2011 folgten Senkungen, und jüngst haben die Leitzinsen einen neuen Tiefstand erreicht. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren die realen Leitzinsen seit den 1970er Jahren nicht mehr so dauerhaft negativ.

Auch die Leitzinsen der anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der aufstrebenden Volkswirtschaften tendierten abwärts (Grafik VI.1). Während die nominalen Leitzinsen im Allgemeinen deutlich über ihrer Untergrenze lagen, waren sie in realer Betrachtung ebenfalls sehr niedrig – insbesondere wenn man bedenkt, dass die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder kräftiger und ihre Kapital- und Kreditmärkte dynamischer waren als in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

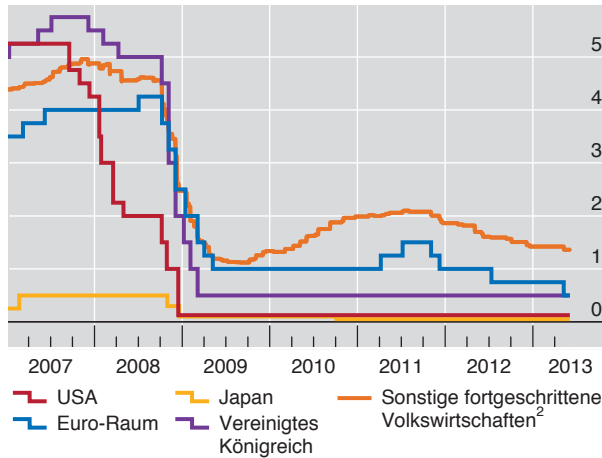
Der zweite wichtige Trend in der Geldpolitik war die massive Ausweitung der Zentralbankbilanzen – sowohl absolut als auch in Relation zum BIP (Grafik VI.2). Seit

# Leitzinsen<sup>1</sup>

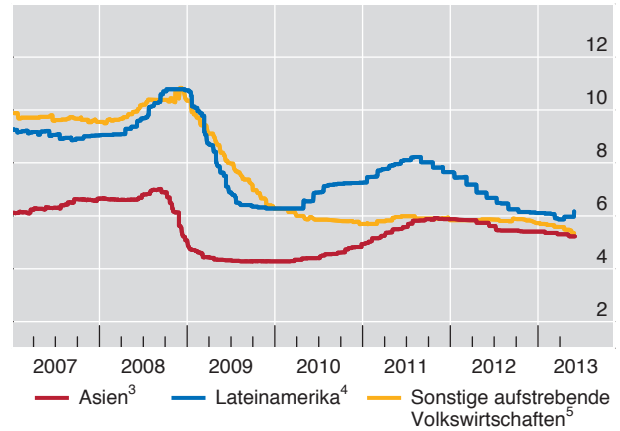
Prozent

Grafik VI.1

Fortgeschrittene Volkswirtschaften



Aufstrebende Volkswirtschaften



<sup>1</sup> Leitzinsen oder naheliegendste Alternative; Zielbandbreiten: Mittelwert der Bandbreite. Ländergruppen: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. <sup>2</sup> Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz. <sup>3</sup> China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>4</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru. <sup>5</sup> Polen, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

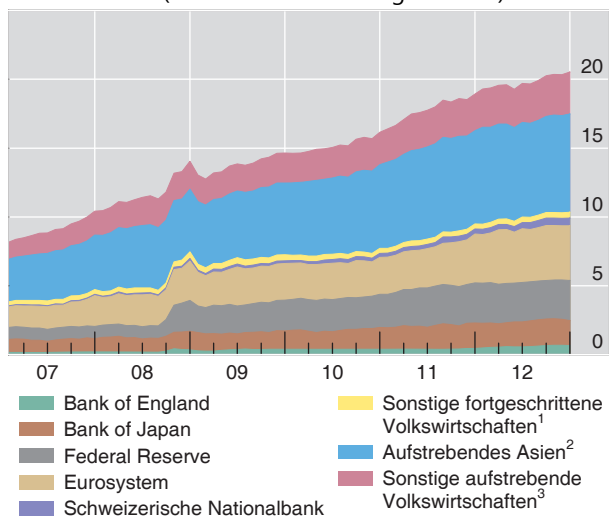
Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Ende 2007 haben sich die gesamten Aktiva der Zentralbanken weltweit etwa verdoppelt, und zwar auf rund \$ 20 Bio. bzw. auf gut 30% des globalen BIP. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens machen die Zentralbankaktiva mehr als 50% des BIP aus. Dieser Wert ist seit Ende 2007 unverändert, da das BIP in dieser Region seitdem ebenfalls kräftig zugenommen hat. Und die Schweiz erreichte vor Kurzem ein Verhältnis von 85% des BIP, da die Schweizerische Nationalbank ihre Währungsreserven stark aufstockte – auf ungefähr \$ 470 Mrd. Ende 2012 –, um ihren zum Euro festgesetzten Mindestkurs zu verteidigen.

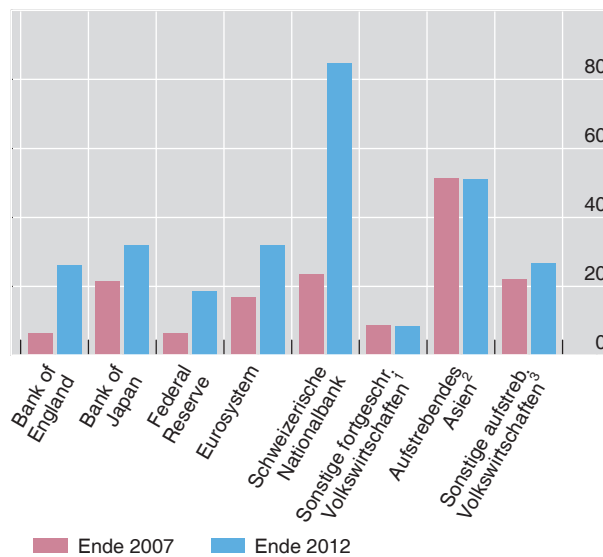
Mit der Ausweitung der Bilanzen verlängerte sich in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften auch die Laufzeit der Zentralbankaktiva deutlich. Ursache waren die verschiedenen seit 2007 ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen (Grafik VI.3). Im Anfangsstadium der Krise dehnten die Zentralbanken die eintägige und längerfristige Refinanzierung für Finanzinstitute aus, um den Spannungen an den Geldmärkten entgegenzuwirken. Anschließend richteten die Federal Reserve, die Bank of Japan und die Bank of England großvolumige Programme zum Ankauf längerfristiger Schuldtitel des privaten und öffentlichen Sektors ein. Das Ziel dieser Programme bestand darin, durch die Senkung der längerfristigen Zinssätze weitere geldpolitische Impulse an der effektiven Zinsuntergrenze zu geben.

Die Maßnahmen der EZB konzentrierten sich darauf, Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus des Euro-Raums zu beseitigen. Zu diesem Zweck führte sie zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LGR) und Programme zum Ankauf von Vermögenswerten ein, die auf die illiquiden Segmente der Märkte für private Anleihen und für Staatsanleihen abzielten. Folglich blieben die Wertpapierbestände des Eurosystems im Vergleich zu denen der drei anderen Zentralbanken der wichtigsten Volkswirtschaften klein, doch hat sich die mittlere Laufzeit der Refinanzierungsgeschäfte verlängert.

Bio. US-Dollar (zu laufenden Kursen gerechnet)



In Prozent des BIP



<sup>1</sup> Australien, Dänemark, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden. <sup>2</sup> China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>3</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

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

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfolgen die vier wichtigsten Zentralbanken unterschiedliche Bilanzprogramme, um gegen die jeweiligen wirtschaftlichen und finanziellen Schwierigkeiten, denen sie gegenüberstehen, vorzugehen: Die Federal Reserve führt ein unbefristetes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten durch und kauft monatlich mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere und Schatztitel im Umfang von \$ 85 Mrd. Durch dieses Programm und die zukunftsgerichtete Zinsorientierung („forward guidance“) wurde zur Belebung der Gesamtnachfrage die US-Renditenstrukturkurve auf ein historisches Tief gedrückt. Die Federal Reserve hat angekündigt, dass das Tempo und der endgültige Umfang des Programms von der Arbeitslosenquote und der Inflationsentwicklung abhängen.

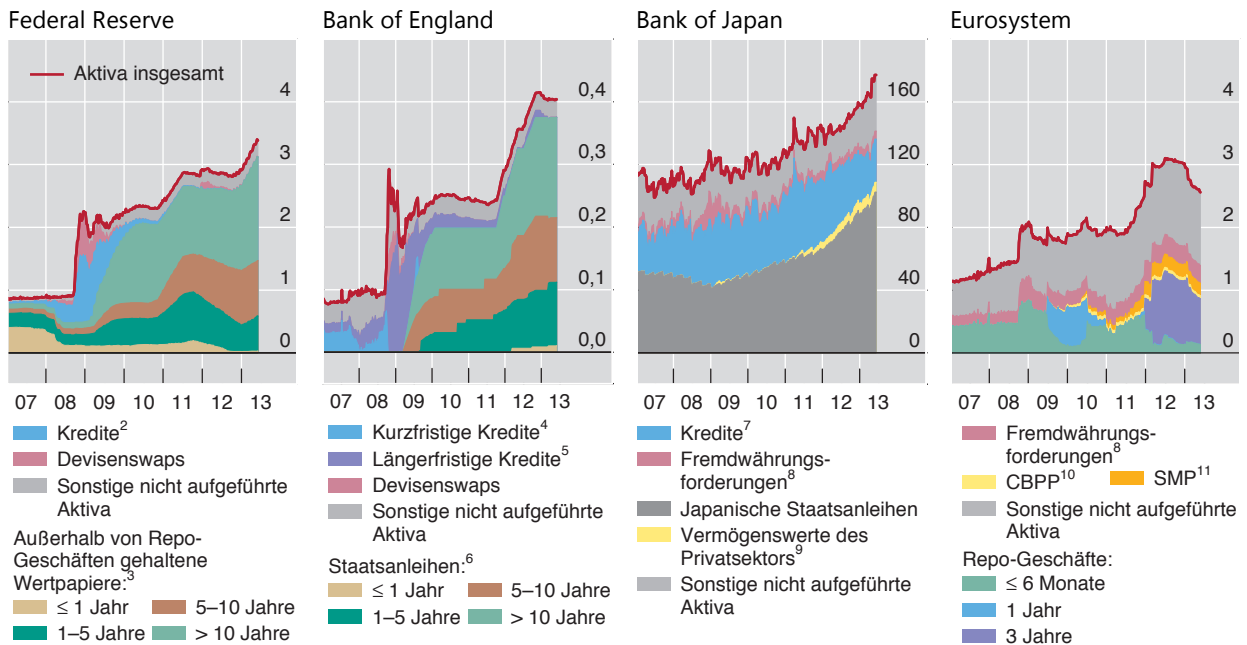
Mit dem Funding for Lending Scheme (FLS) der Bank of England soll die Verfügbarkeit von Krediten an die Realwirtschaft erhöht werden – u.a. durch Subventionierung der Finanzierungskosten von Finanzunternehmen. Die Verlängerung und Ausweitung des FLS Anfang 2013 spiegelt erste Anzeichen einer erfolgreichen Ankurbelung der Kreditvergabe, aber auch Bedenken in Bezug auf eine andauernde Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wider. Mit dem erweiterten Programm sollen die Anreize für Banken erhöht werden, kleinen und mittleren Unternehmen Kredite zu gewähren.

Die geldpolitischen Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions, OMT) der EZB sollen Bedenken hinsichtlich des Risikos einer Währungsumstellung im Euro-Raum entgegentreten. Mit den OMT wird eine Liquiditätsauffangfazilität für die Staatsanleihemärkte bereitgestellt; damit soll die Integrität der einheitlichen Geldpolitik des Euro-Raums sichergestellt werden. Voraussetzung für die Aktivierung von OMT ist, dass die strikten Auflagen eines geeigneten, über die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) bzw. den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) finanzierten Programms erfüllt werden. Zwar kamen die OMT bislang noch nicht zum Einsatz, doch wurden durch ihre bloße Existenz die Tail-Risiken im Euro-Raum eingedämmt (Kapitel II).

# Umfang und Zusammensetzung<sup>1</sup> der Zentralbankbilanzen

Bio. Einheiten Landeswährung

Grafik VI.3



<sup>1</sup> Bank of England und Federal Reserve: Aufschlüsselung nach Restlaufzeit; Eurosystem: Aufschlüsselung der ausstehenden Repo-Geschäfte nach ursprünglicher Laufzeit. <sup>2</sup> Ausstehende Repo-Geschäfte, Term Auction Facility, sonstige Kredite und Portfolionettobestände der Commercial Paper Funding Facility LLC. <sup>3</sup> US-Schatztitel, mit Hypotheken unterlegte Schuldtitle und Titel staatsnaher US-Körperschaften; Nominalwert. <sup>4</sup> Einwöchige Kredite, sonstige Laufzeit innerhalb der Erfüllungsperiode sowie Feinststeuerungsoperationen in Form von Repo-Geschäften. <sup>5</sup> Längerfristige Repo-Geschäfte. <sup>6</sup> Bestände der Asset Purchase Facility; aufgenommene Mittel. <sup>7</sup> Forderungen aufgrund von Rückgabevereinbarungen und Kredite (ohne Kredite an die Deposit Insurance Corporation). <sup>8</sup> Einschl. US-Dollar-Liquiditätstender. <sup>9</sup> Commercial Paper, Unternehmensanleihen, börsengehandelte Fonds und börsennotierte Immobilienfondfonds. <sup>10</sup> Bestände im Rahmen des ersten und zweiten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme, CBPP 1 bzw. CBPP 2). <sup>11</sup> Bestände im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme, SMP).

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

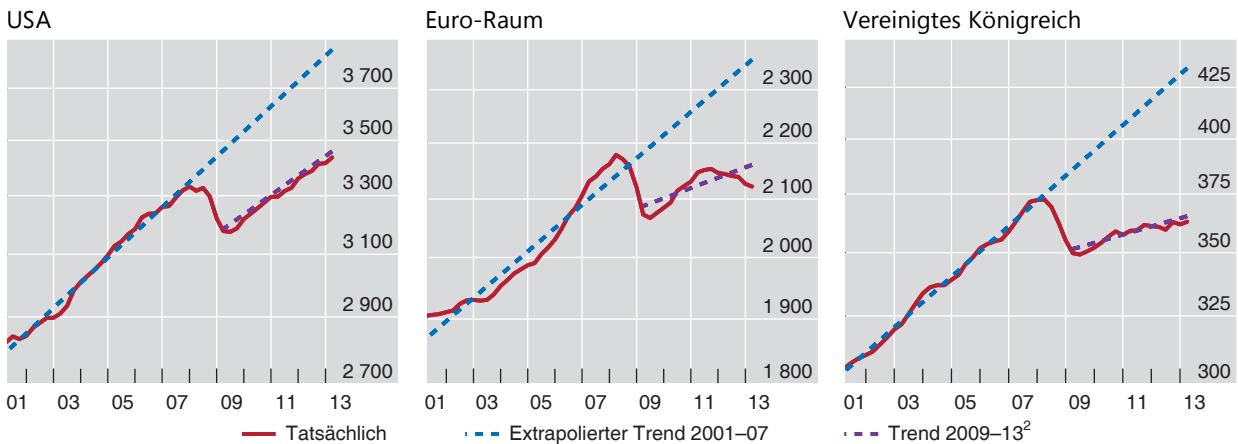
Die Bank of Japan hat ihr Programm der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE) eingerichtet. Im Rahmen des Programms will sie die Geldbasis und ihre Bestände japanischer Staatsanleihen und börsengehandelter Fonds (ETF) verdoppeln sowie die durchschnittliche Laufzeit der gekauften Staatsanleihen auf mehr als das Doppelte verlängern. Das Programm ist Teil einer ganzen Reihe von Maßnahmen der japanischen Regierung und der Bank of Japan, um die Deflation zu bekämpfen und ein nachhaltiges Wachstum zu fördern. Der Plan beinhaltet eine Anhebung des Preisstabilitätsziels der japanischen Notenbank von 1% auf 2% jährliche Inflation. Außerdem soll nun die Geldbasis als operatives Hauptziel für Geldmarktgeschäfte verwendet werden statt wie bisher der Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld. Bislang sind die Inflationserwartungen in Japan gemäß markt- und umfragebasierten Messgrößen gestiegen, doch für ein Urteil über die langfristigen Auswirkungen des Programms ist es noch zu früh.

Außerhalb der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften war die Zunahme der Zentralbankaktiva in erster Linie auf die umfangreiche Akkumulation von Währungsreserven zurückzuführen. Viele aufstrebende Volkswirtschaften Asiens stockten ihre Währungsreserven im Zuge der Krise auf, als sie sich gegen den Aufwertungsdruck auf ihre Währungen stemmten. Zwar hat sich der Aufbau in den letzten

## Reales BIP<sup>1</sup>

Quartalsdaten, Mrd. Einheiten Landeswährung

Grafik VI.4



<sup>1</sup> Saisonbereinigt, logarithmische Skala. <sup>2</sup> Erstes Quartal.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Jahren verlangsamt, doch sind die Wahrungsrreserven in diesen Volkswirtschaften hoch. Sie betragen Ende 2012 über \$ 5 Bio. – das entspricht rund der Hälfte der gesamten Wahrungsrreserven weltweit (Tabelle II.1 in Kapitel II). Zudem übersteigen die Reserven dieser Volkswirtschaften nun das traditionell als angemessen geltende Maß.

Alles in allem waren die Zentralbankmanahmen seit Beginn der Krise ein wesentlicher stabilisierender Faktor: Zunächst wirkten sie einem Finanzkollaps entgegen, anschließend stützten sie die Erholung der Realwirtschaft. Dennoch bleibt das Wirtschaftswachstum in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich deutlich unter dem Vorkrisenniveau (Grafik VI.4). Auch die Arbeitslosenquoten verharren auf hohem Niveau – insbesondere im Vergleich zu früheren Konjunkturerholungen. Dies erklärt teilweise, weshalb die Zentralbanken im letzten Jahr weitere Maßnahmen ergriffen haben und weshalb sogar noch radikalere Ideen ins Auge gefasst wurden, wie beispielsweise die Festlegung eines nominalen BIP-Ziels oder die Monetisierung von Haushaltsdefiziten.

Zwar ist es gelungen, mit der Geldpolitik die Krise einzudämmen, doch sind aus verschiedenen Gründen die ursprünglichen Erwartungen nicht erfüllt worden. Es mag daher falsch gewesen sein, die frühere BIP-Entwicklung als Maßstab zu nehmen. Zumindest in den Ländern, die im Mittelpunkt der Finanzkrise standen, wurde die Höhe des nachhaltigen BIP-Wachstums wohl überschätzt. Bei Booms im Finanzsektor sind strukturelle Fehlallokationen von Ressourcen oftmals nicht augenfällig. Diese Ungleichgewichte treten dann erst in den anschließenden Krisen und den damit einhergehenden Bilanzrezessionen vollständig zutage (Kapitel III). Überdies gibt es zahlreiche Belege dafür, dass sich das Potenzialwachstum nach Finanzkrisen verringert. Unter diesen Umständen ist es zudem wahrscheinlich, dass die Geldpolitik weniger Wirkung zeigt als sonst. In Bilanzrezessionen behindern der Rückzug des Privatsektors und ein angeschlagener Finanzsektor die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Realwirtschaft. Für eine nachhaltige Erhöhung des Wachstums bedarf es angemessener Sanierungs- und Reformmaßnahmen.

Derzeit halten die Befürchtungen an, dass nicht nur der geldpolitische Transmissionsmechanismus gestört ist, sondern dass auch die Wirksamkeit der Zentralbankmanahmen möglicherweise nachgelassen hat. Es gilt zu bedenken, dass die Verringerung von Zinsen und Risikoaufschlägen irgendwann an ihre

Grenzen stößt. So sind die Laufzeitprämien von langfristigen Renditen bereits jetzt stark negativ. Und da der Grad der Marktsegmentierung im Vergleich zum Höhepunkt der Krise zurückgeht, könnte der Portfolioumschichtungskanal großvolumiger Wertpapierankaufsprogramme etwas an Kraft verlieren.

Zum selben Zeitpunkt, zu dem die Zentralbankmaßnahmen an Wirksamkeit eingebüßt haben könnten, ergaben sich durch die akkommodierende Geldpolitik verschiedene Nebenwirkungen; dies wurde bereits im letztjährigen BIZ-Jahresbericht thematisiert.<sup>1</sup> Anhaltend niedrige Leitzinsen verleiten unter Umständen zu einer aggressiven Risikübernahme und fördern den Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten und Preisverzerrungen an den Finanzmärkten. Dieses Umfeld schuf auch Anreize, die erforderliche Sanierung der Bilanzen und notwendige Reformen aufzuschieben. Diese Anreize sandten die falschen Signale an Finanzbehörden mit gravierenden Problemen in Bezug auf die langfristige Tragfähigkeit des Staatshaushalts und an diejenigen Finanzinstitute, die Verluste nicht konsequent genug erfasst, ihr Eigenkapital nicht ausreichend erhöht sowie Endloskredite vergeben haben.

Eine weitere bedeutende Nebenwirkung sind die globalen Spillover-Effekte der Geldpolitik. Die anhaltend niedrigen Zinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften übten einen Aufwertungsdruck auf die Wechselkurse aus. Außerdem trugen sie dazu bei, dass ein destabilisierendes Maß an Kapital in schneller wachsende aufstrebende Volkswirtschaften und mehrere kleine fortgeschrittene Volkswirtschaften floss.<sup>2</sup>

## Ausstiegsstrategien

In den kommenden Jahren wird der Ausstieg aus der außerordentlich akkommodierenden Geldpolitik die Zentralbanken vor große Herausforderungen stellen. Sie werden das richtige Gleichgewicht finden müssen zwischen den Risiken eines verfrühten und den Risiken eines weiter aufgeschobenen Ausstiegs. Während die erstgenannten Risiken durchaus bekannt sind, sollten die mit einem zu zögerlichen Ausstieg verbundenen Risiken – bloß weil sie noch nicht eingetreten sind – nicht unterschätzt werden. Die Zentralbanken werden darüber hinaus auch dafür sorgen müssen, dass der Ausstieg so reibungslos wie möglich vonstatten geht.

Es versteht sich von selbst, dass Zeitpunkt und Tempo des Ausstiegs von den jeweiligen Umständen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften abhängen werden. Nachdem sich zu Beginn des Jahres eine Festigung der Konjunkturerholung abgezeichnet hatte, rechneten die Märkte mit einem früheren, nicht aber unmittelbaren Ausstieg. Die Terminzinskurven spiegeln die Erwartung wider, dass die Leitzinsen noch mindestens ein weiteres Jahr auf dem derzeit sehr niedrigen Niveau verharren und danach nur schrittweise steigen werden. Dabei dürfte die Entwicklung in den vier betrachteten Volkswirtschaften etwas unterschiedlich ausfallen (Grafik VI.5). Natürlich können sich die Erwartungen im Laufe der Zeit auch plötzlich ändern. Gründe hierfür können neue Entwicklungen oder veränderte Einschätzungen der Wirksamkeit der einzelnen Zentralbankstrategien sein.

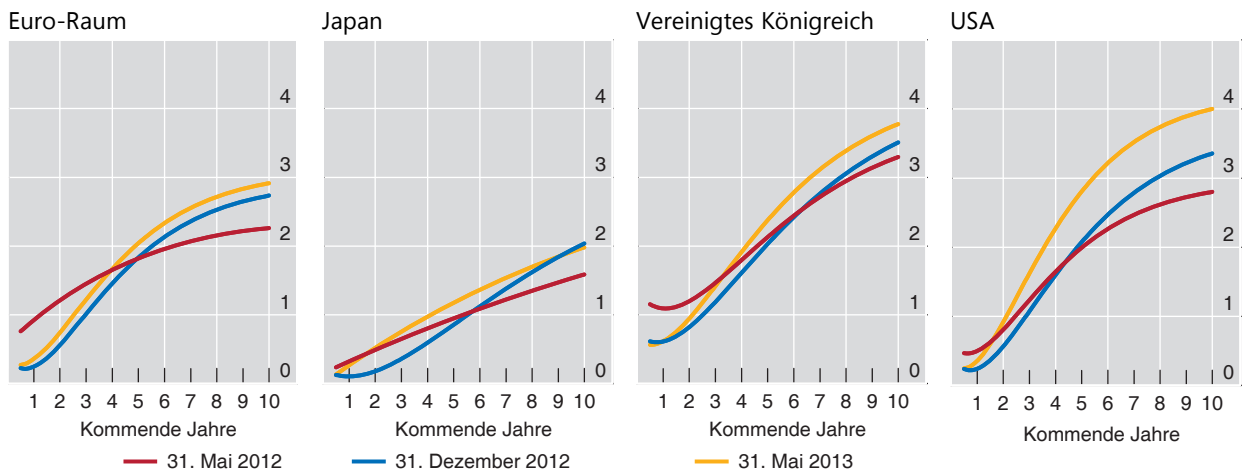
<sup>1</sup> Eine ausführliche Erörterung der Nebenwirkungen einer andauernd akkommodierenden Geldpolitik findet sich in BIZ, *82. Jahresbericht*, Juni 2012, Kapitel IV.

<sup>2</sup> Nähere Ausführungen zu Risiken globaler Spillover-Effekte finden sich in 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.

## Terminzinsskurven<sup>1</sup>

Prozent

Grafik VI.5



<sup>1</sup> Nominale Terminzinssätze für Tagesgeld abgeleitet aus der LIBOR-Swap-Kurve.

Quellen: Datastream; Berechnungen der BIZ.

In den letzten Jahren haben die Zentralbanken ihre operationelle Handlungsfähigkeit verbessert, um den Ausstieg flexibel steuern zu können. Eine Zeit lang gab es Bedenken, dass die Leitzinsen nicht angehoben werden könnten, bevor die großvolumigen Ankäufe von Vermögenswerten zurückgeführt wurden. Aus rein technischer Perspektive betrachtet, gilt das jedoch nicht mehr als großes Problem. Mit Einlagefazilitäten, der Verzinsung von Überschussreserven, befristeten Repo-Geschäften und anderen Instrumenten verfügen die Zentralbanken heute über verschiedenste Möglichkeiten, Zins- und Bilanzentscheidungen zu entkoppeln.

Auch die Kommunikationsstrategien der Zentralbanken werden in diesem Zusammenhang eine zentrale Rolle spielen. Einige Zentralbanken sind in den letzten Jahren zu einer zukunftsgerichteten Zinsorientierung („forward guidance“) übergegangen. Dadurch ist es ihnen gelungen, die Erwartungen des privaten Sektors so zu beeinflussen, dass sie den Zentralbankzielen entsprechen.

Ein mahndendes Beispiel aus der Vergangenheit, das Orientierungshilfe für die Kalibrierung der Ausstiegsrisiken gibt, ist die Normalisierung der US-Leitzinsen Mitte der 1990er Jahre. Anfang 1994 hob die Federal Reserve ihren Leitzins an, nachdem sie ihn eine ganze Weile auf ungewöhnlich niedrigem Niveau belassen hatte. Als unmittelbare Reaktion darauf schnellten die Renditenstrukturkurven in die Höhe – und zwar nicht nur in den USA, sondern rund um den Globus.<sup>3</sup>

Selbstverständlich hat sich seit 1994 viel geändert. Doch das gilt in beide Richtungen. Einerseits kommunizieren Zentralbanken ihre geldpolitischen Absichten heute viel klarer und verfügen über reiche Erfahrung bei der Lenkung von Erwartungen, andererseits ist das Umfeld sehr viel komplexer geworden. Inzwischen erfordert der Ausstieg, dass die Zinserhöhungen und die Rückführung der Bilanzpolitik aufeinander abgestimmt werden.

Zudem muss ein Ausstieg heute in einem Umfeld hoher Schulden vollzogen werden, von denen ein Großteil zu rekordtiefen Zinsen aufgenommen worden war. Unklar ist, wie die Märkte auf einen geldpolitischen Kurswechsel reagieren werden –

<sup>3</sup> Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in BIZ, 66. Jahresbericht, Juni 1996, Kapitel V.

nicht zuletzt, weil die Zentralbanken an den wichtigsten Märkten eine so entscheidende Rolle übernommen haben. So werden die Zentralbanken in manchen Fällen als eigentliche Grenznachfrager längerfristiger Anleihen wahrgenommen, in anderen haben sie umfangreiche Auffangliquiditätsfazilitäten bereitgestellt und haben sich de facto zu zentralen Intermediären an den Interbankmärkten entwickelt. Diese Überlegungen zeigen deutlich, dass sich eine destabilisierende Marktdynamik sogar schon dann einstellen könnte, wenn die Zentralbanken signalisieren, dass ein Ausstieg unmittelbar bevorsteht. Wenn sich diese Umstände verfestigen, dürfte sich im Laufe der Zeit das Risiko erhöhen, dass der Ausstieg aufgeschoben wird, um eine solche Destabilisierung zu vermeiden.

Daher ist es von zentraler Bedeutung, dass die Finanzinstitute in der Lage sind, das Zinsänderungsrisiko zu tragen. Dank stetiger Innovationen an den Finanzmärkten können sich die Anleger heute besser gegen Zinsänderungsrisiken absichern. Auch die derzeitigen Bemühungen, Bilanzen im Rahmen von Stresstests mit einem starken Anstieg der Renditenstrukturkurven zu konfrontieren, sind wichtig, um den Ausstieg vorzubereiten. Dennoch können die Möglichkeiten der Anleger, sich wirksam abzusichern, begrenzt sein, wenn der Übergang zu höheren Zinsen besonders abrupt und holprig verläuft. In diesem Falle dürften auch Kontrahentenrisiken auftreten, da das aggregierte Zinsänderungsrisiko durch solche im Privatsektor üblichen Absicherungsmaßnahmen nicht beseitigt werden kann. Da Banken umfangreiche Portfolios mit langfristigen festverzinslichen Anlagen halten, könnte ein starker Zinsanstieg auch das Risiko von Anspannungen im Finanzsystem erhöhen.

Das Einleiten und das anschließende Tempo des Ausstiegs der Zentralbanken in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden sich auch auf die kleinen fortgeschrittenen und auf die aufstrebenden Volkswirtschaften auswirken. Das Ergebnis würde dann für alle positiv ausfallen, wenn der Ausstieg in jeder Volkswirtschaft zeitlich gut gewählt ist, reibungslos verläuft und vor dem Hintergrund einer soliden Erholung erfolgt, die die Weltwirtschaft wieder auf einen ausgeglichenen und nachhaltigen Wachstumspfad bringt. Eine zu starke Erhöhung der Zinsen hingegen könnte zu volatilen Kapitalströmen und Wechselkursen führen, mit den entsprechenden negativen Folgen für die weltweite gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität. Dies legt den Schluss nahe, dass die Volkswirtschaften, die wahrscheinlich betroffen wären, gut daran täten, ihre Kapitalpolster zu stärken, finanzielle Ungleichgewichte abzubauen und ihren geldpolitischen Handlungsrahmen so zu verbessern, dass Volatilität abgefedert werden kann.

Den Zentralbanken stellen sich bei ihren Ausstiegserwägungen zudem verschiedenste politökonomische Herausforderungen. Die Geschichte hat gezeigt, dass geldpolitische Entscheidungen ihre Wirkung am besten entfalten können, wenn sie von Erwägungen kurzfristiger politischer Opportunität isoliert sind. Daher ist die operative Unabhängigkeit so wichtig. Dies gilt besonders unter Extrembedingungen, wie sie heute herrschen. Im Großen und Ganzen könnte der politökonomische Druck den Ausstieg erschweren und zu dessen Verzögerung beitragen.

Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens werden verschuldete Sektoren, seien es Privathaushalte, Nichtfinanzunternehmen oder auch Regierungen, eine Zinserhöhung nicht begrüßen. Das ist sicherlich nichts Neues. Doch da die Zinsen über einen so langen Zeitraum außerordentlich niedrig waren, dürfte die Reaktion der verschuldeten Sektoren wegen hoher Schuldenstände und der bestehenden speziellen Kreditprogramme schärfer ausfallen, insbesondere dann, wenn sich diese Sektoren an das ungewöhnliche Umfeld gewöhnt und ihre Erwartungen und ihr Verhalten danach ausgerichtet haben. Man kann sich beispielsweise leicht vorstellen, dass es zu Spannungen kommen könnte zwischen den Zentralbanken, die sich um einen Ausstieg bemühen, und den staatlichen Schuldenverwaltungsstellen, die versuchen, den Aufwand für den Schuldendienst möglichst gering zu halten.



Zweitens könnten die Finanzen der Zentralbanken leicht unter Druck geraten, was Fragen zu ihrem Umgang mit öffentlichen Geldern aufwerfen, die Staatseinnahmen verringern und möglicherweise sogar die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbanken schwächen würde. Die Öffentlichkeit dürfte wenig Verständnis für Zentralbankverluste haben.

Drittens könnten auch generelle Reputationserwägungen eine Rolle spielen. Wenn Zentralbanken beispielsweise Reserven verzinzen, ohne dass der Ausstieg mit einer Anhebung der unverzinsten Mindestreserveanforderungen einhergeht, könnten die damit verbundenen höheren Transfers an die Banken Stirnrundeln in der Öffentlichkeit hervorrufen und eine politische Dimension annehmen – insbesondere, wenn diese Transfers während einer Haushaltskonsolidierung erfolgen.

All das macht eine sorgfältige Vorbereitung und Vorabkommunikation so außerordentlich wichtig und verlangt, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken als Hüter der Geldwertstabilität erhalten wird. Es ist von entscheidender Bedeutung, die Flexibilität und die Mittel für den Ausstieg zu bewahren, um zu vermeiden, dass man von den Märkten überholt wird.

## Der Weg vor uns

Während die Zentralbanken auf kurze Sicht und beim letztlich erfolgenden Ausstieg großen Herausforderungen gegenüberstehen, müssen sie auch den vor ihnen liegenden Weg im Auge behalten. Welche Lehren sollten sie in Bezug auf ihren geldpolitischen Handlungsrahmen aus der Krise ziehen? Einige dieser Lehren betreffen die geldpolitischen Instrumente und Marktoperationen, andere die eher strategischen Aspekte des Handlungsrahmens.

Als Reaktion auf die Krise haben die Zentralbanken die Palette ihrer Instrumente erweitert und Anpassungen an ihren Marktoperationen vorgenommen, um den bisweilen extremen Bedingungen entgegenzuwirken. Sollten diese Instrumente und Methoden zu einem festen Bestandteil des neuen geldpolitischen Handlungsrahmens werden?

Einige der Aspekte sind eher technischer Natur, obwohl sie bedeutende Auswirkungen auf die Funktionsweise der Märkte haben könnten. Ein erstes Beispiel ist die Verzinsung von Reserven. Diese gängige Praxis stand der Federal Reserve vor der Krise nicht zur Verfügung, dürfte aber beibehalten werden, denn sie verbessert ihre Möglichkeiten zur Einflussnahme auf die kurzfristigen Zinsen. Ein zweiter, etwas heiklerer Punkt betrifft die Palette zulässiger Sicherheiten. Diese wurde in den Krisenländern beträchtlich ausgeweitet und dürfte künftig nicht nennenswert verkleinert werden. Bei ihren Entscheidungen in diesem Bereich werden die Zentralbanken verschiedene Aspekte abwägen müssen. Dazu zählen die Verfügbarkeit erstklassiger Sicherheiten, die Regulierungsreformen und die Ansichten über die Bedeutung von Zentralbankliquidität in normalen und in stürmischen Zeiten. Drittens geht es darum, welcher kurzfristige Zinssatz Ziel der Geldpolitik sein soll, also beispielsweise ein Zinssatz für besicherte oder einer für unbesicherte Finanzierungsmittel. Dies wiederum dürfte – wie in der Vergangenheit – von länderspezifischen Gegebenheiten abhängen.

Eine allgemeinere Frage ist, ob die Zentralbanken wieder dazu übergehen sollten, so an den Märkten zu agieren, dass sie lediglich die kurzfristigen Zinsen beeinflussen. Dies würde einen Verzicht auf Versuche bedeuten, die allgemeinen Finanzierungsbedingungen beispielsweise über großvolumige Ankäufe von Vermögenswerten oder spezielle Kreditprogramme direkter zu beeinflussen. In diesem Falle würden der kurzfristige Leitzinssatz und die Erwartungen hinsichtlich seiner

künftigen Entwicklung erneut *das* maßgebliche Instrument zur Steuerung der geldpolitischen Bedingungen werden.

Ein größeres Instrumentarium mag verlockend erscheinen, doch gibt es gute Gründe dafür, wieder ein kleineres anzustreben. Erstens: Die Zentralbanken haben zwar die direkte Kontrolle über die kurzfristigen Zinsen. Ihre Fähigkeit aber, die Preise anderer Vermögenswerte, wie z.B. die Renditen langfristiger Staatsanleihen, zu beeinflussen, kann nur im Rahmen der konsolidierten Bilanz des öffentlichen Sektors beurteilt werden. So ist beispielsweise auch wichtig, was die Schuldenverwaltungsstelle tut. Zweitens: Bei den bilanzpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken kann die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik leicht verschwimmen. Drittens: Solche Maßnahmen können die Finanzkraft der Zentralbank gefährden. All das wirft heikle Fragen in Bezug auf die Abstimmung mit der Regierung und die operative Unabhängigkeit auf. Aus diesen Gründen eignen sich solche Instrumente nur für außergewöhnliche Umstände.

Was die eher strategischen Aspekte der Geldpolitik betrifft, so hat die Krise die zentralen Elemente der herkömmlichen geldpolitischen Strategien nicht diskreditiert. Zu diesen Elementen gehören eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik und die Unabhängigkeit der Zentralbanken. Sie haben entscheidend dazu beigetragen, die Inflation während der letzten Jahrzehnte sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften niedrig und stabil zu halten. Zudem haben sie sich bei der Verankerung der Inflationserwartungen als hilfreich erwiesen.

Dennoch wurde mit dem vor der Krise üblichen geldpolitischen Handlungsrahmen keine dauerhafte finanzielle und wirtschaftliche Stabilität sichergestellt. In einem Umfeld niedriger und stabiler Inflation führten finanzielle Ungleichgewichte zur schwersten Krise seit der Großen Depression. Diese Erfahrung lässt darauf schließen, dass es von Vorteil ist, wenn Finanzstabilitätsaspekte systematischer in die Durchführung der Geldpolitik einfließen, insbesondere weil Volkswirtschaften dazu neigen, lang andauernde Booms im Finanzsektor zu generieren, auf die dann Abschwünge folgen.

Die Regulierungsreformen sind sicherlich wichtig, um diese Risiken zu verringern, sie reichen jedoch nicht aus. Im regulatorischen Bereich wurden bereits große Fortschritte erzielt (Kapitel V), vor allem in Bezug auf makroprudenzielle Ansätze und Instrumente. Diese Maßnahmen werden das Finanzsystem zweifellos widerstandsfähiger machen, sodass es Abschwünge besser übersteht. Ob sie Booms im Finanzsektor wirksam eindämmen können, ist indes weniger klar. Zudem sind regulatorischen Maßnahmen Grenzen gesetzt: Einige Teile des Finanzsystems lassen sich nur schwer regulieren, und im Laufe der Zeit könnten die Maßnahmen aufgrund von Regulierungsarbitrage an Durchschlagskraft verlieren. Angesichts dieser Überlegungen muss die Geldpolitik eine wichtige komplementäre Rolle übernehmen, da der Leitzins den allgemeingültigen Preis für Fremdkapital in einer bestimmten Währung darstellt, der nicht so leicht umgangen werden kann.

Solche Aspekte der Finanzstabilität in die Geldpolitik zu integrieren bringt bedeutende analytische Herausforderungen mit sich. Die vor der Krise genutzten makroökonomischen Modelle vernachlässigten die Möglichkeit von Hoch- und Tiefphasen im Finanzsektor und betrachteten den Finanzsektor als nicht sonderlich relevant. Zudem flossen die Finanzstabilitätsanalysen der Zentralbanken kaum in deren geldpolitische Entscheidungen ein. Seit der Krise haben die Zentralbanken alles darangesetzt, diese Mängel zu beheben. Es wurden Fortschritte bei der Entwicklung der Modelle, beim verfügbaren Instrumentarium und bei der Berücksichtigung der gewonnenen Erkenntnisse in der Entscheidungsfindung erzielt. So hat die norwegische Zentralbank vor Kurzem ihr Referenzmodell angepasst, um auch der Tatsache Rechnung zu tragen, dass Zinsen, die zu lange auf einem zu

niedrigen Niveau verharren, im Laufe der Zeit zu Verzerrungen führen können. Dennoch liegt immer noch ein weiter Weg vor uns.

Die unternommenen Anstrengungen sollten als Grundlage dafür dienen, Auf- und Abschwünge im Finanzsektor symmetrischer anzugehen als in der Vergangenheit. In den letzten 10–15 Jahren scheinen die Zentralbanken asymmetrisch auf Finanzstabilitätsbedenken reagiert zu haben. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beispielsweise wurden die Leitzinsen als Antwort auf Schwierigkeiten im Finanzsektor (die LTCM-Krise, das Platzen der Dotcom-Blase und die jüngste internationale Kredit- und Staatsschuldenkrise) drastisch gesenkt, in der Folge aber nur zögerlich und schrittweise wieder angehoben. Dies wird manchmal als „Finanzmarktdominanz“ bezeichnet.<sup>4</sup>

Ein symmetrischerer Ansatz würde bedeuten, die Geldpolitik während der Boomphasen stärker zu straffen und in den Abschwungphasen weniger aggressiv und weniger dauerhaft zu lockern. Ein solcher Ansatz könnte das Risiko eines erneuten Aufbaus finanzieller Ungleichgewichte verringern. In der Praxis hieße das, Finanzstabilitätsbedenken mehr Aufmerksamkeit zu schenken und den Zeithorizont für die Geldpolitik auszudehnen, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass es lange dauert, bis der Aufbau finanzieller Ungleichgewichte sichtbar wird – oft länger als die üblicherweise zugrundegelegte Phase von einem Konjunkturaufschwung.

Die historische Interpretation der vergangenen 10–15 Jahre stimmt mit Untersuchungen auf Basis von einfachen Taylor-Regeln überein, welche das Leitzinsniveau mechanisch mit der Inflation und der Produktionslücke in Verbindung bringen. Entsprechende Schätzungen deuten darauf hin, dass die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften fast während des gesamten Zeitraums seit Beginn der 2000er Jahre systematisch zu akkommodierend war (Grafik VI.6 links). Sicherlich besteht erhebliche Unsicherheit in Bezug auf eine Reihe von Faktoren, die in diese einfache Referenzgröße einfließen, nicht zuletzt auch in Bezug auf das langfristige Gleichgewichtsniveau von Zinssätzen. Allerdings lässt die Referenzgröße den Einfluss der zukunftsgerichteten Zinsorientierung („forward guidance“) oder der Bilanzpolitik außen vor. Unter Berücksichtigung dieser beiden Faktoren wäre die Geldpolitik gegenwärtig noch deutlich akkommodierender. Diese Einschätzung wird zusätzlich gestützt durch Anzeichen eines rapiden Anstiegs der Kredit- und Immobilienpreise in mehreren weniger stark von der Krise betroffenen Volkswirtschaften. Das heben auch die von den Zentralbanken durchgeführten Analysen der makroökonomischen Bedingungen hervor; bestätigt wird es durch die ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen.

Unterschiedliche Entwicklungen in den verschiedenen Ländern rücken einen weiteren Aspekt des geldpolitischen Handlungsrahmens in den Mittelpunkt: die Notwendigkeit eines besseren Verständnisses der globalen Spillover-Effekte in einer zunehmend globalisierten Welt. Die jüngste Krise hat die Bedeutung dieser Effekte aufgezeigt. Die akkommodierenden geldpolitischen Rahmenbedingungen haben weltweit die Anfälligkeiten erhöht. Das ungewöhnlich niedrige Leitzinsniveau in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde auf die übrige Welt übertragen, zum Teil durch den Widerstand der aufstrebenden Volkswirtschaften gegen Wechselkursaufwertungen und gegen den durch Kapitalströme verursachten Druck. Grafik VI.6 rechts zeigt, dass das Leitzinsniveau in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften niedriger war, als es angesichts der jeweiligen makroökonomischen Bedingungen angezeigt gewesen wäre (gemessen mithilfe einer einfachen

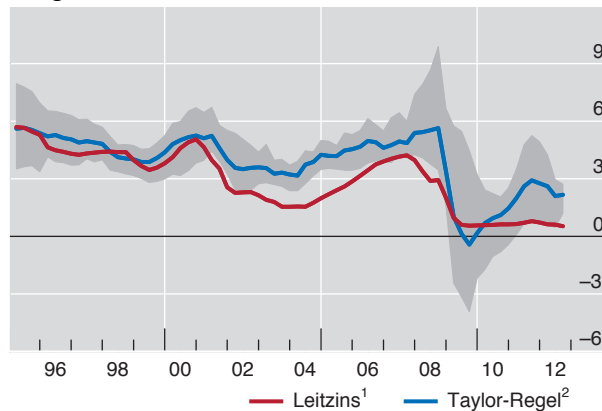
<sup>4</sup> Siehe H. Hannoun, „Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy“, Rede anlässlich der Gouverneurskonferenz der SEACEN, Seoul, Korea, 13./14. Februar 2012.

## Taylor-Regel und Leitzinsen

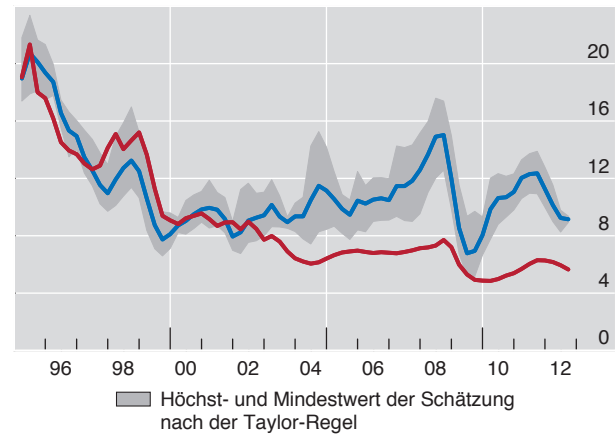
Prozent

Grafik VI.6

Fortgeschrittene Volkswirtschaften



Aufstrebende Volkswirtschaften



<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. Fortgeschrittene Volkswirtschaften: Australien, Dänemark, Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich. Aufstrebende Volkswirtschaften: Argentinien, Brasilien, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Polen, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>2</sup> Siehe B. Hofmann und B. Bogdanova, „Taylor rules and monetary policy: a global ‚Great Deviation?‘“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012, S. 37–49.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Taylor-Regel). Diese Volkswirtschaften haben auch massiv an den Devisenmärkten interveniert. Insgesamt haben ihre geldpolitischen Reaktionen den weltweiten Kredit- und Vermögenspreisboom im Vorfeld der Krise verstärkt.

Der jüngste Aufbau finanzieller Ungleichgewichte in verschiedenen aufstrebenden und kleinen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist ein Anzeichen dafür, dass dieser Mechanismus wieder zum Tragen kommt. Dies bedeutet nicht zwingend, dass die Zentralbanken ihre Geldpolitik enger aufeinander abstimmen müssen als in der Vergangenheit. Vielmehr lässt es den Schluss zu, dass die Zentralbanken zumindest davon profitieren könnten, wenn sie den globalen Nebenwirkungen und Rückkopplungen ihrer jeweiligen geldpolitischen Entscheidungen mehr Bedeutung beimessen. Dies liegt im eigenen Interesse jeder Zentralbank, insbesondere, wenn die Spillover-Effekte die Instabilität im Finanzsektor potenziell verstärken und zu einer Krise führen könnten – mit beträchtlichen globalen Folgen, auch für die Länder, von denen die Spillover-Effekte ursprünglich ausgingen.

## Zusammenfassung

Die Zentralbanken sind zunehmend überlastet, nachdem jahrelang fest darauf vertraut wurde, dass sie die Wirtschaft durch eine sehr akkommodierende Geldpolitik ankurbeln. Mittlerweile wachsen die Sorgen hinsichtlich der Wirksamkeit dieser geldpolitischen Maßnahmen und ihrer unerwünschten Nebenwirkungen. Die akkommodierende Geldpolitik kann nur so wirksam sein wie die parallel zu ihr verfolgte Bilanz-, Fiskal- und Strukturpolitik.

Der letztlich erfolgende Ausstieg aus den derzeitigen geldpolitischen Sondermaßnahmen bringt große Herausforderungen mit sich. Einige davon sind rein technischer, andere eher politökonomischer Natur. Die Instrumente zur Steuerung

des Ausstiegs sind vorhanden und wurden bis zu einem gewissen Grad bereits getestet. Doch die Zentralbanken sind sich bewusst, dass der Umfang und die Tragweite des Ausstiegs beispiellos sein werden. Dies erhöht die mit dem Ausstieg verbundene Unsicherheit und das Risiko, dass er nicht reibungslos ablaufen wird.

Außerdem werden die Herausforderungen des Ausstiegs umso größer, je länger die aktuellen akkommodierenden geldpolitischen Bedingungen anhalten. Dies bringt die Zentralbanken in eine sehr unangenehme Lage. Zudem zeigt es, wie wichtig es ist, dass die zugrundeliegenden Bilanz- und Strukturprobleme der Volkswirtschaften unverzüglich angegangen werden.

Die Krise hat auch die Ansicht verstärkt, dass Preisstabilität allein nicht ausreicht. Allerdings ist es keine leichte Aufgabe, Finanzstabilitätsaspekte in den geldpolitischen Handlungsrahmen zu integrieren; die diesbezüglichen Arbeiten sind immer noch im Gange. Gleichzeitig werden die Zentralbanken in einer stärker globalisierten Welt zunehmend auch die Spillover-Effekte ihrer Geldpolitik für die übrige Welt berücksichtigen müssen.