

I. Auf der Suche nach einem neuen Kompass

Die Weltwirtschaft steht immer noch vor großen Herausforderungen. Zwar ist das Wachstum dynamischer geworden. Aber es ist weiterhin abhängig von geldpolitischen Impulsen. Nach so vielen Jahren außerordentlicher geldpolitischer Lockerung gestaltet sich die Normalisierung der Geldpolitik schwierig. Ungeachtet der Euphorie an den Finanzmärkten wird nach wie vor wenig investiert. Statt ihre Produktionskapazitäten zu erhöhen, kaufen große Unternehmen lieber Aktien zurück oder übernehmen andere Firmen bzw. fusionieren mit ihnen. Und obwohl die langfristigen Wachstumsaussichten getrübt sind, nimmt der Schuldenberg weiter zu. Es ist sogar die Rede von einer außergewöhnlich langen Stagnation.

Warum ist das so? Um das Zusammenwirken dieser Kräfte zu verstehen, ist ein Blick zurück zur Großen Finanzkrise erforderlich. Die Krise, die im August 2007 ausbrach und rund ein Jahr später ihren Höhepunkt erreichte, war ein entscheidender Augenblick in der Wirtschaftsgeschichte. Sie stellte sowohl aus wirtschaftlicher Sicht als auch in unserem Denken einen Wendepunkt dar: Seither wird automatisch zwischen Entwicklungen vor und nach der Krise unterschieden. Sie warf lange Schatten in die Vergangenheit: Es war keine Krise aus heiterem Himmel. Vielmehr hatte sie sich infolge der starken Kräfte, die jahrelang, wenn nicht jahrzehntelang am Werk gewesen waren, quasi unweigerlich zusammengebraut. Und sie warf lange Schatten in die Zukunft: Ihre Nachwirkungen sind noch immer zu spüren und bestimmen den Weg, der vor uns liegt.

Um die derzeitigen Herausforderungen für die Weltwirtschaft zu verstehen, braucht es eine langfristige Perspektive. Der Blick sollte weit über die Zeitspanne von Produktionsschwankungen (die das wirtschaftliche Denken bestimmenden „Konjunkturzyklen“) hinausgehen. Konjunkturzyklen, wie sie verstanden und gemessen werden, dauern höchstens acht Jahre. Auf diesen Zeitraum ist die Wirtschaftspolitik gemeinhin ausgerichtet, was zugleich die Ungeduld der politischen Entscheidungsträger angesichts der schleppenden Wirtschaftserholung nährt. An diesem Zeitraum orientieren wir uns, wenn es um die Frage geht, wie lange es noch dauern könnte, bis sich die Wirtschaftsleistung wieder normalisiert, oder wie lange sie von ihrem Trend abweichen dürfte. Aus dieser zeitlichen Perspektive werden auch die jüngsten Daten zur Industrieproduktion, zum Konsum- und Geschäftsklima oder zur Inflation genauestens analysiert, um Aussagen über die Wirtschaftsentwicklung abzuleiten.

Doch dieser Zeitraum ist zu kurz. „Finanzzyklen“, also die finanziellen Schwankungen, die zu Banken Krisen wie der letzten führen können, dauern länger als Konjunkturzyklen. So unregelmäßig Finanzzyklen auch sein mögen: Tendenziell umfassen sie im Durchschnitt vielleicht 15 bis 20 Jahre. Schließlich braucht es ja auch viel Brennstoff, um ein großes Feuer anzuzünden. Finanzzyklen können sich allerdings leicht der Wahrnehmung entziehen. Sie verlaufen schlicht zu langsam für Entscheidungsträger und Beobachter, die sich auf kürzerfristige Produktionsschwankungen konzentrieren.

Die Folgen der Finanzzyklen können jedoch verheerend sein. Der Einbruch nach einem Finanzboom kann mit gewaltigen Produktionseinbußen und Arbeitsplatzverlusten einhergehen, die außerordentlich lange anhalten. Man kann es auch so ausdrücken: Bilanzrezessionen sind weit schädlicher als normale Rezessionen. In der Abschwungphase des Zyklus treten Fehlallokationen von Ressourcen und strukturelle Schwachstellen zutage, die im Aufschwung vorübergehend kaschiert

wurden. Das heißt, wenn die Maßnahmen der Politik nicht langfristig ausgerichtet sind, laufen sie Gefahr, dass sie bei der Behebung des unmittelbaren Problems gleichzeitig ein noch größeres künftiges Problem schaffen. Eine über mehrere Konjunktur- und Finanzzyklen hinweg steigende Verschuldung wird zum entscheidenden Faktor.

Der vorliegende BIZ-Jahresbericht erörtert diese langfristige Perspektive.¹ In einer Standortbestimmung der Weltwirtschaft werden die Krise, die ergriffenen Maßnahmen und die Nachwirkungen in den Mittelpunkt gestellt. Die langfristige Perspektive ergänzt den traditionelleren Blick auf kürzerfristige Produktions-, Beschäftigungs- und Inflationsschwankungen, der finanziellen Faktoren eine gewisse – wenn auch nur marginale – Bedeutung zumisst.

Die gegenwärtige Lage lässt sich einfach auf den Punkt bringen: In der Weltwirtschaft hat es im vergangenen Jahr viele ermutigende Entwicklungen gegeben. Es wäre allerdings leichtfertig, daraus zu schließen, dass die missliche Lage seit der Krise bereits überwunden ist. Die Rückkehr zu einem nachhaltigen und ausgewogenen Wachstum dürfte noch immer ein fernes Ziel sein.

Um ein nachhaltiges Wachstum wiederherzustellen, sind breit abgestützte Maßnahmen erforderlich. In den Krisenländern muss mehr Gewicht auf Bilanzsanierung und strukturelle Reformen gelegt werden und vergleichsweise weniger auf geld- und fiskalpolitische Impulse: Das Wichtigste ist die Angebotsseite. Eine gute Strategie besteht nicht so sehr darin, das Wachstum um jeden Preis anzukurbeln, sondern die wachstumshemmenden Einflüsse zu beseitigen. Die Erholung der Weltwirtschaft bietet eine große Chance, die nicht ungenutzt bleiben sollte. In den Ländern, die von den schlimmsten Auswirkungen der Finanzkrise verschont geblieben sind und dank kräftiger Finanzbooms wachsen, sollte vermehrt darauf hingearbeitet werden, diese Booms einzudämmen und sich für einen möglichen Abschwung zu wappnen. Besonderes Augenmerk sollte auf neue Quellen von Finanzrisiken im Zusammenhang mit dem raschen Wachstum der Kapitalmärkte gelegt werden. Auch in diesen Ländern sind Strukturreformen zu wichtig, als dass sie auf die lange Bank geschoben werden könnten.

In all dem gibt es ein verbindendes Element. Die missliche Lage seit der Krise hat zu einem großen Teil die gleichen Ursachen wie die Krise selbst – sie liegen in einem kollektiven Versagen, den Finanzzyklus in den Griff zu bekommen. Um diesem Versagen ein Ende zu setzen, müssen die – fiskal-, geld- und aufsichtspolitischen – Handlungsrahmen neu ausgerichtet werden, damit die Politik symmetrischer auf die Auf- und Abschwungphasen reagiert. Und geborgtes Geld darf nicht länger der wichtigste Wachstumsmotor sein. Andernfalls besteht die Gefahr, dass die Weltwirtschaft auf Dauer instabil bleibt und letztlich keinerlei politischer Handlungsspielraum mehr besteht.

Im folgenden Abschnitt wird die Lage der Weltwirtschaft erörtert. Danach werden die Entwicklungen aus der Optik des Finanzzyklus beleuchtet und die drohenden Risiken bewertet. Zum Schluss werden die Herausforderungen für die politischen Entscheidungsträger untersucht.

Die Weltwirtschaft: eine Standortbestimmung

Die gute Nachricht ist, dass sich das Wachstum im vergangenen Jahr erholt hat und allgemein von einer weiteren Wachstumsdynamik ausgegangen wird (Kapitel III).

¹ Siehe auch J. Caruana, „Global economic and financial challenges: a tale of two views“, Vortrag an der Harvard Kennedy School in Cambridge, Massachusetts, 9. April 2014, sowie C. Borio, „The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?“, *BIS Working Papers*, Nr. 395, Dezember 2012 (erscheint demnächst im *Journal of Banking & Finance*).

Tatsächlich soll sich Prognosen zufolge das Wachstum des globalen BIP den Raten im Jahrzehnt vor der Krise annähern. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben Zuwächse verzeichnet, während die aufstrebenden Volkswirtschaften an Dynamik eingebüßt haben.

Alles in allem war die Entwicklung seit der Krise jedoch enttäuschend. Im Vergleich zu normalen Konjunkturzyklen verlief die Erholung in den Krisenländern schleppend und wenig dynamisch. Die Arbeitslosigkeit ist immer noch weit höher als vor der Krise, auch wenn sie zuletzt zurückgegangen ist. Die wichtigsten Impulse für das Wachstum nach der Krise gingen von den aufstrebenden Volkswirtschaften aus, die bis zur jüngsten Abschwächung kräftig zugelegt haben. Insgesamt liegen die *Wachstumsraten* des globalen BIP zwar nicht weit von denjenigen in den 2000er Jahren entfernt, doch der *Pfad* der weltwirtschaftlichen Entwicklung ist nachhaltig beeinträchtigt: Die vorangegangenen Wachstumsverluste konnten nicht wettgemacht werden.

Überdies stimmen die längerfristigen Wachstumsaussichten alles andere als zuversichtlich (Kapitel III). In den fortgeschrittenen – und insbesondere den von der Krise betroffenen – Volkswirtschaften war das Produktivitätswachstum in der Erholungsphase enttäuschend. Und dies, nachdem bereits ein längerfristiger Abwärtstrend bestanden hatte. In den Ländern, die von der Krise weniger stark betroffen waren, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften, hat sich die Produktivität besser entwickelt – dort ist im Allgemeinen auch kein solcher langfristiger Abwärtstrend auszumachen. Dennoch sind Bremsfaktoren aufgrund des demografischen Wandels heftig zu spüren, und dies nicht nur in den reiferen Volkswirtschaften.

Wie steht es mit der Inflation? In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften ist sie nach wie vor ein Problem. Insgesamt jedoch ist sie niedrig und stabil geblieben – so weit die gute Nachricht. In einigen Krisenländern, aber nicht nur dort, liegt die Inflation jedoch hartnäckig unterhalb der Zielwerte. Teilweise ist die Besorgnis geäußert worden, dass es zu einer Deflation kommen könnte, insbesondere im Euro-Raum. Der Frage, ob diese Sorge berechtigt ist, wird weiter unten nachgegangen.

In finanzieller Hinsicht ist die derzeitige Lage von krassen Gegensätzen geprägt. Die Finanzmärkte waren im vergangenen Jahr von Überschwang geprägt, zumindest in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, und wurden hauptsächlich von Zentralbankentscheidungen beeinflusst (Kapitel II). An den Aktien-, Festzins- und Devisenmärkten ist die Volatilität auf historische Tiefstände gesunken. Offensichtlich preisen die Marktteilnehmer kaum Risiken ein. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich das kräftige und allgegenwärtige Renditestreben noch verstärkt, und die Renditeaufschläge sind gesunken. Die Länder an der Peripherie des Euro-Raums sind hier keine Ausnahme. Die Aktienmärkte befinden sich auf einem Höhenflug. In den aufstrebenden Volkswirtschaften dagegen verlief die Entwicklung weniger reibungslos. Schon bei den ersten Andeutungen im Mai 2013, dass die US-Notenbank ihre Geldpolitik normalisieren könnte, gerieten die aufstrebenden Volkswirtschaften unter Druck, worauf ihre Währungen abwerteten und ihre Vermögenspreise sanken. Im Januar 2014 kam es zu ähnlichen Anspannungen. Diesmal lag der Grund jedoch mehr in einer veränderten Einschätzung der Fundamentaldaten der aufstrebenden Volkswirtschaften selbst. Seither hat sich die Marktstimmung jedoch wieder aufgehellt, als Reaktion auf die energischen Maßnahmen der politischen Entscheidungsträger und das neuerliche Renditestreben. Insgesamt irritiert die begrenzt nachvollziehbare Abkopplung der Marktdynamik von den zugrundeliegenden wirtschaftlichen Entwicklungen weltweit.

Die Lage des Finanzsektors hat sich verbessert, aber es sind noch immer Nachwehen zu spüren (Kapitel VI). In den Krisenländern haben die Banken unter großem

Markt- und Regulierungsdruck Fortschritte bei der Eigenkapitalaufnahme erzielt, hauptsächlich indem sie Gewinne einbehielten und Kapitalerhöhungen durchführten. Dennoch bestehen in einzelnen Ländern nach wie vor Zweifel an der Bilanzqualität und dem Ausmaß der Bilanzsanierungen. Es überrascht nicht, dass die relative Schwäche der Banken eine deutliche Expansion der Märkte für Unternehmensanleihen als alternative Finanzierungsquelle begünstigt hat. In vielen Ländern, die von der Krise weniger stark betroffen waren und ein rasantes Kreditwachstum erlebt haben, erscheinen die Bilanzen robuster, auch wenn in einigen Fällen eine Verschlechterung eingesetzt hat.

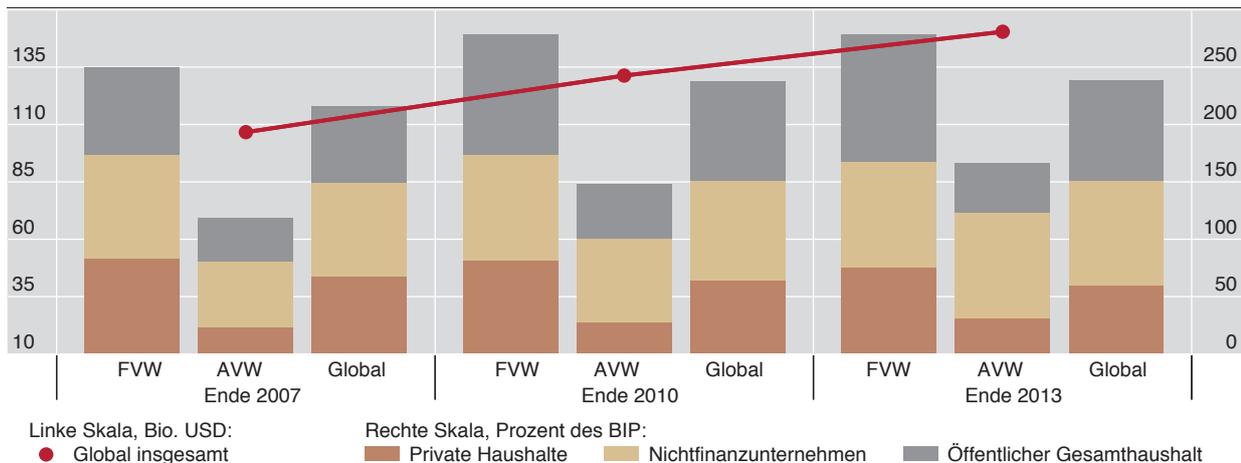
Die Bilanzen des privaten Nichtfinanzsektors wurden von der Krise und den Vorkrisentrends arg in Mitleidenschaft gezogen (Kapitel IV). In den Krisenländern nahm die Kreditexpansion im privaten Sektor nur langsam zu. Im Allgemeinen sind die Schuldenquoten weiterhin hoch, selbst wenn sie in einigen Ländern gesunken sind. Am anderen Ende des Spektrums haben mehrere von der Krise nicht betroffene Länder, insbesondere aufstrebende Volkswirtschaften, Kredit- und Vermögenspreisbooms erlebt, die sich erst seit Kurzem abzuschwächen beginnen. Global betrachtet hat sich die Gesamtverschuldung des privaten Nichtfinanzsektors seit der Krise um rund 30% erhöht, was zu einem Anstieg der Schuldenquote geführt hat (Grafik I.1).

Anlass zur Sorge gibt insbesondere der eingeschränkte wirtschaftspolitische Handlungsspielraum.

Die Fiskalpolitik steht nach wie vor generell unter Druck (Kapitel III). In den Krisenländern kam es zu einer Aufblähung des Haushaltsdefizits aufgrund massiver Einnahmehausfälle, der Schnürung von Konjunkturpaketen zur Ankurbelung der Wirtschaft und – in einigen Fällen – staatlicher Eingriffe zur Rettung von Banken. In jüngerer Zeit haben mehrere Länder Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen. Dennoch sind die staatlichen Schuldenquoten weiter gestiegen und befinden sich teilweise auf einem vermutlich nicht tragfähigen Pfad. In den Ländern, die von der Krise verschont geblieben sind, präsentiert sich ein uneinheitlicheres Bild. In einigen Ländern sind die Schuldenquoten rückläufig, in anderen steigen sie an, wenn auch von einem weit niedrigeren Niveau aus. Die Staatsverschuldung aller G7-Länder ist in der Nachkrisenzeit um fast 40 Prozentpunkte auf rund 120% des BIP gewachsen – damit stellt sie einen Hauptfaktor für die Zunahme der weltweiten Gesamtschuldenquoten (privater plus öffentlicher Sektor) um 20 Prozentpunkte dar (Grafik I.1).

Die Geldpolitik testet ihre Grenzen aus (Kapitel V). In den Krisenländern und in Japan ist sie außerordentlich akkommodierend. Mit Leitzinssätzen an oder nahe der Nullzinsgrenze in allen wichtigsten internationalen Währungen haben die Zentralbanken die Geldpolitik weiter gelockert, indem sie Hinweise im Sinne einer Forward Guidance zum geldpolitischen Kurs gaben und energische bilanzpolitische Maßnahmen (umfangreiche Anleiheankäufe und langfristige Kreditvergabe) ergriffen. Niemals zuvor haben die Zentralbanken sich so weit aus dem Fenster gelehnt. Von einer Normalisierung des geldpolitischen Kurses kann somit wohl noch keine Rede sein. In den von der Krise weniger betroffenen Ländern sind die Zinssätze seit der Krise ebenfalls recht niedrig, und die Zentralbanken haben ihre Bilanzen massiv verlängert, in diesem Fall aufgrund von Devisenmarktinterventionen. Vor allem als Reaktion auf die Marktturbulenzen haben die Zentralbanken mehrerer aufstrebender Volkswirtschaften im vergangenen Jahr die Zinssätze angehoben.

Insgesamt scheint die Weltwirtschaft auf dem Weg der Besserung, wenn auch weiterhin unausgewogen. Das Wachstum hat wieder angezogen, doch die langfristigen Aussichten stimmen nicht sehr zuversichtlich. An den Finanzmärkten herrscht Euphorie, doch die Fortschritte bei der Stärkung der Bankbilanzen sind uneinheitlich, und die Verschuldung des privaten Sektors steigt weiter an.



Die Stichprobe der Länder für „Global“ umfasst: Argentinien, Australien, Brasilien, China, Euro-Raum, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Japan, Kanada, Korea, Malaysia, Mexiko, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, USA, Vereinigtes Königreich. FVW = fortgeschrittene Volkswirtschaften; AVW = aufstrebende Volkswirtschaften.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

Der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum ist eng, falls es zu unerwünschten Überraschungen, beispielsweise einer normalen Rezession, kommen sollte.

Die Weltwirtschaft aus der Optik des Finanzzyklus

Wie konnte es so weit kommen? Und welches sind die drohenden makroökonomischen Risiken? Um diese Fragen beantworten zu können, müssen die Art der jüngsten Rezession und die in der Folge ergriffenen Maßnahmen untersucht werden.

Eine Bilanzrezession und ihre Folgen

Was zur Großen Rezession geführt hat, ist wohlbekannt: Vor dem Hintergrund niedriger und stabiler Inflation entwickelte sich ein kräftiger Finanzboom, der – wie in der Vergangenheit häufig in solchen Phasen – zusätzlich von Finanzinnovationen angeheizt wurde. Das Kreditvolumen und die Immobilienpreise schnellten in die Höhe, wodurch die milde Rezession zu Beginn der 2000er Jahre beendet wurde und das Wirtschaftswachstum neue Impulse erhielt (Kapitel IV). Die Stimmung war euphorisch. Es war die Rede von „Großer Mäßigung“ – dem generellen Eindruck, den politischen Entscheidungsträgern sei es endlich gelungen, den Konjunkturzyklus zu zähmen und die letzten Geheimnisse der Wirtschaft zu enträtseln.

Die danach einsetzende Rezession machte diese Illusion zunichte. Als der Finanzboom endete und in einen Abschwung überging, kam es zu einer Finanzkrise seltenen Ausmaßes. Produktion und Welthandel brachen ein. Das Gespenst der Großen Depression rückte in den Vordergrund und prägte die politische Reaktion auf die Krise. Ganz klar, die ersten Hinweise auf Probleme wurden falsch interpretiert. Als der Interbankmarkt im August 2007 zum Stillstand kam, wurde allgemein davon ausgegangen, dass die Anspannungen begrenzt bleiben würden. Doch die Lage änderte sich, als Lehman Brothers rund ein Jahr später in Konkurs ging und die Weltwirtschaft vorübergehend in freien Fall geriet. Geld- und Fiskalpolitik griffen

energisch ein, um eine Wiederholung der Ereignisse der 1930er Jahre zu vermeiden. Dieses Vorgehen machte auch weitab von den direkt von der Krise betroffenen Ländern Schule. In China beispielsweise kam es zu einer massiven kreditinduzierten Expansion.

Zunächst schien die Medizin zu wirken. Es ist immer schwierig zu sagen, was passiert wäre, wenn die Politik anders reagiert hätte. Doch zweifellos dämpften die rasch ergriffenen Maßnahmen die negativen Folgen der Krise und verhinderten das Schlimmste. Konkret stellte die energische geldpolitische Lockerung in den Krisenländern das Vertrauen wieder her und verhinderte einen Zusammenbruch des Finanzsystems und der Realwirtschaft. Genau darum geht es schließlich beim Krisenmanagement.

Doch die Erleichterung war nicht von Dauer und wich letztlich einer Enttäuschung. Die Weltwirtschaft erholte sich nicht wie erhofft. Wachstumsprognosen wurden – zumindest in den Krisenländern – immer wieder nach unten korrigiert. Die fiskalpolitische Expansion vermochte die Wirtschaft nicht wieder anspringen zu lassen. Stattdessen rissen die Maßnahmen große Löcher in die öffentlichen Haushalte. Und im Euro-Raum kam es teilweise aufgrund institutioneller Gegebenheiten zu einer schweren Staatsschuldenkrise – es drohten folgenschwere Rückkopplungseffekte zwischen schwachen Banken und schwachen Staaten. Auf globaler Ebene führte die Besorgnis über die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte teilweise zu einem Kurswechsel in der Fiskalpolitik. In der Zwischenzeit experimentierten die geldpolitischen Entscheidungsträger mit immer phantasievolleren Maßnahmen, um die Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Und die Regulierungsbehörden unternahmen große Anstrengungen, um die Stärke des Finanzsystems wiederherzustellen. Doch die Weltwirtschaft erholte sich nicht.

Zumindest im Nachhinein war die Dynamik der Ereignisse nicht überraschend. Die Rezession war keine typische inflationshemmende Rezession der Nachkriegszeit. Es handelte sich hier um eine Bilanzrezession, verbunden mit der Abschwungphase eines ausgeprägten Finanzzyklus. Dementsprechend waren die Schulden- und Kapitalstocküberhänge weit größer, der Schaden für den Finanzsektor weit höher und der politische Handlungsspielraum weit enger.

Bilanzrezessionen haben zwei Hauptmerkmale. Erstens sind sie sehr kostspielig (Kapitel III). In der Regel sind sie tiefer, die nachfolgenden Erholungen sind schwächer, und es kommt zu dauerhaften Produktionseinbußen – die Produktion erreicht zwar womöglich wieder ihre frühere langfristige *Wachstumsrate*, kaum aber den früheren *Wachstumspfad*. Zweifellos sind hier mehrere Faktoren am Werk. Im Boom werden Produktionspotenzial und Wachstum allzu leicht überschätzt, und es kommt häufig zu einer Fehlallokation von Kapital und Arbeitskräften. Im Abschwung drücken sodann Schuldenüberhang und Überkapazitäten auf die Nachfrage, während der Geldkreislauf der Wirtschaft aufgrund des angeschlagenen Finanzsystems ins Stocken gerät. Die Folgen sind Produktivitätsverluste und weiterhin eingetrübte langfristige Aussichten.

Zweitens, und dafür gibt es immer mehr Hinweise, reagieren Bilanzrezessionen weniger gut auf traditionelle Maßnahmen zur Nachfragebelebung (Kapitel V). Ein Grund ist, dass Banken ihre Bilanzen sanieren müssen. Solange die Bilanzqualität schlecht und das Eigenkapital knapp ist, werden Banken tendenziell ihre Kreditvergabe insgesamt einschränken und, was noch stärker ins Gewicht fällt, Kredite in nicht wünschenswerte Kanäle lenken. In der Sanierungsphase agieren sie zwangsläufig defensiv. Doch sie werden schlechten Schuldnern den Kredit nicht aufkündigen (weil sie ihn sonst abschreiben müssten), während bessere Schuldner geringere Chancen auf neue Kredite haben bzw. diese teurer bezahlen müssen. Ein zweiter, noch wichtigerer Grund, weshalb Bilanzrezessionen weniger gut auf traditionelle Maßnahmen zur Nachfragebelebung reagieren, ist, dass überschuldete

Akteure tilgungs- und sparfreudiger sind. Steht ihnen dank fiskalpolitischer Maßnahmen mehr Einkommen zur Verfügung, werden sie es nicht ausgeben, sondern sparen. Werden sie durch die Zinssenkungen der Zentralbanken ermutigt, mehr Kredite aufzunehmen, werden sie dies schlicht nicht tun. In einer Bilanzrezession ist die Kreditnachfrage zwangsläufig schwach. Der dritte Grund, weshalb Bilanzrezessionen weniger gut auf traditionelle Maßnahmen zur Nachfragebelebung reagieren, hängt mit den hohen sektoralen und aggregierten Ungleichgewichten in der Realwirtschaft zusammen, die sich während des vorangegangenen Finanzbooms beispielsweise in der Baubranche aufgebaut haben. Eine undifferenzierte Ankurbelung der Gesamtnachfrage trägt kaum zum Abbau dieser Ungleichgewichte bei. Sie kann die Situation sogar verschlimmern, wenn z.B. sehr niedrige Zinssätze diejenigen Sektoren begünstigen, die ohnehin schon Kapitalüberhänge aufweisen.

Natürlich hat weltweit nur ein Teil der Länder eine waschechte Bilanzrezession erlebt (Kapitel III). Diese Länder haben ausgeprägte *nationale* Finanzzyklen durchlaufen, insbesondere die USA, das Vereinigte Königreich, Spanien oder Irland sowie viele Länder Mittel- und Osteuropas und des Baltikums. In diesen Ländern gingen Schuldenüberhänge bei den privaten Haushalten und den Nichtfinanzunternehmen mit systemweiten Bankenproblemen einher. Andere Länder, wie Frankreich, Deutschland und die Schweiz, erlebten schwerwiegende Probleme im Bankensektor in erster Linie aufgrund des Engagements ihrer Banken in von finanziellen Abschwüngen betroffenen Ländern. Die Bilanzen ihres privaten Nichtfinanzsektors blieben denn auch viel eher verschont. Wieder andere Länder, wie Kanada und viele aufstrebende Volkswirtschaften, waren der Krise hauptsächlich aufgrund ihrer Handelsverflechtungen und nicht aufgrund ihres Bankensektors ausgesetzt. Die Rezessionen in diesen Ländern waren keine Bilanzrezessionen. Dies gilt auch für Japan, das aufgrund demografischer Trends unter einem langwierigen Nachfragedefizit leidet. Die Bilanzrezession dieses Landes lag in den 1990er Jahren und dürfte die jüngsten Schwierigkeiten des Landes kaum erklären. Und lediglich im Euro-Raum kam es zur erwähnten folgenschweren Rückkopplung zwischen schwachen Banken und schwachen Staaten.

Diese auseinanderlaufende Entwicklung erklärt auch, weshalb sich die Länder jetzt in unterschiedlichen Phasen des jeweiligen nationalen Finanzzyklus befinden (Kapitel IV). Die Länder mit waschechten Bilanzrezessionen sind bemüht, ihre Schuldenüberhänge im privaten Sektor trotz sinkender Immobilienpreise zu verringern. Allerdings ziehen in einigen dieser Länder die Immobilienpreise bereits wieder an, obwohl die Schuldenstände noch immer hoch sind bzw. teilweise sogar zunehmen. In anderen Ländern verläuft die Entwicklung uneinheitlich, doch sind Kreditvolumen und Immobilienpreise nach der Krise im Allgemeinen weiter angestiegen, zumindest bis vor Kurzem. In einigen Fällen ist das Tempo der Finanzexpansion innerhalb typischer historischer Bandbreiten geblieben. In anderen Fällen jedoch hat es den oberen Grenzwert deutlich überschritten, und es ist zu kräftigen Finanzbooms gekommen.

Diese Finanzbooms wiederum sind in hohem Maße Ausdruck des globalen Zusammenspiels geldpolitischer Maßnahmen (Kapitel II, IV und V). Die außerordentlich lockeren geldpolitischen Rahmenbedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich auf die übrige Welt ausgebreitet und auch dort zu Finanzbooms geführt. Zum einen geschah dies direkt, weil Währungen weit über die Grenzen des jeweiligen Landes hinaus Verwendung finden. Konkret gibt es in US-Dollar denominierte Kredite in Höhe von rund \$7 Bio. außerhalb der USA, und diese Kredite haben seit der Krise kräftig zugenommen. Die Ausbreitung der geldpolitischen Rahmenbedingungen erfolgte auch indirekt über Wechselkurs- und Vermögenspreis-Arbitrage. Beispielsweise hat die Geldpolitik eine starke Wirkung

auf die Risikobereitschaft und die Risikowahrnehmung („risk-taking channel“). Sie beeinflusst die Messgrößen für die Risikobereitschaft wie den VIX-Index oder Laufzeit- bzw. Risikoprämien, die sich weltweit nahezu im Gleichklang bewegen – ein Faktor, der mit der zunehmenden Bedeutung der Festzinsmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften an Relevanz gewonnen hat. Die Geldpolitik in den von der Krise verschont gebliebenen Ländern war für das globale Zusammenspiel geldpolitischer Maßnahmen ebenfalls maßgebend. Die Währungsbehörden dieser Länder bekunden Mühe, mit Zinssätzen zu operieren, die weit über denjenigen in den großen Krisenländern liegen, weil die Wechselkurse überschießen und die Kapitalzuflüsse anschwellen könnten.

Entsprechend ist die Geldpolitik *für die Welt als Ganzes* seit ungewöhnlich langer Zeit außergewöhnlich akkommodierend (Kapitel V). Sogar wenn die Auswirkungen der Bilanzpolitik und der Forward Guidance der Zentralbanken außer Acht gelassen werden, liegen die Leitzinssätze schon seit einiger Zeit deutlich unter den traditionellen Referenzwerten.

Drohende Risiken in Real- und Finanzwirtschaft

Aus der Optik des Finanzzyklus betrachtet, lässt die aktuelle Kombination makroökonomischer und finanzieller Entwicklungen eine Reihe von Risiken entstehen.

In den Ländern, die einen übermäßigen Finanzboom erlebt haben, besteht das Risiko, dass dieser endet und von einem Abschwung mit potenziellen finanziellen Anspannungen abgelöst wird (Kapitel IV). Zieht man Frühindikatoren zurate, die sich in der Vergangenheit als nützlich erwiesen haben, beispielsweise die Entwicklung des Kreditvolumens und der Immobilienpreise, sind die Signale besorgniserregend. Die Schuldendienstquoten scheinen etwas weniger bedenklich, doch die Vergangenheit hat gezeigt, dass sie im Vorfeld von Anspannungen in die Höhe schießen können. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Zinssätze sprunghaft angehoben werden müssen, beispielsweise um den Wechselkurs zu verteidigen, der durch nicht abgesicherte Fremdwährungsengagements und/oder die Normalisierung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Ländern unter Druck geraten ist.

Ein weiteres Risiko besteht darin, dass sich konkrete Schwachstellen im Vergleich zu früher in ungeahnter Weise verändert haben könnten (Kapitel IV). In den letzten Jahren haben sich Nichtfinanzunternehmen in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften über ihre Auslandsniederlassungen in hohem Maße an den Kapitalmärkten verschuldet, und zwar hauptsächlich in Fremdwährung. Dies wird als zweite Phase globaler Liquidität bezeichnet, im Unterschied zur Phase vor der Krise, die weitgehend durch die Ausweitung des grenzüberschreitenden Kreditgeschäfts von Banken zustande gekommen war. In den Statistiken zur Auslandsverschuldung dürften die entsprechenden Schulden entweder gar nicht oder, sofern die Mittel zur Muttergesellschaft zurückfließen, als ausländische Direktinvestitionen erscheinen. Diese Fremdwährungsschulden könnten eine versteckte Schwachstelle darstellen, insbesondere wenn die Mittel zur Rückzahlung dem Wechselkursrisiko unterliegen und aus Problemsektoren wie dem Immobiliensektor kommen, oder wenn die Schulden für Carry-Trades bzw. andere spekulative Kapitalanlagen verwendet werden.

Ebenso könnte die starke Präsenz von Kapitalanlagegesellschaften in den aufstrebenden Volkswirtschaften Vermögenspreisentwicklungen in Stressphasen akzentuieren (Kapitel IV und VI). Dies gilt insbesondere für die Festzinsmärkte, die im vergangenen Jahrzehnt rasant gewachsen sind und die betroffenen Länder den Kräften des globalen Kapitalmarktes noch stärker aussetzen. Aufgrund des enormen Größenunterschieds zwischen den globalen Anlegerportfolios und den Zielmärkten können die Turbulenzen umso heftiger sein. Es ist alles andere als beruhigend, dass

diese Kapitalzuflüsse infolge aggressiven Renditestrebens angeschwollen sind: Sie sind überaus prozyklisch und schwellen an bzw. ebben ab, sobald sich die Rahmenbedingungen oder die Marktstimmung ändern.

Natürlich haben viele aufstrebende Volkswirtschaften über die Jahre bedeutende Schritte unternommen, um ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber diesen Zuflüssen zu erhöhen. Im Gegensatz zu früher weisen diese Länder Leistungsbilanzüberschüsse aus und haben umfangreiche Währungsreserven aufgebaut, die Flexibilität ihrer Wechselkurse erhöht, ihr Finanzsystem gestärkt und eine Fülle makroprudenzieller Maßnahmen ergriffen. Tatsächlich waren es die Länder mit stabileren makroökonomischen und finanziellen Rahmenbedingungen, die die Marktanspannungen im Mai 2013 und im Januar 2014 besser überstanden haben (Kapitel II).

Dennoch rät die historische Erfahrung zur Vorsicht. Die Marktanspannungen sind bislang offenbar nicht mit finanziellen Abschwüngen zusammengefallen; vielmehr glichen sie traditionellen Zahlungsbilanzspannungen. Finanzielle Abschwüngen können durch Leistungsbilanzüberschüsse – wenigstens bis zu einem gewissen Punkt – abgefedert werden. Doch historisch gesehen waren einige der folgenschwersten Finanzbooms gerade in Ländern mit starken Auslandspositionen zu verzeichnen. Die USA in den 1920er, vor der Großen Depression, und Japan in den 1980er Jahren sind nur zwei Beispiele. Was makroprudenzielle Maßnahmen angeht, sind sie zwar nützlich, wenn es darum geht, Banken widerstandsfähiger zu machen. Für sich genommen sind sie aber erwiesenermaßen außerstande, den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte wirksam zu begrenzen, insbesondere bei anhaltend lockeren geldpolitischen Rahmenbedingungen (Kapitel V und VI). Immer wieder lauern in scheinbar soliden Bankbilanzen – sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften – unvermutete Risiken, die erst dann zutage treten, wenn sich der Finanzboom in einen Abschwung kehrt (Kapitel VI).

Diesmal wäre es unwahrscheinlich, dass die fortgeschrittenen Volkswirtschaften schwerwiegende finanzielle Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften unbeschadet überstünden. Die aufstrebenden Volkswirtschaften haben seit der letzten Krise in ihren Reihen – der Asien-Krise von 1997 – beträchtlich an Gewicht gewonnen: Seitdem ist ihr Anteil am weltweiten BIP auf der Basis der Kaufkraftparitäten von rund einem Drittel auf die Hälfte gestiegen. Ebenso hat ihre finanzielle Bedeutung zugenommen. Die Folgen wären besonders schwerwiegend, wenn es in China, das einen übermäßig starken Finanzboom erlebt, zu einem Zusammenbruch käme. Besonders gefährdet wären die rohstoffexportierenden Länder, die ein starkes Kreditwachstum und ausgeprägte Preissteigerungen bei den Vermögenswerten erlebt haben und in denen Terms-of-Trade-Gewinne nach der Krise die hohen Schuldenstände und Immobilienpreise stützen. Dasselbe gilt weltweit überall dort, wo die Bilanzsanierung noch nicht abgeschlossen ist.

In den Krisenländern besteht das Risiko, dass die Bilanzkorrekturen im privaten wie auch im öffentlichen Sektor nicht zu Ende geführt werden. Dies würde ihre Anfälligkeit gegenüber einer neuerlichen Wachstumsverlangsamung – unabhängig vom jeweiligen Auslöser – erhöhen und die Normalisierung erschweren. Tatsächlich ist es etwas beunruhigend, dass in den im Konjunkturzyklus am stärksten fortgeschrittenen großen Ländern, namentlich in den USA und im Vereinigten Königreich, Wachstumsmuster zu beobachten sind, die in späteren Phasen des Finanzzyklus auftreten, obwohl sich die Schuldenstände und Vermögenspreise noch nicht vollständig angepasst haben (Kapitel IV). Beispielsweise sind die Immobilienpreise im Vereinigten Königreich ungewöhnlich dynamisch, und in den USA befinden sich Teile des Marktes für Unternehmensfinanzierungen, wie kreditfinanzierte Transaktionen, in einem noch stärkeren Höhenflug als vor der Krise (Kapitel II). Aufgrund der nicht abgeschlossenen Anpassungen erscheinen die Schuldendienstquoten des privaten

Sektors in beiden Fällen überaus anfällig gegenüber höheren Zinssätzen (Kapitel IV). Unterdessen halten sich insbesondere im Euro-Raum hartnäckige Zweifel an der Solidität der Bankbilanzen (Kapitel VI). Und all dies zu einem Zeitpunkt, in dem die Haushaltssalden aus einer längerfristigen Perspektive fast überall nach wie vor fragil sind.

Herausforderungen für die Politik

Was ist im Lichte dieser Analyse nun zu tun? Für die Gestaltung der kurzfristigen Maßnahmen müssen auch die Entwicklungen des Konjunkturzyklus und der Inflation berücksichtigt werden, was zu heiklen Zielkonflikten führen kann. Und wie sollte längerfristig der politische Handlungsrahmen ausgerichtet werden?

Kurzfristige Herausforderungen: Was ist jetzt zu tun?

Welches die richtigen kurzfristigen Maßnahmen sind, hängt wie immer von den Umständen des jeweiligen Landes ab. Trotz einer gewissen Gefahr übermäßiger Vereinfachung lassen sich einige allgemeine Überlegungen anstellen. Dazu werden die Länder in zwei Kategorien unterteilt: jene, die einen finanziellen Abschwung erleben, und jene, die sich in einem finanziellen Aufschwung befinden oder den Wendepunkt erreicht haben. Auf dieser Basis soll eine für beide Kategorien relevante Herausforderung näher untersucht werden: Was tun, wenn die Inflation hartnäckig unterhalb der Zielwerte liegt?

Länder, die einen finanziellen Abschwung erleben

Die prioritäre Aufgabe in Ländern, die einen finanziellen Abschwung erleben, liegt in der Sanierung der Bilanzen und der Durchführung von Strukturreformen. Dies ergibt sich automatisch aus drei Merkmalen von Bilanzrezessionen: den durch angebotsseitige Störungen verursachten Schäden, der geringeren Reagibilität auf Maßnahmen zur Ankurbelung der Gesamtnachfrage und dem weitaus engeren – fiskal-, geld- oder aufsichtspolitischen – Handlungsspielraum. Ziel ist es, das Fundament für eine selbsttragende, robuste Erholung zu legen, die Wachstumshemmnisse zu beseitigen und das Potenzialwachstum anzuheben. Maßnahmen, die zu diesem Ziel hinführen, sind für die Abwendung einer chronischen Schwäche am vielversprechendsten. Die politischen Entscheidungsträger sollten die günstige Gelegenheit nutzen, die sich mit dem derzeitigen Erstarken der Wirtschaft bietet.

Die erste Priorität besteht darin, die Korrektur der Bankbilanzen abzuschließen und die Bilanzen der Unternehmen in den angeschlagensten Branchen außerhalb des Finanzsektors zu stützen. Es ist enttäuschend, dass ungeachtet aller unternommenen Anstrengungen sich die Einzelratings von Banken – in denen externe Unterstützung nicht berücksichtigt ist – nach der Krise sogar verschlechtert haben (Kapitel VI). Diejenigen Länder jedoch, in denen mehr unternommen wurde, um Abschreibungen und Rekapitalisierungsmaßnahmen voranzutreiben, beispielsweise die USA, haben sich auch kräftiger erholt. Dies ist nicht neu: Vor der jüngsten Krise galt der jeweilige Kurs, den die nordischen Länder und Japan in den frühen 1990er Jahren zur Bewältigung ihrer Banken Krisen einschlugen, weithin als wichtiger Faktor für die späteren Unterschiede in der Wirtschaftsleistung dieser Länder. Die Prüfung der Bilanzqualität („Asset Quality Review“) und die Stresstests, denen die großen Banken in der EU im Lauf dieses Jahres unterzogen werden, sind für die Erreichung des Ziels gesunder Bilanzen sehr wichtig. Ganz allgemein sollten die Banken dazu angehalten werden, ihre Eigenkapitalbasis weiter zu stärken und damit die

Kreditvergabe auf ein möglichst solides Fundament zu stellen (Kapitel VI). Entscheidend ist diesbezüglich der Abschluss der im Zuge der Krise ausgearbeiteten Finanzreformen, von denen Basel III ein zentrales Element darstellt.

Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass bei ausbleibender Sanierung der Bilanzen auf längere Sicht Produktions- und Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft beeinträchtigt werden können (Kapitel III). Mit anderen Worten: Was Volkswirte Hysterese nennen – die nachhaltigen Effekte vorübergehend geänderter Rahmenbedingungen auf das BIP, das bei Auslastung der Produktionsfaktoren erzielt werden könnte –, kann verschiedene Formen und Ausmaße annehmen. Im Allgemeinen wird davon ausgegangen, dass sich Hysterese-Effekte in einer chronischen Schwächung der Gesamtnachfrage zeigen. Ein konkreter Grund sind Arbeitslose, die an Wissen eingebüßt haben und so weniger produktiv und schwer vermittelbar sind. Wichtige und vermutlich dominierende Hysterese-Effekte entstehen aber auch aufgrund der Fehlallokation von Krediten und anderen Ressourcen sowie aufgrund von inflexiblen Waren-, Arbeits- und Kapitalmärkten. Diese Art von Hysterese-Effekten werden in der Literatur kaum erwähnt, verdienen aber größere Beachtung. Als logische Folge kommt es nach einer Bilanzrezession mehr auf die *Allokation* der Kredite an als auf das *Gesamtvergabevolumen*. Angesichts der Schuldenüberhänge überrascht es nicht, dass Erholungen nach Krisen empirischen Belegen zufolge tendenziell mit einem geringen oder sogar ausbleibenden Kreditwachstum verbunden sind. Doch selbst wenn das Gesamtkreditvolumen unter dem Strich nicht kräftig wächst, ist es wichtig, dass nicht schlechte Schuldner die Kredite bekommen, sondern gute.

Neben der Bilanzsanierung sind auch gezielte Strukturreformen wichtig. Strukturreformen spielen in dreierlei Hinsicht eine Rolle (Kapitel III). Erstens können sie die erforderlichen Ressourcentransfers zwischen den Sektoren erleichtern, die im Zuge einer Bilanzrezession von so grundlegender Bedeutung sind. Damit wird der Wirtschaftsschwäche entgegengewirkt und die Erholung beschleunigt (wie im letztjährigen Jahresbericht erörtert). Beispielsweise ist es wohl kein Zufall, dass sich die USA mit ihren recht flexiblen Arbeits- und Gütermärkten schneller erholen als Kontinentaleuropa. Zweitens tragen Strukturreformen dazu bei, die nachhaltige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft längerfristig anzuheben. Angesichts ungünstiger demografischer Trends und abgesehen von höheren Erwerbsquoten können langfristige Wachstumsgewinne nur über eine Steigerung des Produktivitätswachstums erzielt werden. Drittens schließlich können Strukturreformen über beide Mechanismen die Nachfrage von morgen sicherstellen. Und weil die Unternehmen darauf vertrauen, erhält die Nachfrage bereits heute Auftrieb. Die Anlageinvestitionen sind weltweit gesehen nicht schwach. Doch wo sie es sind, liegt der Grund dafür nicht in restriktiven Finanzierungsbedingungen. Zwangsläufig wird die Zusammensetzung der Strukturreformen je nach Land unterschiedlich sein. Häufig werden jedoch die Deregulierung geschützter Sektoren, beispielsweise des Dienstleistungssektors, die Erhöhung der Arbeitsmarktflexibilität, die Steigerung der Erwerbsquoten und die Verkleinerung des aufgeblähten öffentlichen Sektors dazugehören.

Mehr Gewicht auf Bilanzsanierung und strukturellen Reformen bedeutet vergleichsweise weniger Gewicht auf expansiven Maßnahmen zur Belebung der Nachfrage.

Dieser Grundsatz gilt für die Fiskalpolitik. Nach anfänglichen Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft über fiskalpolitische Impulse ist die Notwendigkeit, die längerfristige Tragbarkeit der Haushalte sicherzustellen, teilweise wieder mehr ins Bewusstsein gerückt. Dies ist zu begrüßen: Die Sanierung des Staatshaushalts ist von höchster Bedeutung, und dieses Ziel muss auch unermüdlich verfolgt werden. Jeglicher – noch so beschränkter – Handlungsspielraum sollte in erster Linie dazu

genutzt werden, die Bilanzsanierung zu unterstützen, wobei öffentliche Mittel nur im äußersten Fall einzusetzen sind. Der Handlungsspielraum könnte – dort, wo es am dringendsten ist – auch dazu genutzt werden, Finanzmittel des privaten Sektors für sorgfältig ausgewählte Infrastrukturprojekte zu mobilisieren (Kapitel VI). Möglicherweise muss bei anderen Ausgaben gespart werden, damit diese prioritären Ziele erreicht werden können.

Derselbe Grundsatz gilt auch für die Geldpolitik. Verstärkte Sanierungs- und Reformbemühungen würden dazu beitragen, den enormen Druck, der auf der Geldpolitik lastet, zu mindern. Zwar ist eine gewisse geldpolitische Lockerung zweifellos notwendig, doch sind seit der Krise überhöhte Forderungen an die Zentralbanken gestellt worden. Die Grenzen der Geldpolitik sind besonders augenfällig, wenn die Zinssätze gegen null tendieren (Kapitel V). Dann bleibt für zusätzliche geldpolitische Impulse nur die Möglichkeit, die Erwartungen über die künftige Leitzinsentwicklung zu steuern, und die Bilanz der Zentralbank zu nutzen, um die Finanzierungsbedingungen über den Kurzfristzins hinaus zu beeinflussen. Solche Maßnahmen haben fraglos eine Wirkung auf die Vermögenspreise und die Märkte, aber sie haben auch klare Grenzen und einen mit der Zeit abnehmenden Nutzen. Laufzeit- und Risikoprämien lassen sich nur bis zu einem gewissen Punkt verringern, und in den letzten Jahren sind sie bereits auf historische Tiefstände gefallen oder in deren Nähe gerückt. Natürlich kann eine Währungsabwertung hilfreich sein. Doch wie weiter unten ausgeführt, führt sie zu Schwierigkeiten auf internationaler Ebene, vor allem wenn sie zulasten der Partnerländer geht.

Für die Geldpolitik besteht die Gefahr, dass ihre Maßnahmen mit der Zeit nicht mehr greifen, während ihre Nebenwirkungen rasch zunehmen. Diese Nebenwirkungen sind wohlbekannt (s. frühere Jahresberichte). Die Geldpolitik kann dazu beitragen, die Bilanzkorrektur zu verzögern, z.B. indem sie Anreize dafür schafft, dass faule Kredite zu Endloskrediten werden. Sie kann sogar die Rentabilität und Finanzkraft von Finanzinstituten beeinträchtigen, indem sie zu geringeren Zinsmargen führt. Sie kann falsche Formen der Risikoübernahme begünstigen. Und sie kann unerwünschte Ansteckungseffekte in anderen Volkswirtschaften hervorrufen, insbesondere wenn die jeweiligen Finanzzyklen nicht parallel verlaufen. Es ist bezeichnend, dass das Wachstum selbst dann enttäuscht hat, als sich die Finanzmärkte im Höhenflug befanden: Der Transmissionskanal scheint nicht mehr wirklich zu funktionieren. Dafür spricht auch, dass es trotz außerordentlich akkommodierender Finanzierungsbedingungen nicht gelungen ist, die Investitionen anzukurbeln (Kapitel III).

Es stellt sich also die Frage nach der Ausgewogenheit der Risiken, die mit dem Zeitpunkt und dem Tempo der Normalisierung der Geldpolitik verbunden sind (Kapitel V). Auch wenn dem häufig widersprochen wird: Zentralbanken müssen der Gefahr, dass der Ausstieg zu spät und zu langsam erfolgt, besondere Aufmerksamkeit schenken. Die oben ausgeführten wirtschaftlichen Überlegungen bestätigen dies: Wenn die außergewöhnlich lockeren geldpolitischen Rahmenbedingungen andauern, verschlechtert sich das Kosten-Nutzen-Verhältnis zusehends. Auch politökonomische Faktoren spielen eine wichtige Rolle. Wie frühere Erfahrungen zeigen, besteht enormer finanzieller und politökonomischer Druck, den Ausstieg hinauszuzögern und in die Länge zu ziehen. Der Nutzen einer ungewöhnlich lockeren Geldpolitik mag unmittelbar greifbar erscheinen, insbesondere wenn man auf die Reaktion der Finanzmärkte abstellt. Die Kosten werden aber leider erst mit der Zeit und im Nachhinein sichtbar. Dies war in der Vergangenheit oft genug zu beobachten.

Dazu kommt, dass der Ausstieg – unabhängig davon, wie er von den Zentralbanken kommuniziert wird – wahrscheinlich nicht reibungslos erfolgen wird. So könnten die Zentralbanken in ihrem Bemühen, die Märkte mithilfe klarer Aussagen

bezüglich ihrer Absichten vorzubereiten, unversehens eine Situation schaffen, in der sich die Marktteilnehmer stärker in Sicherheit wiegen als von der Zentralbank gewollt. Dies kann die Risikoübernahme beflügeln und den Boden für eine heftigere Reaktion bereiten. Mehr noch: Selbst wenn die Zentralbanken sich dieser Dynamik bewusst sind, können sie wahrscheinlich nichts dagegen tun, aus Angst, dass sie genau jener abrupten Anpassung Vorschub leisten, die sie verhindern wollen. Dies kann zu einem Teufelskreis führen. Letztlich sind es möglicherweise die Märkte, die zuerst reagieren, wenn die Marktteilnehmer den Eindruck gewinnen, dass die Zentralbank zu zögerlich agiert. Auch deswegen sollte der Gefahr, dass der Ausstieg zu spät erfolgt, besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Marktturbulenzen sollten kein Grund sein, den Ausstiegsprozess in die Länge zu ziehen.

Länder, in denen ein Finanzaufschwung im Gang oder der Wendepunkt erreicht ist

In den von der Krise weniger stark betroffenen Ländern, die einen Finanzboom erlebt haben, gilt es in erster Linie, dem Aufbau von Ungleichgewichten zu begegnen, da sie eine Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems und der Realwirtschaft darstellen. Diese Aufgabe ist dringlich. Wie im Mai 2013 deutlich wurde, könnte die früher oder später einsetzende Normalisierung der US-Geldpolitik zu neuerlichen Marktanspannungen führen (Kapitel II). Die günstige Gelegenheit, die sich derzeit bietet, darf nicht ungenutzt bleiben.

Die Herausforderung für diese Länder besteht darin, Wege zu finden, den Boom einzudämmen, und sich für einen potenziellen Abschwung zu wappnen. Die Finanzaufsicht sollte gestärkt werden, insbesondere durch makroprudenzielle Instrumente. Auch die Geldpolitik sollte in diese Richtung arbeiten. Fiskalpolitische Maßnahmen sollten für den Fall einer Wende im Finanzzyklus für genügend Handlungsspielraum sorgen. Und wie überall sollte die Politik das derzeit relativ günstige Klima nutzen, um die erforderlichen Strukturreformen umzusetzen.

Für die Geldpolitik ist das Dilemma besonders akut. Bislang haben die Entscheidungsträger hauptsächlich makroprudenzielle Maßnahmen zur Eindämmung des Finanzbooms ergriffen. Dadurch wurde die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zweifellos gestärkt. Doch für die Eindämmung des Booms waren die Maßnahmen in unterschiedlichem Maße wirksam (Kapitel VI). Die Schuldenlast hat zugenommen, und die Wirtschaft ist gegenüber höheren Leitzinsen anfälliger geworden. Nachdem die Zinsen so lange Zeit so niedrig waren, ist der Handlungsspielraum enger geworden (Kapitel IV). Besonders in denjenigen Ländern, die sich in einer späten Phase des Finanzbooms befinden, gilt es nun abzuwägen zwischen dem Risiko, den Eintritt in die Abschwungphase zu beschleunigen, und dem Risiko, später einen umso größeren Abschwung zu erleben. Frühere, weniger abrupte Anpassungen sind die bessere Wahl.

Deutung der jüngsten Disinflation

In den vergangenen Jahren verzeichneten zahlreiche Länder ungewöhnlich und dauerhaft niedrige Inflationsraten oder sogar einen Rückgang der Preise. Bisweilen fand gleichzeitig ein nachhaltiges Produktionswachstum statt, und es gab sogar einige bedenkliche Hinweise auf sich aufbauende finanzielle Ungleichgewichte. Ein Beispiel ist die Schweiz. Hier gehen die Preise sogar schrittweise zurück, während der Hypothekenmarkt boomt. Ein weiteres Beispiel findet sich in einigen nordischen Ländern, in denen die Inflation unter dem Zielwert liegt und die Produktionsdynamik etwas schwächer ist. Das bekannteste Beispiel für langanhaltende Preisrückgänge ist Japan, wo das Preisniveau seit dem Platzen der Finanzblase in

den 1990er Jahren rückläufig war und sich erst vor Kurzem stabilisierte. Allerdings summiert sich der Rückgang in dieser langen Zeit auf lediglich 4 Prozentpunkte. In jüngster Zeit wurden Bedenken über die geringe Inflation im Euro-Raum laut.

Um herauszufinden, wie darauf reagiert werden soll, ist es wichtig, die preistreibenden Faktoren und deren Persistenz sorgfältig zu beurteilen und die Wirksamkeit und mögliche Nebeneffekte der zur Verfügung stehenden Instrumente kritisch zu analysieren (Kapitel III und V). Beispielsweise gibt es einige Anhaltspunkte dafür, dass die Kräfte der Globalisierung nach wie vor einen willkommenen Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Vor der Krise halfen sie den Zentralbanken, die Inflation selbst dann in Schach zu halten, als sich Finanzbooms aufbauten. Und wenn sich die Leitzinsen nahe der Nullzinsgrenze bewegen und immer noch Bremsfaktoren infolge einer Bilanzrezession wirken, ist die Geldpolitik nicht das beste Instrument, um die Nachfrage und damit die Inflation anzukurbeln. Darüber hinaus kann in einem von allgemeiner Schwäche geprägten Umfeld, in dem das wirksamste Mittel zur Steigerung der Produktion und der Preise eine Währungsabwertung ist, der Eindruck eines Abwertungswettbewerbs entstehen, der viel Schaden anrichten kann.

Ganz allgemein ist es von großer Bedeutung, dass die Risiken und Kosten sinkender Preise unvoreingenommen diskutiert werden. Das Wort Deflation ist sehr negativ besetzt. Es beschwört sofort das Gespenst der Großen Depression herauf. In Wirklichkeit war die Große Depression eher die Ausnahme als die Regel, was das Ausmaß nicht nur der Preisrückgänge sondern auch der damit verbundenen Produktionseinbußen betrifft (Kapitel V). Historisch gesehen gingen Phasen fallender Preise jedoch oft mit einem nachhaltigen Produktionswachstum einher. Und die Erfahrung der letzten Jahrzehnte bestätigt dies. Außerdem haben sich die Rahmenbedingungen seit den 1930er Jahren beträchtlich verändert, nicht zuletzt mit Blick auf Lohnflexibilität nach unten. Die Risiken und Kosten sinkender Preise müssen sehr wohl beobachtet und eingehend analysiert werden, insbesondere dort, wo die Schuldenstände hoch sind. Reflexartige und emotionsgesteuerte Reaktionen sind jedoch auf jeden Fall zu vermeiden.

Längerfristige Herausforderungen: die Neuausrichtung des politischen Handlungsrahmens

Die wichtigste langfristige Herausforderung besteht darin, den politischen Handlungsrahmen so auszurichten, dass er ein gesundes und nachhaltiges Wachstum unterstützt. Eigentlich stellen sich hier zwei miteinander verknüpfte Herausforderungen:

Erstens muss sich die Überzeugung durchsetzen, dass der einzige Weg, das Wachstum nachhaltig zu fördern, in Strukturreformen besteht, die die Produktivität steigern und die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft stärken. Dies ist ein altbekanntes Problem (Kapitel III). Wie bereits angemerkt, ist das Produktivitätswachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit Langem rückläufig. Natürlich lässt sich dies teilweise mit dem Reifungsprozess einer Volkswirtschaft erklären, in dessen Verlauf sich die Nachfrage zugunsten der Sektoren mit niedrigeren Produktivitätskennzahlen – beispielsweise des Dienstleistungssektors – verschiebt. Teilweise aber ist der Rückgang des Produktivitätswachstums sicher auch darauf zurückzuführen, dass es bisher an ehrgeizigen Reformen gefehlt hat. Die Versuchung, Anpassungen aufzuschieben, kann zu groß sein, insbesondere wenn die Zeiten gut sind und Finanzbooms die Illusion von Reichtum verbreiten. Die Konsequenz ist dann ein Wachstumsmodell, das sich allzu sehr auf Schulden – des öffentlichen wie des privaten Sektors – stützt und im Laufe der Zeit seinen eigenen Untergang heraufbeschwört.

Zweitens besteht bei der Neuausrichtung des politischen Handlungsrahmens die neuartige Herausforderung, den Finanzzyklus systematischer zu berücksichtigen. Wenn der Finanzzyklus außer Acht gelassen wird, kann es unbeabsichtigt zu Überreaktionen auf kurzfristige Produktions- und Inflationsentwicklungen kommen, die später zu noch größeren Problemen führen. Ganz generell kann eine über mehrere Konjunktur- und Finanzzyklen hinweg asymmetrische Politik mit der Zeit erhebliche Verzerrungstendenzen bewirken, und es besteht die Gefahr, dass die Wirtschaft auf Dauer instabil bleibt. Die Politik stemmt sich nicht gegen Booms, lockert aber im Abschwung die Zügel energisch und für längere Zeit. Das löst bei den Zinssätzen eine Abwärtstendenz und bei den Schuldenständen eine Aufwärtstendenz aus, was wiederum eine Anhebung der Zinssätze ohne Beeinträchtigung der Wirtschaft erschwert – eine Schuldenfalle. Systemweite Finanzkrisen verlieren weder an Intensität, noch werden sie seltener, die Schulden im privaten und im öffentlichen Sektor nehmen weiter zu, die Wirtschaft schwenkt nicht auf einen kräftigeren nachhaltigen Wachstumspfad ein, und die Geld- und Fiskalpolitik hat kaum mehr Handlungsspielraum. Mit der Zeit büßt die Politik ihre Wirkungskraft ein und begünstigt womöglich gerade die Bedingungen, die sie zu verhindern sucht. In diesem Zusammenhang sprechen Volkswirte von „Zeitinkonsistenz“: Für sich genommen sind die Maßnahmen schlüssig, doch letztlich führen sie nicht zum erwünschten Ziel.

Wie erwähnt gibt es Anhaltspunkte dafür, dass dies derzeit der Fall ist. Der politische Handlungsspielraum wird immer enger, und gleichzeitig steigt die Verschuldung weiter. Und rückblickend lassen sich leicht Beispiele finden, in denen die Politik offenbar zu einseitig auf kurzfristige Entwicklungen abgestellt hat. Denken wir an die Reaktionen auf die Börsencrashes von 1987 oder 2000 und die damit verbundene Wirtschaftsabschwächung (Kapitel IV). Die Wirtschafts- und insbesondere die Geldpolitik wurden in beiden Fällen deutlich gelockert, um die Folgen des Crashes abzufedern, und die Straffung erfolgte danach nur allmählich. Doch der Finanzboom, der sich in einem gestiegenen Kreditvolumen und höheren Immobilienpreisen äußerte, legte an Dynamik zu, selbst als sich die Wirtschaft abschwächte – was teilweise der Lockerungspolitik zuzuschreiben war. Ein paar Jahre später endete der Finanzboom abrupt, und die finanziellen Anspannungen wie auch der wirtschaftliche Schaden waren umso gravierender. Paradoxerweise hat die Globalisierung der Realwirtschaft zur Intensität und Verbreitung von Finanzbooms beigetragen: Sie hat zu höheren Wachstumserwartungen geführt und damit die Booms zusätzlich angeheizt; gleichzeitig hat sie die Preise in Schach gehalten und dadurch eine geldpolitische Straffung weniger dringlich erscheinen lassen.

Diese Zusammenhänge beeinflussen auch die Interpretation des Abwärtstrends der Zinssätze seit den 1990er Jahren. Einige Beobachter erklären diesen Rückgang mit tieferegreifenden Kräften, die zu einem chronischen Nachfragedefizit geführt haben. Dieser Sichtweise zufolge hat die Politik passiv auf diese Kräfte reagiert und damit größeren wirtschaftlichen Schaden verhindert. Die hier vorgebrachten Überlegungen lassen jedoch darauf schließen, dass Maßnahmen mit einer systematischen Lockerungstendenz eine wichtige Rolle spielen können, da sie mit der zerstörerischen Kraft des Finanzzyklus interagieren. Der Anstieg der Verschuldung und die Verzerrungen der Produktions- und Investitionsmuster in Kombination mit diesen ungewöhnlich niedrigen Zinssätzen verhindern, dass die Zinssätze auf ein normales Niveau zurückkehren. Niedrige Zinssätze bestätigen sich quasi selbst. Angesichts einer weiteren möglichen Schwächung der Bilanzen kann der drohende Abwärtsdruck auf die Vermögenspreise in Verbindung mit ungünstigen demografischen Trends diese Situation nur noch verschlimmern.

Was ist nötig, um den politischen Handlungsrahmen neu auszurichten? Die erforderlichen Anpassungen betreffen sowohl die einzelnen nationalen Handlungsrahmen als auch ihr Zusammenspiel auf internationaler Ebene.

Der allgemeine Ansatz der nationalen Handlungsrahmen sollte darin bestehen, in Finanzbooms für den Aufbau von Kapitalpolstern zu sorgen, auf die dann im Abschwung zurückgegriffen werden kann. Diese Polster würden die Wirtschaft widerstandsfähiger gegenüber einem Abschwung machen. Zudem könnten sie auch die Intensität des Booms verringern – quasi wie ein Treibanker, der die Geschwindigkeit eines Boots verringert und hauptsächlich bei Sturm eingesetzt wird. Die Wirkung wäre folgende: Die Politik wäre weniger prozyklisch, weil sie symmetrischer zur Auf- und Abschwungphase des Finanzzyklus agiert. Dadurch käme es auch nicht zu dem schrittweisen Verlust des politischen Handlungsspielraums.

Der Ansatz der Aufsichtspolitik muss in einer Stärkung der systemweiten oder makroprudenziellen Optik des Handlungsrahmens bestehen. Die verfügbaren Instrumente wie Eigenkapitalvorschriften oder Beleihungsgrenzen müssen angepasst werden, damit sie weniger prozyklisch wirken. Der Ansatz der Geldpolitik muss darin liegen, bereit für eine Straffung zu sein, sobald es Anzeichen für einen Aufbau finanzieller Ungleichgewichte gibt, auch wenn die Inflation auf kurze Sicht unter Kontrolle scheint. Der Ansatz der Fiskalpolitik schließlich muss es sein, in einem Finanzboom bei der Bewertung der Haushaltslage und der Festlegung von Korrekturmaßnahmen äußerste Vorsicht walten zu lassen. Zudem muss das Steuersystem so gestaltet werden, dass es Fremd- gegenüber Eigenkapital nicht begünstigt.

Nach der Krise wurden in Bezug auf diese Ansätze – wenn auch in unterschiedlichem Maße – Fortschritte erzielt. Doch es besteht weiterer Handlungsbedarf.

Die Aufsichtspolitik ist am weitesten vorangekommen. Insbesondere wurde im Rahmen eines allgemeinen Trends zu nationalen makroprudenziellen Ansätzen innerhalb von Basel III ein antizyklisches Kapitalpolster für Banken geschaffen.

Die Geldpolitik hat einen leichten Kurswechsel vorgenommen. Es ist nun allgemein anerkannt, dass Preisstabilität keine Finanzstabilität gewährleistet. Außerdem hat eine Reihe von Zentralbanken ihren Handlungsrahmen dahingehend erweitert, dass in Boomphasen nun die Option der Straffung besteht. Ein Schlüsselement war auch die Verlängerung des geldpolitischen Zeithorizonts. Ob solche Anpassungen jedoch wünschenswert sind, ist immer noch umstritten. Und über die Nebenwirkungen einer anhaltenden und energischen geldpolitischen Lockerung in Abschwungphasen wird nach wie vor debattiert.

Die Fiskalpolitik liegt am weitesten zurück. Es fehlt im Großen und Ganzen das Bewusstsein für den massiven Beschönigungseffekt, den Finanzbooms auf die Haushaltslage haben: Produktions- und Wachstumspotenzial werden überzeichnet (Kapitel III), es fließt viel Geld in die Staatskassen, und es schleichen sich Eventualverbindlichkeiten ein, die in der Abschwungphase zum Tragen kommen. Während des Booms konnten beispielsweise Irland und Spanien sinkende Staatsschuldenquoten und Haushaltsüberschüsse vorweisen, die – wie sich später herausstellte – falsch konjunkturbereinigt worden waren. Auch die Grenzen einer expansiven Fiskalpolitik während einer Bilanzrezession finden praktisch keine Beachtung. Stattdessen wird allgemein davon ausgegangen, dass die Fiskalpolitik in einem solchen Umfeld wirksamer ist.

Für die Geldpolitik sind die Herausforderungen besonders groß. Die Grundidee bestünde darin, den allgemein üblichen Zeithorizont der Geldpolitik von rund zwei Jahren zu verlängern. Natürlich geht es nicht um eine mechanische Erweiterung von Punktprognosen. Vielmehr soll eine systematischere und strukturiertere Bewertung derjenigen Risiken möglich sein, die sich aus den langsamer verlaufenden Finanzzyklen für die gesamtwirtschaftliche Stabilität, die Inflation und die Wirksamkeit der geldpolitischen Instrumente ergeben. Die Sorgen um den Finanzzyklus und die Inflation wären dann auch leichter miteinander zu vereinbaren: Während nach wie vor das Ziel nachhaltiger Preisstabilität verfolgt wird, würde der Toleranzbereich

für kurzfristige Abweichungen von den Inflationszielen wie auch für Währungsaufwertungen vergrößert. Die Kommunikation dieser Maßnahmen stellt allerdings eine gewaltige Herausforderung dar.

Was schließlich das Zusammenspiel der einzelnen nationalen Handlungsrahmen auf internationaler Ebene angeht, besteht die Herausforderung darin, die Komplikationen aufgrund der stark vernetzten Weltwirtschaft zu meistern. Dass in einer solchen Welt gemeinsam agiert und zusammengearbeitet werden muss, steht außer Frage. Nationale Ansätze für sich genommen sind weniger effektiv. Und es fehlt nicht an Anreizproblemen: Nationale Entscheidungsträger können versucht sein, als Trittbrettfahrer von den Maßnahmen anderer zu profitieren, oder sie könnten unter politischen Druck geraten, die negativen Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf andere einfach zu ignorieren.

Ein Problem ist immer die Bereitschaft zur Zusammenarbeit: Sie nimmt mal zu und dann wieder ab. Nach der Krise gab es diesbezüglich beträchtliche Fortschritte im Bereich der Finanzregulierung und der Haushaltspolitik. Beispiele hierfür sind die Überarbeitung der Regulierungsstandards für den Finanzsektor, insbesondere Basel III und die vom Financial Stability Board koordinierten Arbeiten, sowie die jüngsten Besteuerungsinitiativen unter der Führung der G20. In diesen Bereichen wird die Notwendigkeit der Zusammenarbeit uneingeschränkt anerkannt.

Dagegen hat in der Geld- und Währungspolitik immer noch die Doktrin Gültigkeit, das eigene Haus in Ordnung zu halten. Wie an anderer Stelle näher ausgeführt,² besteht hier eindeutig Optimierungspotenzial. Aus den bisherigen Ausführungen wird deutlich, dass die Interaktion der nationalen geldpolitischen Maßnahmen die Risiken für die Weltwirtschaft erhöht hat. Diese Risiken äußern sich überaus deutlich in den außerordentlich lockeren geldpolitischen und finanziellen Rahmenbedingungen auf der ganzen Welt sowie im Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten in bestimmten Regionen. Die nationalen Behörden müssen zumindest die Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf andere Länder und die entsprechenden Rückkopplungseffekte auf die eigene Volkswirtschaft berücksichtigen. Zweifellos unternehmen die größeren Volkswirtschaften bereits Anstrengungen in diese Richtung. Doch wenn sie in ihrem analytischen Rahmen finanzielle Auf- und Abschwünge nicht ins Zentrum der Beurteilungen stellen und sie die Fülle von finanziellen Verflechtungen außer Acht lassen, die die Weltwirtschaft zusammenhalten, werden diese Rückkopplungseffekte massiv unterschätzt werden.

Zusammenfassung

Die Weltwirtschaft tut sich schwer damit, aus dem Schatten der Großen Finanzkrise herauszutreten. Die Folgen der Krise sind immer noch zu spüren. Sie zeigen sich in der vergleichsweise hohen Arbeitslosigkeit in den Krisenländern, die andauert, obwohl das Produktionswachstum wieder zugelegt hat. Sie zeigen sich außerdem in der Diskrepanz zwischen außerordentlich lebhaften Finanzmärkten und schwachen Investitionen, in der zunehmenden Abhängigkeit der Finanzmärkte von den Zentralbanken, in den steigenden Schuldenständen des privaten und des öffentlichen Sektors sowie in dem rasch schwindenden politischen Handlungsspielraum.

In diesem Kapitel wurde argumentiert, dass für eine Rückkehr zu einem gesunden und nachhaltigen Weltwirtschaftswachstum Anpassungen erforderlich

² Siehe J. Caruana, „International monetary policy interactions: challenges and prospects“, Rede auf 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.

sind, und zwar sowohl in Bezug auf die aktuelle Kombination der Maßnahmen als auch in Bezug auf den politischen Handlungsrahmen. Bei diesen Anpassungen sollte berücksichtigt werden, dass die Bilanzrezession im Zuge der Krise weniger gut auf traditionelle Maßnahmen zur Nachfragebelebung reagiert und Bilanzsanierung und Strukturreformen deshalb außerordentlich wichtig sind. Zu berücksichtigen ist auch, dass finanzielle Auf- und Abschwünge inzwischen eine große Gefahr für die gesamtwirtschaftliche Stabilität darstellen und dass die einzige Quelle für dauerhaften Wohlstand eine gestärkte Angebotsseite, d.h. höheres Produktivitätswachstum, ist. Und schließlich ist zu berücksichtigen, dass es in einer stark vernetzten Weltwirtschaft zwar notwendig ist, sein eigenes Haus in Ordnung zu halten, dass dies aber nicht ausreicht, um Wohlstand zu gewährleisten: Hierfür ist die internationale Zusammenarbeit ein Muss.

Auf kurze Sicht besteht die Hauptaufgabe darin, die günstige Gelegenheit zu nutzen, die sich durch die derzeitige Erholung der Weltwirtschaft bietet. Dabei sollte vergleichsweise weniger auf traditionelle Maßnahmen zur Nachfragebelebung abgestellt werden und mehr auf Bilanzsanierung und Strukturreformen. Dies gilt insbesondere für die Krisenländer. Namentlich den Zentralbanken ist zu lange zu viel aufgebürdet worden. Nach so vielen Jahren außerordentlicher monetärer Expansion muss der Gefahr, dass die Normalisierung zu spät und zu langsam erfolgt, besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden. Und dort, wo eine Reaktion auf unerwarteten disinflationären Druck zur Debatte steht, müssen die Art und die Persistenz der wirkenden Kräfte, die verringerte Wirksamkeit der Maßnahmen und ihre Nebenwirkungen sorgfältig untersucht werden. Die Länder, die einen kräftigen Finanzboom erlebt haben, müssen sich in erster Linie für einen potenziellen Abschwung wappnen. Und auch sie sollten Strukturreformen nicht aufschieben.

Auf längere Sicht besteht die Hauptaufgabe darin, den politischen Handlungsrahmen so auszurichten, dass das Wachstum weniger auf Verschuldung basiert und dass die zerstörerische Kraft des Finanzzyklus eingedämmt wird. Eine symmetrischere Wirtschafts- und Aufsichtspolitik über diesen Zyklus hinweg würde eine hartnäckige Lockerungstendenz verhindern, die mit der Zeit dazu führen kann, dass die Wirtschaft auf Dauer instabil bleibt und dass keinerlei Handlungsspielraum mehr besteht.

Die Risiken, die Untätigkeit birgt, sind nicht zu unterschätzen. Die Weltwirtschaft könnte sich auf einem nicht nachhaltigen Pfad befinden. Und ab einem bestimmten Punkt könnte das gegenwärtige System offener Handels- und Finanzbeziehungen weltweit ernsthaft bedroht sein. Bisher haben sich die institutionellen Rahmenbedingungen angesichts des enormen Schocks der Finanzkrise als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen. Doch dies sollte nicht als selbstverständlich hingenommen werden, vor allem wenn es wieder zu schwerwiegenden finanziellen Anspannungen kommen sollte. Dass gelegentlich von „Währungskriegen“ die Rede ist, gibt Anlass zu großer Sorge: Sollte die expansive Wirtschaftspolitik im Inland nicht die erwartete Wirkung haben, könnte die Währungsabwertung als einziger Ausweg angesehen werden. Doch ein Lockerungswettbewerb kann dazu führen, dass es am Ende nur Verlierer gibt, wenn jeder auf diese Waffe setzt und die binnenwirtschaftlichen Kosten der Maßnahmen ihren Nutzen übersteigen. Besorgniserregend ist auch, dass Nationalstaaten der immer stärkeren Versuchung nachgeben und sich der anstrengenden, aber überaus wertvollen Aufgabe, die internationale Integration zu fördern, entziehen.

Gleichzeitig beginnt der Konsens über die Vorteile der Preisstabilität zu bröckeln. Und während die Erinnerungen an die Kosten und die Persistenz von Inflation verblassen, könnten die Länder immer stärker versucht sein, ihre hohe Schuldenlast durch eine Kombination von Inflation, finanzieller Repression und Autarkie abzubauen.

Es gibt viel zu tun. Ein neuer politischer Kompass fehlt ganz offensichtlich. Dieses einleitende Kapitel des BIZ-Jahresberichts hat grob die Richtung aufgezeigt, in die die Reise geht. Es gilt weiter, große analytische und operationelle Herausforderungen zu meistern, um finanziellen Auf- und Abschwüngen adäquat begegnen zu können. Auf den folgenden Seiten werden einige mögliche Instrumente beschrieben. Doch es bleibt noch weit mehr zu tun. Und die politökonomischen Herausforderungen sind sogar noch größer. Wie die Geschichte uns lehrt, besteht wenig Neigung, eine langfristige Perspektive einzunehmen. Nur wenige sind bereit, Finanzbooms zu zügeln, die allen die Illusion vermitteln, sie seien reicher. Oder auf die schnellen Rezepte zur Ankurbelung der Wirtschaft zu verzichten, selbst wenn untragbare Finanzbooms dadurch noch angeheizt werden könnten. Oder die Bilanzprobleme inmitten des Abschwungs ernsthaft anzugehen, wenn scheinbar einfachere Maßnahmen zur Verfügung stehen. Die Versuchung, eine Abkürzung zu nehmen, ist einfach zu groß, obwohl die Gefahr besteht, dass sie ins Leere führt.

Der Weg vor uns kann lang sein. Ein Grund mehr also, die Reise lieber früher als später anzutreten.