

V. Geldpolitik tut sich schwer mit Normalisierung

Auch das letzte Jahr stand weltweit im Zeichen einer sehr lockeren Geldpolitik: Die Leitzinsen verharrten auf ihrem niedrigen Niveau und die Zentralbanken weiteten ihre Bilanzen erneut aus. Trotz der anhaltenden außerordentlich lockeren Geldpolitik waren die Zentralbanken in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin mit einer ungewöhnlich schleppenden Erholung konfrontiert. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Bemühungen der Geldpolitik, die Erholung nach einer Bilanzrezession zu beschleunigen, vergleichsweise wirkungslos sind.

Aufstrebende und kleine offene fortgeschrittene Volkswirtschaften hatten Schwierigkeiten, die Übertragungseffekte der geldpolitischen Maßnahmen der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den Griff zu bekommen. Sie haben ihre Leitzinsen ebenfalls auf sehr niedrigem Niveau belassen, was den Aufbau von Risiken im Finanzsystem begünstigt hat. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass die Geldpolitik eine stärkere komplementäre Rolle neben den makroprudenziellen Maßnahmen spielen sollte, wenn es darum geht, finanzielle Ungleichgewichte zu bekämpfen. Außerdem offenbart sie Schwachstellen im internationalen Währungssystem, weil globale Spillover-Effekte der Geldpolitik nicht ausreichend internalisiert werden.

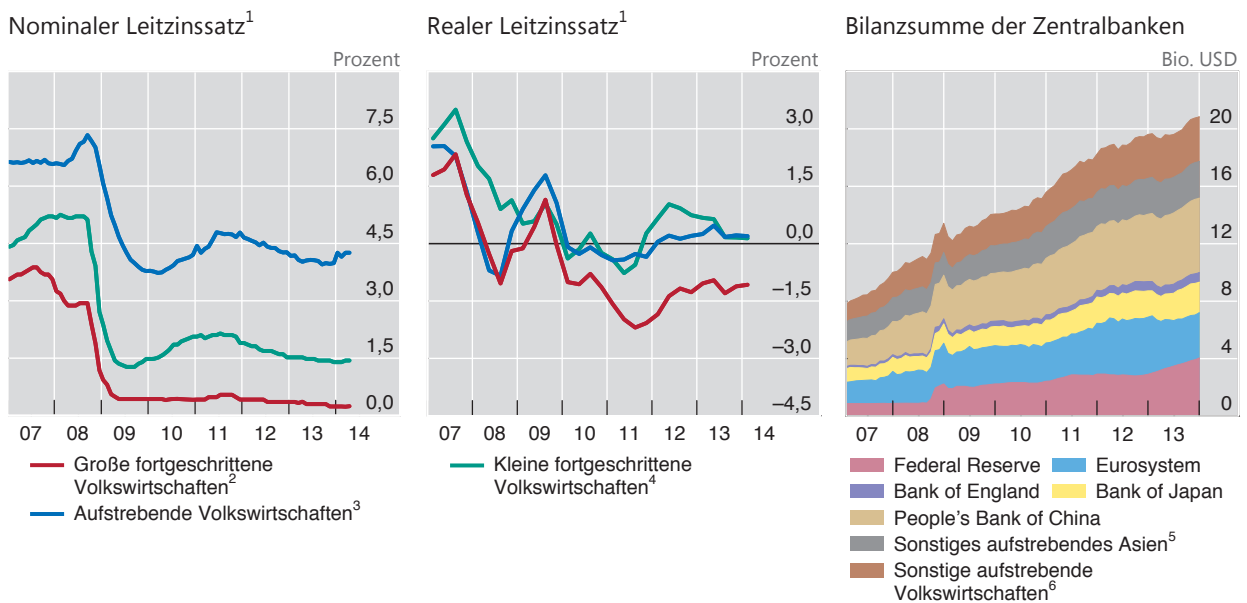
Viele Zentralbanken waren im letzten Jahr mit einem unerwarteten disinflationären Druck konfrontiert, der für Schuldner eine negative Überraschung bedeutet und das Gespenst der Deflation heraufbeschwört. Die Gefahr einer ausgedehnten Deflation erscheint jedoch sehr gering: Die Zentralbanken gehen von mit der Zeit wieder zu ihren Zielwerten zurückkehrenden Inflationsraten und fest verankerten langfristigen Inflationserwartungen aus. Darüber hinaus entspricht die angebotsseitige Natur der disinflationären Tendenzen im Allgemeinen der weltweiten Konjunkturerholung. Die Persistenz und die angebotsseitige Natur der disinflationären Kräfte sind im geldpolitischen Kurs unbedingt zu berücksichtigen, ebenso wie die Nebeneffekte der lockeren Geldpolitik.

Es zeigt sich jetzt deutlicher, dass die Zentralbanken in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften unterschiedlich weit von einer Normalisierung entfernt sind und demzufolge nicht gleichzeitig aus ihrer außerordentlich lockeren Geldpolitik aussteigen werden. Dieser Prozess dürfte sich als komplex und holprig erweisen, unabhängig davon, wie die Normalisierung kommuniziert wird. Die Gefahr, dass die Normalisierung zu spät und zu langsam erfolgt, sollte daher nicht unterschätzt werden.

In diesem Kapitel werden die Entwicklungen der Geldpolitik im vergangenen Jahr beleuchtet, bevor vier zentrale Herausforderungen erörtert werden, die sich der Geldpolitik stellen: geringe Wirksamkeit, Spillover-Effekte, unerwartete Disinflation sowie die Gefahr, dass der richtige Zeitpunkt für den Ausstieg verpasst wird.

Jüngste geldpolitische Entwicklungen

In den letzten zwölf Monaten blieben die nominalen und die realen Leitzinsen weltweit sehr niedrig. Auch die Bilanzsummen der Zentralbanken sind bis Ende des Jahres 2013 weiter gewachsen (Grafik V.1). Im Durchschnitt lagen die realen Leitzinssätze in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften unter $-1,0\%$. In der übrigen Welt waren sie nicht viel höher: In verschiedenen kleinen (offenen)



¹ Einfacher Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften je Ländergruppe. Der reale Zinssatz ist der nominale Zinssatz deflationiert mit der Verbraucherpreisinflation. ² Euro-Raum, Japan, USA, Vereinigtes Königreich. ³ Argentinien, Brasilien, Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. Argentinien: Verbraucherpreisdeflator beruht auf offiziellen Schätzungen, die im Dezember 2013 einen methodischen Bruch aufweisen. ⁴ Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz. ⁵ Summe von Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁶ Summe von Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

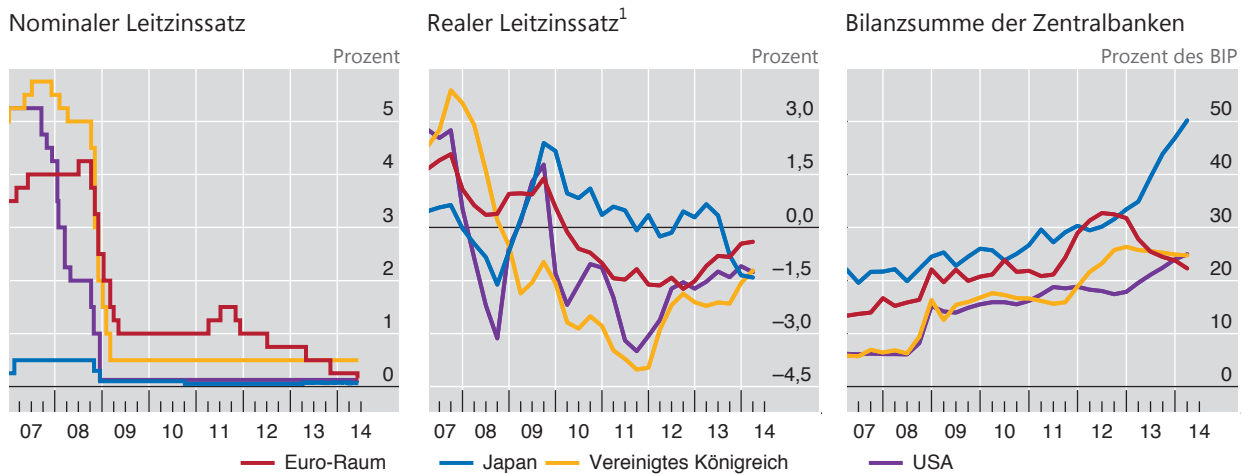
Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

fortgeschrittenen Volkswirtschaften – Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden und der Schweiz – sowie in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die hier betrachtet werden, lagen die Realzinssätze nur leicht über null. Von 2012 bis Mitte 2013 wuchsen die Zentralbankbilanzen etwas weniger stark, im zweiten Halbjahr 2013 dann wieder stärker.

Diese außergewöhnlich lockere Geldpolitik ist jetzt seit rund sechs Jahren zu beobachten (Grafik V.1). Anfang 2009 gingen die Zinssätze deutlich zurück. Seit 2007 verzeichnen die Zentralbanken einen rasanten Anstieg ihrer Aktiva. Diese haben sich in dieser Zeit verdoppelt und belaufen sich inzwischen auf die rekordhohe Summe von insgesamt mehr als \$ 20 Bio. (über 30% des weltweiten BIP). Der Anstieg ist auf umfangreiche Wertpapierkäufe bzw. den Aufbau von Währungsreserven zurückzuführen.

In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften belieben die Zentralbanken die nominalen Leitzinsen nahe der Nullzinsgrenze und die Realzinsen im negativen Bereich (Grafik V.2), selbst als sich in den vergangenen zwölf Monaten die Anzeichen für eine wirtschaftliche Erholung mehrten.¹ Im Euro-Raum, in dem die Konjunktur schwach war, halbierte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz im November auf 0,25%, bevor sie ihn im Juni aufgrund von Besorgnis wegen der niedrigen Inflation und der Aufwertung des Euro weiter auf 0,15% reduzierte. Die jüngste Zinssenkung der EZB drückte den Einlagensatz auf minus 0,10%.

¹ Seit April 2013 verwendet die Bank of Japan die Geldbasis statt wie bisher den Tagesgeldsatz am Geldmarkt als operatives Hauptziel für Geldmarktgeschäfte.



¹ Nominaler Leitzinssatz deflationiert mit Verbraucherpreisinflation.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

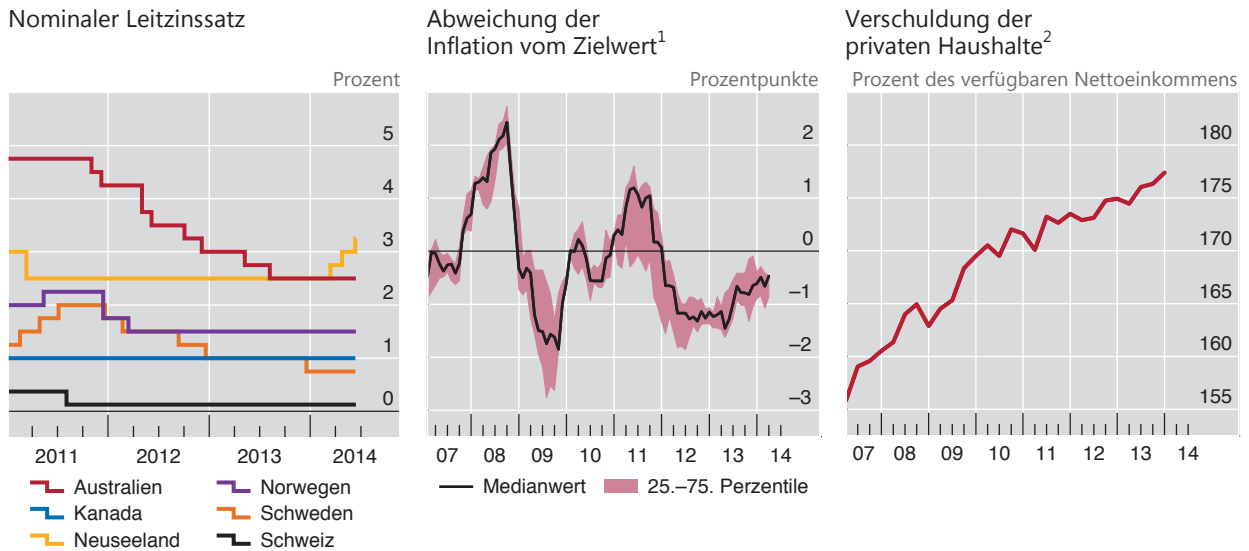
Die Zentralbanken des Euro-Raums, des Vereinigten Königreichs und der USA setzen stark auf unterschiedliche Formen der Forward Guidance, um ihre Absicht zu kommunizieren, die Zinsen für einen längeren Zeitraum niedrig zu halten (Kasten V.A). Im Sinn einer qualitativen Forward Guidance kündigte die EZB erstmals im Juli 2013 an, die Zinssätze für längere Zeit niedrig halten zu wollen. Die Bank of England führte im August 2013 eine Schwellenwert-basierte Forward Guidance ein, die die Beibehaltung des Niedrigzinsumfelds an Kriterien in Bezug auf Arbeitslosenquote, Inflationsprojektionen und -erwartungen sowie Risiken für die Finanzstabilität knüpft. Diese neue Art der Forward Guidance ist in vielerlei Hinsicht mit dem Ansatz zu vergleichen, den die Federal Reserve seit Dezember 2012 verfolgt; auch die Federal Reserve hat Schwellenwerte für die Arbeitslosigkeit und die Inflation genannt. Anfang 2014 rückte die Arbeitslosenquote im Vereinigten Königreich und in den USA schneller als erwartet in die Nähe des im Rahmen der Forward Guidance definierten Schwellenwertes. Daraufhin richteten die Zentralbanken beider Länder ihre Forward Guidance stärker qualitativ aus, indem sie den weiter gefassten Begriff des Auslastungsgrads der Wirtschaft betonten.

Die Entwicklung der Zentralbankbilanzen in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verlief im vergangenen Jahr unterschiedlich (Grafik V.2 rechts). So nahmen die Bank of England und die Federal Reserve zunehmend Abstand davon, sich primär auf die Ausweitung ihrer Bilanz zu stützen, um zusätzliche geldpolitische Anreize zu setzen. Im August 2013 kündigte die Bank of England an, den Bestand ihrer angekauften Wertpapiere bei £ 375 Mrd. zu halten, und zwar unter denselben Bedingungen, die sie auch für ihre Forward Guidance nannte. Im Dezember 2013 gab die Federal Reserve bekannt, dass sie ihre umfangreichen Wertpapierankäufe ab Januar schrittweise drosseln würde. Wenngleich die Rückführung der Anleihekäufe seitdem glatt verlief, stellte die Vorbereitung für die Ankündigung im Dezember eine Herausforderung an die Kommunikation dar (Kapitel II). Aktuell gehen die Märkte davon aus, dass das Ankaufprogramm vor Ende des Jahres 2014 auslaufen wird.

Die Bank of Japan hingegen kündigte im April 2013 an, die Folgen der anhaltenden Deflation in Japan primär mit einem Bündel von Maßnahmen zur

Kleine fortgeschrittene Volkswirtschaften konfrontiert mit Inflation unterhalb Zielwert und hoher Verschuldung

Grafik V.3



¹ Abweichung der Inflation entweder vom Zielwert oder vom Mittelwert der Zielbandbreite der Zentralbank, Summe aller sechs links aufgeführten Volkswirtschaften. ² Summe der Verschuldungs- und Einkommenswerte für alle sechs links aufgeführten Volkswirtschaften.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung bekämpfen zu wollen. Die Bilanzsumme der Bank of Japan ist daraufhin stark gewachsen, von weniger als 35% des BIP auf mehr als 50% Anfang 2014.

Aufgrund verbesserter finanzieller Rahmenbedingungen im Euro-Raum schrumpfte die Bilanz der EZB im Verhältnis zum BIP; Banken hatten die Möglichkeiten zur Refinanzierung bei der Zentralbank – einschließlich der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB – weniger stark in Anspruch genommen. Bislang hat die EZB ihr „Outright Monetary Transactions“-Programm (bei dem sie umfassende Käufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt unter strengen Voraussetzungen tätig) nicht aktiviert. Anfang Juni jedoch kündigte die EZB an, dass sie im Laufe des Jahres damit beginnen würde, gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte anzubieten, um die Kreditvergabe der Banken an private Haushalte und Nichtfinanzunternehmen zu fördern. Darüber hinaus entschied die EZB, die Vorarbeiten für etwaige Outright-Käufe von Asset-backed-Securities (ABS) zu verstärken.

In den kleinen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verharren die Leitzinsen ebenfalls auf sehr niedrigem Niveau (Grafik V.3 links). Die Bank of Canada hielt an ihrem Leitzins von 1,0% fest und änderte ihre Forward Guidance dahingehend, dass der voraussichtliche Zeitpunkt eines moderaten Rückzugs aus ihrer lockeren Politik nun in weiterer Ferne lag als zuvor angenommen. Die Schweizerische Nationalbank ließ angesichts einer Inflationsrate nahe oder unter null ihr Zielband für den 3-Monats-LIBOR unverändert bei 0–0,25% und behielt den Mindestwechsellkurs gegenüber dem Euro bei. Die norwegische Zentralbank beließ ihren Leitzins weiterhin bei 1,5%, da sich der Disinflationsdruck im Jahresverlauf abschwächte. Leitzinsänderungen gab es in dieser Gruppe nur in ein paar Ländern. Zur Stützung der wirtschaftlichen Erholung senkte die Reserve Bank of Australia ihren Leitzins in zwei Schritten auf 2,5%. Die Sveriges Riksbank verringerte ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 0,75%, weil die Inflationsrate stets unter ihrem Zielwert geblieben war.

Forward Guidance an der Nullzinsgrenze^①

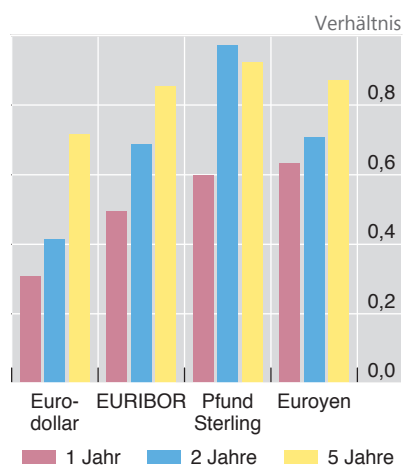
Mit Forward Guidance wollen die Zentralbanken an der Nullzinsgrenze ihre zinspolitischen Absichten verdeutlichen. Solche Hinweise können an sich schon für geldpolitische Impulse sorgen, wenn darin zum Ausdruck kommt, dass die Leitzinsen länger auf einem niedrigen Niveau bleiben werden, als dies von den Märkten bereits eingepreist ist. Mit Forward Guidance kann auch Unsicherheit verringert werden. Dies hat den Effekt, dass die Zinsen weniger stark schwanken, wodurch wiederum die Risikoprämien sinken.

Damit Forward Guidance wirkt, müssen drei Bedingungen erfüllt sein. Erstens müssen die Hinweise klar sein. Die Klarheit lässt sich grundsätzlich dadurch steigern, dass die Bedingungen, unter denen die Forward Guidance gilt, dargelegt werden. Wenn die Bedingungen allerdings allzu komplex sind, können explizite Details verwirrend sein. Zweitens muss Forward Guidance als eine glaubwürdige Festlegung gesehen werden – die Öffentlichkeit muss glauben, was die Zentralbank sagt. Je stärker die Öffentlichkeit dies tut, umso größer ist der voraussichtliche Effekt auf die Markterwartungen und die ökonomischen Entscheidungen. Umgekehrt steigt damit aber auch das Risiko, dass die Zentralbank weniger flexibel agieren kann, was nicht im Sinne der Zentralbank ist. Drittens, selbst wenn die Hinweise verstanden und geglaubt werden, müssen sie von der Öffentlichkeit immer noch den Absichten der Zentralbank entsprechend interpretiert werden. So kann eine Bekundung der Absicht, die Leitzinsen länger an der Nullzinsgrenze zu belassen als nach Markteinschätzung erwartet, als Anzeichen für eine pessimistischere Einschätzung der Wirtschaftsentwicklung missverstanden werden. In diesem Fall könnten negative Vertrauenseffekte die beabsichtigten Impulse schwächen.

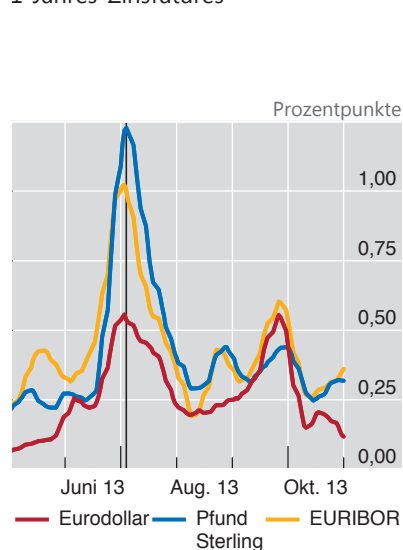
Wirksamkeit von Forward Guidance an der Nullzinsgrenze scheint eingeschränkt

Grafik V.A

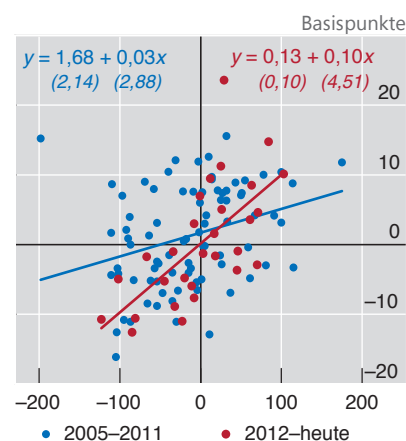
Volatilität von Sätzen auf Futures-Kontrakten in Zeiten mit Forward Guidance im Verhältnis zu Zeiten mit wenig oder keiner Forward Guidance^{1,2}



Spillover-Effekte der Volatilität von 1-Jahres-Zinsfutures^{1,3}



Reaktion der 10-Jahres-Rendite auf Überraschungen in US-Arbeitsmarktdaten⁴



¹ Volatilität von 3-monatigen Interbanksatz-Futures-Kontrakten; 10-tägige Standardabweichung der täglichen Preisänderungen. ² Ein Verhältnis unter 1 bedeutet, dass in Zeiten mit deutlicherer Forward Guidance die Volatilitätsmessgröße, d.h. die durchschnittliche 10-tägige realisierte Volatilität, gesunken ist; je niedriger das Verhältnis, umso größer die Verringerung. Zeiten mit deutlicherer Forward Guidance: Federal Reserve = 9. August 2011 bis zum aktuellen Zeitpunkt; EZB = 4. Juli 2013 bis zum aktuellen Zeitpunkt; Bank of England (BoE) = 7. August 2013 bis zum aktuellen Zeitpunkt; Bank of Japan (BoJ) = 5. Oktober 2010 bis 3. April 2013. Zeiten mit keiner oder wenig expliziter Forward Guidance: Federal Reserve = 16. Dezember 2008 bis 8. August 2011 (qualitative Forward Guidance); EZB = 8. Mai 2009 bis 3. Juli 2013; BoE = 6. März 2009 bis 3. Juli 2013; BoJ = 22. Dezember 2008 bis 4. Oktober 2010. ³ Zentrierter gleitender 10-Tages-Durchschnitt. Vertikale Linie: 4. Juli 2013, als die EZB qualitative Forward Guidance einführte und die Bank of England den vom Markt erwarteten Pfad der Leitzinssätze kommentierte. ⁴ Die horizontale Achse zeigt den Überraschungsfaktor bei der Veränderung der Beschäftigungsentwicklung ohne Landwirtschaft, berechnet als die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert und dem Umfragewert, in Tausend. Die vertikale Achse zeigt die Veränderung der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen an einem Tag, berechnet als den Tagesendwert am Publikationsdatum abzüglich des Tagesendwerts am Vortag. Die t-Statistik ist in Klammern angegeben.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Die Erfahrung mit Forward Guidance zeigt, dass sich die Märkte über bestimmte Zeithorizonte hinweg tatsächlich davon beeinflussen lassen. So konnte die Volatilität der am Finanzmarkt erwarteten Zinsen bei den kurzen Sätzen gesenkt werden, bei den längerfristigen Sätzen hingegen gelang dies weniger gut (Grafik V.A links). Dies entspricht der Auffassung, dass die Märkte Forward Guidance als bedingte Festlegung verstehen, die nur für die nähere Zukunft Gültigkeit hat. Ferner gibt es Hinweise darauf, dass Forward Guidance einen Einfluss darauf hat, wie sensibel die Zinssätze auf Wirtschaftsmeldungen reagieren. So hat die Zinsvolatilität im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich deutlich weniger stark auf die Volatilität der US-Zinsen reagiert, seit die EZB und die Bank of England im Sommer 2013 begonnen haben, Forward Guidance zu betreiben (Grafik V.A Mitte). Schließlich gibt es Hinweise darauf, dass die Märkte stärker auf die im Rahmen der Forward Guidance ausdrücklich erwähnten Indikatoren reagieren. Die Renditen auf 10-jährige US-Staatsanleihen beispielsweise reagieren seit 2012 stärker auf Überraschungen bei den US-Beschäftigungszahlen ohne Landwirtschaft (Grafik V.A rechts). Eine Interpretation dafür ist, dass Meldungen über stärkere Zuwächse tendenziell den Effekt hatten, dass nun früher mit der Erreichung des Schwellenwerts für die Arbeitslosenquote und dementsprechend mit einer Leitzinsanhebung gerechnet wurde.

Forward Guidance zu den Leitzinsen birgt aber auch eine Reihe von Risiken. Sollte die Öffentlichkeit die Bedingungen, unter denen die Forward Guidance gilt, nicht vollumfänglich verstehen, kann die Zentralbank ihre Reputation und ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel setzen, wenn sie ihre Darstellung immer wieder und in wesentlichen Punkten revidiert, selbst wenn die Änderungen mit den ursprünglich angekündigten Bedingungen zusammenhängen. Darüber hinaus kann Forward Guidance in zweierlei Hinsicht Finanzrisiken erzeugen. Erstens, wenn sich die Finanzmärkte stark an der Forward Guidance orientieren, könnte eine Zentralbank Turbulenzen am Markt auslösen, wenn sie ihre Forward Guidance neu ausrichtet. Zweitens – und dies ist noch wichtiger – könnte Forward Guidance als verzögernder Faktor in der Normalisierung der Geldpolitik wahrgenommen werden. Dies könnte dazu führen, dass Anleger übermäßig hohe Risiken eingehen, und könnte somit den Aufbau von Schwachstellen im Finanzsystem begünstigen.

© Eine detailliertere Analyse findet sich in A. Filardo und B. Hofmann, „Forward guidance at the zero lower bound“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2014.

Im Gegensatz dazu reagierte die Reserve Bank of New Zealand auf Anzeichen einer anziehenden Wirtschaft und einer erwarteten Zunahme des Inflationsdrucks mit einer Anhebung ihres Leitzinses in drei Etappen um insgesamt 75 Basispunkte auf 3,25%.

Alles in allem wurde die Politik der Zentralbanken in vielen kleinen fortgeschrittenen Volkswirtschaften stark von der Entwicklung der Inflationsraten beeinflusst: Im Durchschnitt lagen sie seit Anfang 2012 um fast 1 Prozentpunkt unter ihren Zielwerten (Grafik V.3 Mitte). Und angesichts anhaltender disinflationärer Tendenzen sahen sich viele Zentralbanken veranlasst, ihre Inflationsprognosen nach unten zu korrigieren.

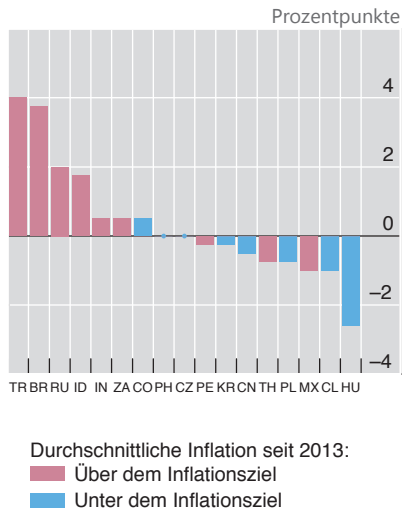
Darüber hinaus hatten viele dieser Zentralbanken die kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Folgen einer niedrigen Inflation und schleppenden Erholung gegen die längerfristigen Risiken sich aufbauender finanzieller Ungleichgewichte abzuwägen (Kapitel IV). Die hohe und weiterhin steigende Verschuldung der privaten Haushalte belief sich Ende 2013 auf durchschnittlich etwa 175% des verfügbaren Nettoeinkommens (Grafik V.3 rechts). Diese hohen Schuldenstände und die Aussicht eines durch die lockere Geldpolitik begünstigten weiteren Anstiegs der Verschuldung erhöhten die Anfälligkeit dieser Volkswirtschaften für eine drastische Verschlechterung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds. In Ländern, in denen die Preise für Wohnimmobilien hoch waren, durfte auch das Risiko einer ungeordneten Korrektur von Ungleichgewichten bei den privaten Haushalten nicht ausgeschlossen werden.

In aufstrebenden Volkswirtschaften hatten die Zentralbanken im Zuge der auf die Krise folgenden kräftigen und seit Kurzem verhalteneren Konjunkturerholung mit verschiedenen geldpolitischen Herausforderungen zu kämpfen. Eine dieser Herausforderungen resultierte aus im Jahresverlauf aufkommenden Volatilitätsschüben an

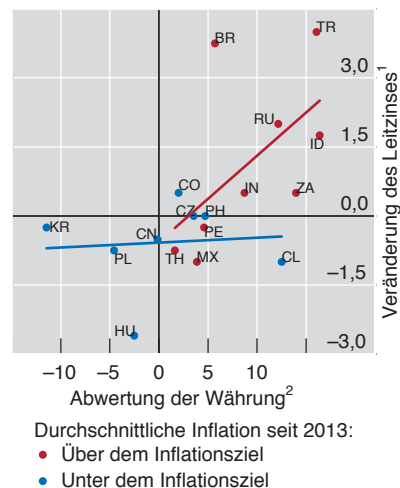
Aufstrebende Volkswirtschaften: Reaktion auf Marktanspannungen und wachsende Besorgnis über Stabilität

Grafik V.4

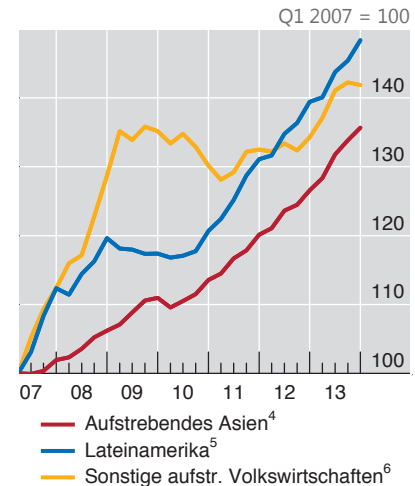
Veränderung der Leitzinssätze seit April 2013 ...¹



... steht im Zusammenhang mit Wechselkurs- und Inflationsentwicklung



Verhältnis Kreditvolumen/BIP³



BR = Brasilien; CL = Chile; CN = China; CO = Kolumbien; CZ = Tschechische Republik; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; PE = Peru; PH = Philippinen; PL = Polen; RU = Russland; TH = Thailand; TR = Türkei; ZA = Südafrika.

¹ Nominaler Leitzinssatz oder naheliegendste Alternative; China: 7-tägiger Repo-Satz; Veränderung vom 1. April 2013 bis zum 6. Juni 2014, Prozentpunkte. ² Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses vom 1. April 2013 bis zum 6. Juni 2014, Prozent. Eine positive (negative) Zahl entspricht einer Abwertung (Aufwertung). ³ Einfacher Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften je Ländergruppe. ⁴ China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁵ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru. ⁶ Polen, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

den Finanzmärkten sowie Abwertungstendenzen (Kapitel II). Im Allgemeinen profitierten viele aufstrebende Volkswirtschaften von der starken Dynamik, die ihre Wirtschaft in der Vergangenheit gezeigt hatte. Diese schützte sie davor, von der Krise allzu stark in Mitleidenschaft gezogen zu werden, und verschaffte ihnen einen gewissen, wenn auch begrenzten Handlungsspielraum. Am stärksten betroffen waren Länder mit einem schwächeren wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld. In vielen dieser Länder setzte die Zentralbank den Leitzins ein, um die Währung zu verteidigen (Grafik V.4 links). Von April 2013 bis Anfang Juni 2014 erhöhten mehrere Zentralbanken ihre Zinsen per saldo kräftig: in der Türkei um 400 Basispunkte, einschließlich einer Anhebung von 550 Basispunkten auf einen Schlag im Januar; in Russland und Indonesien um 200 bzw. 175 Basispunkte. Indien und Südafrika erhöhten ihre Leitzinsen um jeweils 50 Basispunkte. In Brasilien stiegen die Zinsen im angegebenen Zeitraum schrittweise um 375 Basispunkte. Grund hierfür waren die Abwertung der Währung und andere Faktoren, die den Inflationsdruck hoch hielten. Die geldpolitischen Reaktionen aufstrebender Volkswirtschaften auf eine Währungsabwertung schienen teilweise deren Inflationserfahrungen der jüngsten Vergangenheit widerzuspiegeln (Grafik V.4 Mitte). In Ländern, in denen die Inflation über dem Zielwert lag, war der Abwertungsdruck tendenziell stärker, und die Leitzinserhöhung fiel bedeutender aus. In Ländern, in denen die Inflation dem Zielwert entsprach oder darunter lag, ist ein derartiger Zusammenhang nicht zu erkennen.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften, die weniger stark von Kapitalabflüssen und Druck auf den Wechselkurs betroffen waren, hatten die Währungsbehörden

größeren Handlungsspielraum, um auf andere Entwicklungen zu reagieren. In Chile und Mexiko senkten die Zentralbanken die Leitzinsen angesichts einer sich abzeichnenden Konjunkturabschwächung. In der Tschechischen Republik verharrete der Leitzins auf seinem niedrigen Niveau, als die Inflation unter den Zielwert fiel. Darüber hinaus ging die Zentralbank dazu über, den Wechselkurs als ein zusätzliches Instrument zur Lockerung der monetären Bedingungen einzusetzen, indem sie einen Mindestkurs der Tschechischen Krone gegenüber dem Euro festlegte. Polen senkte seinen Leitzins bereits frühzeitig mehrere Male, als Disinflationsdruck spürbar wurde. In China setzte die Zentralbank ihren Kurs fort. Dabei schwächte sich das Geldmengen- und Kreditwachstum ab, als vermehrt Bedenken bezüglich der Finanzstabilität, insbesondere im Zusammenhang mit dem sich ausweitenden Nichtbank-Finanzsektor, aufkamen.

Mehrere aufstrebende Volkswirtschaften tätigten im letzten Jahr auch Devisengeschäfte, um unerwünschten Abwertungsdruck teilweise aufzufangen. Die Währungsreserven aufstrebender Volkswirtschaften nahmen insgesamt weiter zu, vor allem in China (Tabelle V.1 am Schluss dieses Kapitels). In einigen Ländern, z.B. in Brasilien, Indonesien, Russland und Thailand, gingen die Währungsreserven allerdings zurück; für manche dieser Länder war dies der erste ausgewiesene Jahresrückgang seit vielen Jahren.

In zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften hat die Ausweitung des Kreditvolumens Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität ausgelöst, insbesondere vor dem Hintergrund volatiler Finanzmärkte. Für die hier untersuchte Gruppe von aufstrebenden Volkswirtschaften ist das Verhältnis Kreditvolumen/BIP in den Jahren 2007 bis 2013 im Durchschnitt um etwa 40% gestiegen (Grafik V.4 rechts). Für ihre Zentralbanken stellt sich weiterhin die Frage nach dem besten Mix aus geldpolitischen und makroprudenziellen Instrumenten sowie Instrumenten zur Kapitalflusssteuerung.

Zentrale Herausforderungen für die Geldpolitik

Zentralbanken sehen sich mit etlichen bedeutenden Herausforderungen konfrontiert. Für die großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die sich von einer Bilanzrezession erholen (d.h. einer durch die Finanzkrise und eine nicht tragfähige Anhäufung von Schulden ausgelösten Rezession), besteht die Kernherausforderung in der Kalibrierung des geldpolitischen Kurses zu einem Zeitpunkt, an dem die Geldpolitik offensichtlich einen Teil ihrer Fähigkeit eingebüßt hat, die Wirtschaft anzukurbeln. Für viele aufstrebende und kleine fortgeschrittene Volkswirtschaften besteht die größte Herausforderung darin, finanziellen Ungleichgewichten und dem Risiko erhöhter Volatilität bei Kapitalflüssen zu begegnen – beides Probleme, die durch die globalen Übertragungseffekte der Geldpolitik verschärft werden. Weltweit kämpfen viele Zentralbanken mit einem unerwarteten Disinflationsdruck, der im vergangenen Jahr auftrat. Mit Blick auf die Zukunft stellt sich die Frage nach dem Zeitpunkt und dem Tempo der geldpolitischen Normalisierung.

Geringe Wirksamkeit der Geldpolitik

Die Zentralbanken spielten eine zentrale Rolle, als es darum ging, die Folgen der Finanzkrise einzudämmen. Obwohl die lockere Geldpolitik in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit sechs Jahren anhält, verläuft die Erholung ungewöhnlich schleppend (Kapitel III). Dies lässt Zweifel an der Wirksamkeit der expansiven Geldpolitik im Gefolge der Krise aufkommen.

Für die eingeschränkte Wirksamkeit gibt es zwei Hauptgründe: die Nullzinsgrenze beim nominalen Leitzins und die Folgen der Bilanzrezessionen. Erstens

schränkt die Nullzinsgrenze die Fähigkeit der Zentralbanken ein, den Leitzins weiter zu senken und damit die Nachfrage anzukurbeln. Dies erklärt die Bemühungen, durch das Steuern von Erwartungen hinsichtlich des künftigen Zinskurses und über umfangreiche Wertpapierkäufe zusätzliche geldpolitische Impulse zu setzen. Doch auch diese Maßnahmen haben ihre Grenzen. So sind in vielen Ländern die Laufzeit- und Kreditrisikoprämien bereits sehr niedrig (Grafik II.2): Sie können also nicht viel weiter fallen. Außerdem führen geschmälerete und mitunter sogar negative Laufzeitprämien dazu, dass die Gewinne aus der Fristentransformation abnehmen. Effektiv dürften dadurch die Anreize für die Banken abnehmen, Kredite zu vergeben. Auch ist der Spielraum für negative nominale Zinssätze sehr begrenzt und ihre Wirksamkeit ungewiss. Die Wirkung auf die Kreditvergabe ist also fraglich, und das geringe Reduzierungspotenzial schmälert den Effekt auf den Wechselkurs, der seinerseits auch von den Reaktionen anderer abhängig ist. Grundsätzlich wird es zunehmend schwierig, an der Nullzinsgrenze für zusätzliche Impulse zu sorgen.

Zweitens schmälern die Folgen der Bilanzrezession die Wirksamkeit der Geldpolitik. Zum Teil lässt sich dies durch finanzwirtschaftliche Faktoren erklären. Wenn der Finanzsektor geschwächt ist, spricht das Kreditangebot weniger stark auf Leitzinssenkungen an. Und die Kreditnachfrage seitens des Nichtfinanzsektors ist verhalten – private Haushalte und Unternehmen sind vielmehr bemüht, Schulden abzubauen, die sie aufgrund allzu optimistischer Einkommenserwartungen aufgenommen haben. Das ist der Grund, warum Erholungen mit geringem oder ausbleibendem Kreditwachstum in solchen Situationen die Regel sind (Kapitel III). Die Folgen der Bilanzrezession lassen sich zum Teil auch durch nicht finanzwirtschaftliche Faktoren erklären. Die Fehlallokation von Kapital und Arbeit, die mit nicht tragfähigen Finanzbooms einhergeht, kann die Wirkungskraft von Maßnahmen zur Ankurbelung der Nachfrage reduzieren, da diese nicht die zugrundeliegenden Probleme, sondern nur die Symptome bekämpfen. Beispielsweise würde der Wohnungsbausektor normalerweise stärker als viele andere Sektoren auf niedrigere Zinsen reagieren, doch während des Booms ist er zu stark gewachsen. Historische Daten deuten darauf hin, dass die positive Relation zwischen dem Grad der geldpolitischen Lockerung während Rezessionen und der Stärke der anschließenden Erholung verschwindet, wenn die Rezession im Zusammenhang mit einer Finanzkrise steht (Kasten V.B.). Kommt es dagegen während der Rezession zu Schuldenabbau, wie auch immer dieser gemessen wird, so leitet er letztendlich eine stärkere Erholung ein.

Nichts von dem bedeutet jedoch, dass lockere Geldpolitik in einer Erholung nach einer Bilanzrezession nichts ausrichten kann. Ein gewisses Maß an Lockerung war in den frühen Phasen der Finanzkrise eindeutig notwendig, um deren Auswirkungen in Schach zu halten. Doch aus der relativen Wirkungslosigkeit der Geldpolitik folgt, dass sie nicht an die Stelle von Maßnahmen treten kann, mit denen die zugrundeliegenden Probleme angegangen und sowohl die notwendige Sanierung der Bilanzen als auch Strukturreformen vorangetrieben werden.

Solange die eingeschränkte Wirksamkeit nicht erkannt wird, führt sie dazu, dass vergeblich versucht wird, dieselben Maßnahmen hartnäckiger oder energischer anzuwenden. Die Folgen sind nicht nur unzureichende Fortschritte, sondern auch eine Verstärkung unbeabsichtigter Nebeneffekte. Einige dieser Nebeneffekte lassen sich in den Nachwirkungen der Krise erkennen.² Insbesondere senkt eine anhaltende und energische Lockerung den Anreiz, Bilanzen zu sanieren und notwendige Strukturreformen durchzuführen. Dies wiederum erschwert die notwendige Reallokation von Ressourcen. Sie kann auch das Eingehen von zu großen Risiken an den

² Siehe J. Caruana, „Hitting the limits of ‚outside the box‘ thinking? Monetary policy in the crisis and beyond“, Rede anlässlich der OMFIF Golden Series Lecture, London, 16. Mai 2013.

Die Wirksamkeit der Geldpolitik nach Bilanzrezessionen

Historische Daten sprechen dafür, dass eine lockere Geldpolitik in Zeiten eines normalen Konjunkturabschwungs die anschließende Erholung begünstigt, während eine derartige statistisch signifikante Beziehung nach einem mit einer Finanzkrise einhergehenden Abschwung nicht gegeben ist. Das heißt, in einem Konjunkturzyklus, der mit einer Krise einhergeht, hat die Beziehung zwischen dem durchschnittlichen kurzfristigen Realzinssatz beim Abschwung und der durchschnittlichen Wachstumsrate beim Aufschwung danach nicht das Vorzeichen, das in einem Konjunkturzyklus ohne Krise zu erwarten ist (Grafik V.B links).

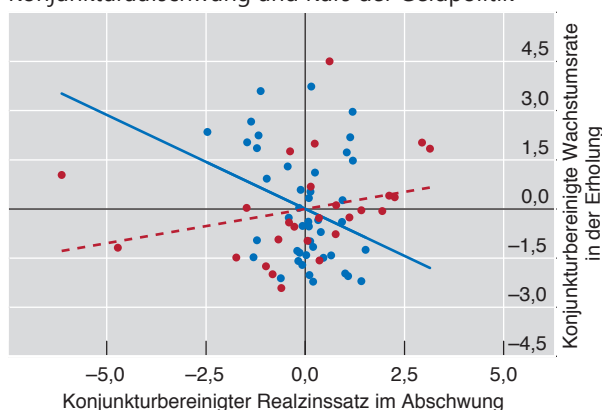
Dies lässt sich unter anderem dadurch erklären, dass der Druck zum Schuldenabbau nach einer Krise dazu führt, dass die Wirtschaft weniger stark auf Zinsimpulse reagiert. Anders als nach einer normalen Rezession liegt der Datenlage zufolge der Schlüssel zur stärkeren Erholung nach einer Bilanzrezession nicht zuletzt beim Schuldenabbau im privaten Sektor (Grafik V.B rechts).

In Erholungen nach Bilanzrezessionen ist Geldpolitik unwirksam und Schuldenabbau der entscheidende Faktor¹

Prozent

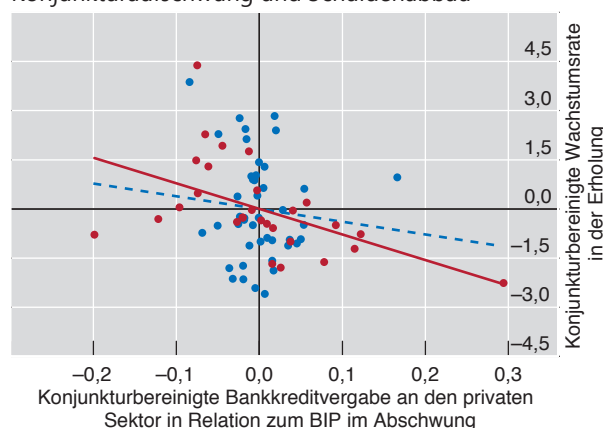
Grafik V.B

Konjunkturaufschwung und Kurs der Geldpolitik



● Zyklen mit Finanzkrise

Konjunkturaufschwung und Schuldenabbau



● Zyklen ohne Finanzkrise

¹ Die durchgezogenen (gestrichelten) Regressionslinien zeigen an, dass das Verhältnis statistisch signifikant (nicht signifikant) ist. Untersucht wurden 24 Volkswirtschaften seit Mitte der 1960er Jahren. Abschwungphasen sind definiert als Zeiten eines rückläufigen realen BIP, Aufschwungphasen als Zeiträume bis zu dem Punkt, an dem das reale BIP den vorherigen Höchststand übersteigt. Die Daten decken 65 Zyklen ab, einschließlich 28 Zyklen mit einer Finanzkrise unmittelbar vor dem Höhepunkt. Die Datenpunkte für die Zyklen sind bereinigt um die Tiefe der vorangegangenen Rezession und den Zinssatz am Zyklushöhepunkt. Einzelheiten s. Bech et al. (2014).

Quellen: M. Bech, L. Gambacorta und E. Kharroubi, „Monetary policy in a downturn: are financial crises special?“, *International Finance*, Vol. 17, Frühjahr 2014, S. 99–119 (auch verfügbar in *BIS Working Papers*, Nr. 388, unter www.bis.org/publ/work388.pdf); OECD; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Finanzmärkten begünstigen (Kapitel II). Und sie kann unerwünschte Übertragungseffekte auf andere Volkswirtschaften, die in anderen Finanz- und Konjunkturzyklusphasen sind, hervorrufen (s. unten). Mit anderen Worten: Bei einer Geldpolitik, deren Wirksamkeit eingeschränkt ist, verschlechtert sich das Kosten-Nutzen-Verhältnis eines anhaltend lockeren Kurses mit der Zeit.

Geldpolitische Spillover-Effekte

Aufstrebende und kleine fortgeschrittene Volkswirtschaften kämpfen mit den Spillover-Effekten der lockeren Geldpolitik in den großen fortgeschrittenen Volks-

wirtschaften. Die Spillover-Effekte werden über grenzüberschreitende Finanzströme und Vermögenspreise (einschl. des Wechselkurses) sowie die Reaktionen der politischen Entscheidungsträger übertragen.³

Eine sehr lockere Geldpolitik in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften beeinflusst die Risikobereitschaft und damit die Renditen von in verschiedenen Währungen denominierten Vermögenswerten. Entsprechend kann eine außergewöhnliche Lockerung bedeutende Anpassungen bei den Vermögenspreisen und den Kapitalströmen in anderen Ländern nach sich ziehen. Mit der Entwicklung der Finanzmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften und deren zunehmender Integration auf globaler Ebene ist die Bedeutung dieser Zusammenhänge gestiegen. Die Renditen von Anleihen in Landeswährung z.B. haben sich in den letzten Jahren stark parallel entwickelt.⁴

Der US-Dollar und die anderen internationalen Währungen spielen hier eine zentrale Rolle. Da sie weithin auch außerhalb ihres jeweiligen Ausgabebands verwendet werden, haben sie einen direkten Einfluss auf internationale Finanzierungsbedingungen. Ende 2013 beliefen sich z.B. die ausstehenden US-Dollar-Kredite außerhalb der USA auf rund \$ 7 Bio. (Grafik V.5 links). Wenn die in internationalen Währungen ausgedrückten Zinssätze niedrig sind, ist es für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften günstiger, Kredite in diesen Währungen aufzunehmen. Und diejenigen, die bereits einen Kredit mit einem variablen Zinssatz haben, profitieren von niedrigeren Finanzierungskosten. Vor der Krise wurden Geldmittel in Dollar vor allem über grenzüberschreitende Bankkreditvergabe aufgebracht; seit 2008 hat die Bedeutung der globalen Kapitalmärkte sprunghaft zugenommen (Grafik V.5 Mitte).⁵

Auch die Reaktionen der politischen Entscheidungsträger spielen eine Rolle. Für Zentralbanken ist es schwierig, auf einem Leitzinsniveau zu operieren, das sich deutlich von dem Zinsniveau abhebt, das für die wichtigsten Währungen – insbesondere den US-Dollar – gilt. Sorgen um ein Überschießen des Wechselkurses und Kapitalzuflüsse halten die Zentralbanken davon ab, große und möglicherweise volatile Zinsdifferenzen hinzunehmen. Dies trägt zu Schwankungen der stark korrelierenden kurzfristigen Zinssätze bei (Grafik V.5 rechts). In der Tat gibt es immer mehr Anzeichen dafür, dass die US-Leitzinsen starken Einfluss auf die Leitzinsen in anderen Ländern haben (Kasten V.C).

Sehr niedrige Zinssätze in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften stellen somit ein Dilemma für andere Zentralbanken dar. Auf der einen Seite hilft das Verknüpfen des inländischen Zinssatzes mit den sehr niedrigen Zinsen im Ausland, den Aufwärtsdruck auf die Währung und Kapitalzuflüsse zu reduzieren. Auf der anderen Seite kann es aber auch einen Finanzboom im Inland weiter anheizen und damit den Aufbau von Schwachstellen begünstigen. Tatsächlich gibt es Anzeichen dafür, dass jene Länder, in denen die Leitzinsen niedriger als die traditionellen Referenzwerte (in denen sich Wirtschaftsleistung und Inflationsentwicklung widerspiegeln) gewesen sind, auch die stärksten Kreditbooms verzeichnet haben (Kapitel IV).

Um diesem Dilemma zu entkommen, haben die Zentralbanken ausgiebig makroprudenzielle Instrumente eingesetzt. Bei der Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems haben sich diese Instrumente als sehr nützlich erwiesen. Zur

³ Siehe J. Caruana, „International monetary policy interactions: challenges and prospects“, Rede auf der CEMLA-SEACEN-Konferenz in Punta del Este, Uruguay, 16. November 2012.

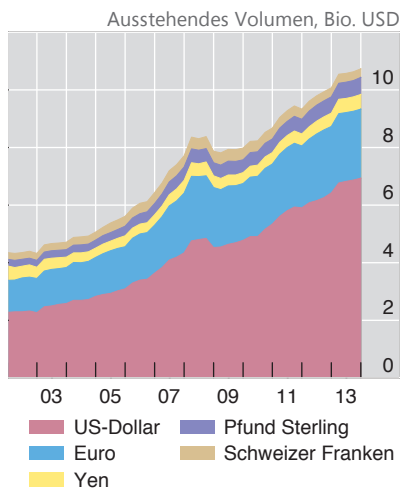
⁴ Siehe P. Turner, „The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs“, *BIS Working Papers*, Nr. 441, Februar 2014.

⁵ Siehe R. McCauley, P. McGuire und V. Sushko, „Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage“, *Economic Policy* (erscheint demnächst).

Weltweite Schuldenaufnahme in Fremdwährung wächst, kurzfristige Zinssätze entwickeln sich im Einklang

Grafik V.5

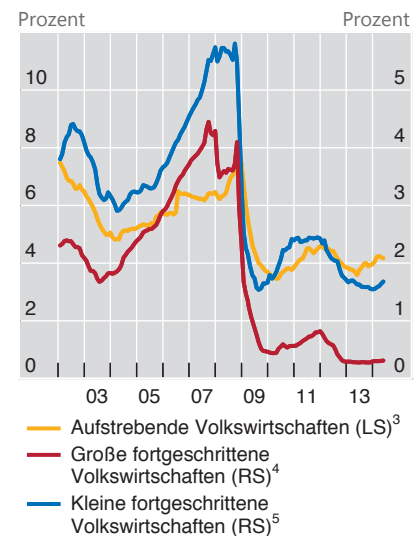
Kreditvergabe an Gebietsfremde, nach Wahrung¹



Kreditvergabe an Gebietsfremde, nach Art^{1,2}



3-Monats-Zinssatz



¹ Zu Wechselkursen von Ende 2013 gerechnet. Kreditvergabe pro Währung an Nichtfinanzschuldner außerhalb des Emissionslands oder -gebiets der betreffenden Währung. Als Kredit gelten Darlehen an Nichtbanken und von Nichtfinanzunternehmen begebene Schuldtitel. Für Volkswirtschaften, die der BIZ keine Daten melden, werden als Näherungswert für Darlehen lokaler Banken an Gebietsansässige die pro Währung von den Banken bezogenen grenzüberschreitenden Darlehen verwendet, in der Annahme, dass dies der Kreditvergabe im Kundengeschäft entspricht. ² Auf der Basis der Summe der in den links aufgeführten Währungen aufgenommenen Kredite. ³ Einfacher Durchschnitt von Brasilien, Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, den Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn. ⁴ Einfacher Durchschnitt des Euro-Raums, Japans, der USA und des Vereinigten Königreichs. ⁵ Einfacher Durchschnitt von Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden und der Schweiz.

Quellen: Bloomberg; Datastream; BIZ-Statistik zum Absatz internationaler Schuldtitel sowie standortbezogene Bankgeschaftstatistik der BIZ nach Sitzland.

Eindämmung des Aufbaus finanzieller Ungleichgewichte waren sie jedoch nur teilweise wirksam (Kapitel IV und Kasten VI.D). Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass ähnlich wie bei den Maßnahmen zur Kapitalflusssteuerung makroprudenzielle Instrumente anfällig für Aufsichtsarbitrage sind. Daraus lässt sich schließen, dass der ausschließliche Einsatz makroprudenzieller Maßnahmen nicht ausreichend ist und die Geldpolitik grundsätzliche eine komplementäre Rolle spielen muss. Im Gegensatz zu makroprudenziellen Instrumenten ist der Leitzins ein wirtschaftsweiter Bestimmungsfaktor für den Preis von Fremdkapital in einer bestimmten Währung. Sein Einfluss ist also tiefgreifender und kann weniger leicht umgangen werden. Länder, die geldpolitische Maßnahmen energischer als Ergänzung zu makroprudenziellen Instrumenten einsetzen, müssen ein höheres Maß an Wechselkursflexibilitat hinnehmen.

Wird auf den Einsatz geldpolitischer Maßnahmen verzichtet, kann dies in der Zukunft sogar zu noch größeren Herausforderungen führen. Wird zugelassen, dass sich finanzielle Ungleichgewichte mit der Zeit aufbauen, dann erhöhet sich das Risiko einer abrupten Korrektur mit größeren Schäden und höchstwahrscheinlich auch einer externen Krise. Sollten die finanziellen Ungleichgewichte nicht korrigiert werden und wird das Land dann von einem externen Schock getroffen, wird es der Zentralbank schwerfallen, ihren Leitzins zu erhöhen, ohne eine finanzielle Krise auszulösen, die sie eigentlich vermeiden wollte. Aufstrebende Volkswirtschaften

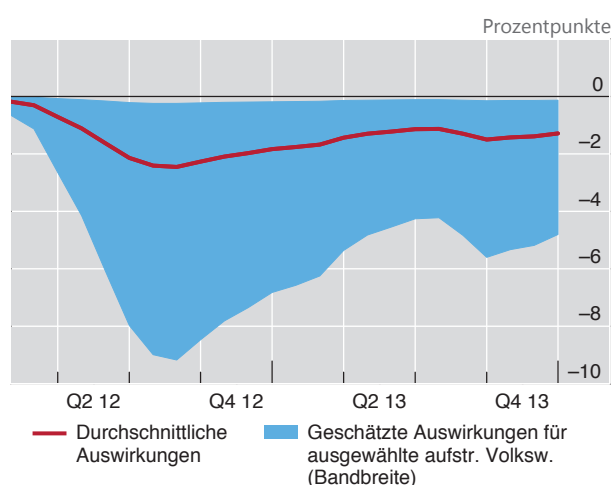
Reaktion der Leitzinsen in aufstrebenden Volkswirtschaften auf die US-Geldpolitik: Taylor-Regel als Anhaltspunkt

Eine Möglichkeit, die Auswirkungen der US-Geldpolitik auf die Leitzinsen in aufstrebenden Volkswirtschaften zu bewerten, besteht darin, eine erweiterte Taylor-Regel für die einzelnen Länder zu schätzen. Dabei wird für jedes untersuchte Land der Leitzins als Funktion der inländischen Inflationsrate und der inländischen Produktionslücke sowie des US-Schattenleitzinses modelliert.^① Mit dem Schattenleitzins sollen die Auswirkungen der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Federal Reserve, etwa ihrer umfangreichen Wertpapierkäufe, erfasst werden. Die Stichprobe dieser Analyse umfasst 20 aufstrebende Volkswirtschaften, wobei der Untersuchungszeitraum vom 1. Quartal 2000 bis zum 3. Quartal 2013 reicht.

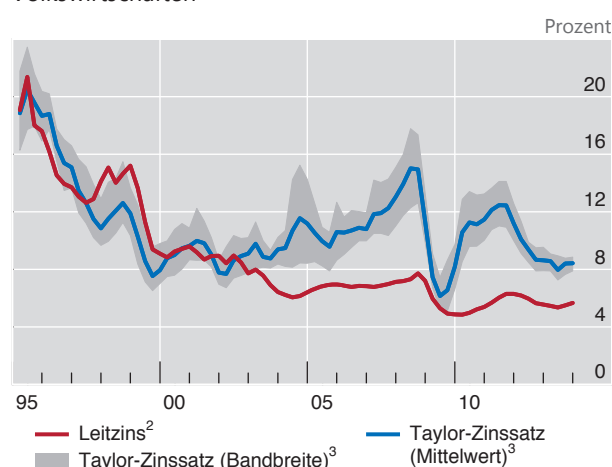
Insgesamt erwiesen sich die Auswirkungen der US-Geldpolitik für 16 der 20 aufstrebenden Volkswirtschaften als statistisch signifikant. Die Analyse zeigt, dass sich die Lockerung der US-Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Schnitt in einer Senkung der Leitzinsen um 150 Basispunkte seit 2012 niederschlug (Grafik V.C links), wobei die Auswirkungen zwischen den einzelnen Ländern und im Zeitverlauf erheblich variierten. Auf die Inflation reagierten die Leitzinssätze dabei in vielen Fällen schwächer, als die traditionelle Taylor-Regel besagt. Dieses Ergebnis entspricht der Erkenntnis, dass die Leitzinssätze in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten zehn Jahren unter dem Niveau lagen, das aufgrund der inländischen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen auf Basis typischer Taylor-Regeln zu erwarten gewesen wäre (Grafik V.C rechts).

US-Geldpolitik hat starken Einfluss auf die Leitzinsfestsetzung in aufstrebenden Volkswirtschaften

Grafik V.C

Auswirkungen der US-Geldpolitik¹

Zinssätze nach Taylor-Regel in aufstrebenden Volkswirtschaften



¹ Vom US-Schattenzinssatz abhängige Komponente der erweiterten Taylor-Gleichung bei Signifikanz auf dem Niveau von 5%. Die Daten beziehen sich auf Brasilien, China, Indien, Indonesien, Israel, Kolumbien, Korea, Mexiko, Peru, die Philippinen, Polen, Singapur (Tagesgeldsatz), Südafrika, die Tschechische Republik, die Türkei und Ungarn. ² Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005 für Argentinien, Brasilien, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Polen, Singapur, Südafrika, Thailand, die Tschechische Republik und Ungarn. ³ Bandbreite und Mittelwert der Taylor-Zinsen für alle Kombinationen von Inflation und Produktionslücke. Siehe B. Hofmann und B. Bogdanova, „Taylor rules and monetary policy: a global ‚Great Deviation‘?“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012.

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

Die Ergebnisse sind zwar aus statistischer Sicht robust und decken sich auch mit den Erkenntnissen anderer Studien^②, sollten aber trotzdem mit Bedacht interpretiert werden. Eine Variable wie die Produktionslücke, die sich nicht beobachten lässt, ist naturgemäß schwierig zu messen. Selbst der Leitzins ist nicht unbedingt eine akkurate Messgröße des monetären Umfelds, weil die Zentralbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften verstärkt auf

zinsunabhängige Maßnahmen gesetzt haben, um auf monetäre Bedingungen Einfluss zu nehmen. Außerdem lassen sich die Ergebnisse, selbst wenn sie für die Zentralbanken in den aufstrebenden Ländern insgesamt repräsentativ sind, nicht automatisch auf eine einzelne Zentralbank übertragen.

① Nähere Einzelheiten zur Schätzung finden sich in E. Takáts und A. Vela, „International monetary policy transmission“, *BIS Papers* (erscheint demnächst). Der Schattenleitzins wurde von M. Lombardi und F. Zhu entwickelt; siehe „A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound“, *BIS Working Papers*, Nr. 452, Juni 2014. © Siehe z.B. C. Gray, „Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy“, *Atlantic Economic Journal*, Vol. 41, Nr. 2, 2013, S. 173–184; M. Spencer, „Updating Asian ‚Taylor rules‘“, Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28. März 2013; sowie J. Taylor, „International monetary policy coordination: past, present and future“, *BIS Working Papers*, Nr. 437, Dezember 2013.

und kleine fortgeschrittene Volkswirtschaften sind bislang von ausgewachsenen Finanzkrisen verschont geblieben. Die Länder jedoch, in denen das Kreditwachstum vergleichsweise hoch war, erwiesen sich als anfälliger für die Spannungen, die im Mai/Juni 2013 an den Märkten auftraten (Kapitel II). Dies deutet darauf hin, dass eine langsamere, aber frühzeitige Straffung einer verzögerten, aber abrupten Reaktion vorzuziehen ist – verzögerte Reaktionen führen zu einer schmerzhafteren Anpassung.

Destabilisierende geldpolitische Spillover-Effekte haben Schwachstellen im internationalen Währungssystem offengelegt. Den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist es offensichtlich schwergefallen, diesen Spillover-Effekten vollumfänglich Rechnung zu tragen. Wenn der Finanzboom von einem Abschwung abgelöst wird, könnten sich die Kosten für die Weltwirtschaft als ziemlich hoch erweisen, nicht zuletzt deshalb, weil die wirtschaftliche Bedeutung der betroffenen Länder enorm gestiegen ist. Die Erfassung dieser Spillover-Effekte stellt nach wie vor eine große Herausforderung dar: Sie setzt Analysemodelle voraus, in denen finanzwirtschaftliche Faktoren eine viel größere Rolle spielen, als ihnen heutzutage von den Entscheidungsinstanzen zuerkannt wird. Außerdem setzt sie ein besseres Verständnis der globalen Verflechtungen voraus.

Unerwartete Disinflation und Gefahr einer Deflation

Viele Zentralbanken hatten im vergangenen Jahr mit einem unerwarteten Disinflationsdruck zu kämpfen. Dies führte dazu, dass die Teuerungsrate fiel oder unterhalb ihres jeweiligen Zielwerts verharrte. Der Druck war vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften überraschend, da die lang erwartete Erholung in Fahrt zu kommen schien (Kapitel III). Eine der schwierigsten Fragen für die Geldpolitik war, wie sie am besten auf diesen Druck reagieren sollte.

Grundsätzlich würde bei sonst gleichen Bedingungen eine unerwartet unter dem Zielwert liegende Inflation nach einer Lockerung des geldpolitischen Kurses verlangen. Die angemessene Reaktion hängt jedoch von zahlreichen weiteren Faktoren ab. Besonders wichtig sind die wahrgenommenen Kosten und Vorteile der Disinflation. Ein weiterer Faktor ist, wie oben erwähnt, die anscheinend begrenzte Wirksamkeit der expansiven Geldpolitik an der Nullzinsgrenze, insbesondere während der Erholung nach einer Bilanzrezession.

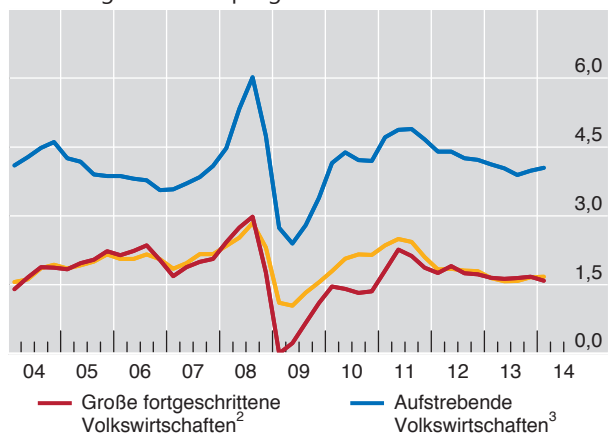
Aktuelle Entwicklungen deuten darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit gering ist, dass der Disinflationsdruck anhält. Die langfristigen Inflationserwartungen (6- bis 10-jährige Prognose) sind bislang fest verankert (Grafik V.6), sodass davon ausgegangen werden kann, dass es sich um vorübergehende Abweichungen der Inflationsrate von den Zielwerten handelt. Unter diesen Bedingungen ist das Entstehen einer Lohn-Preis-Spirale weniger wahrscheinlich – d.h., sog. Zweitrundeneffekte sollten nicht eintreten. Der Rückgang der Rohstoffpreise gegenüber den

Fest verankerte Inflationserwartungen¹

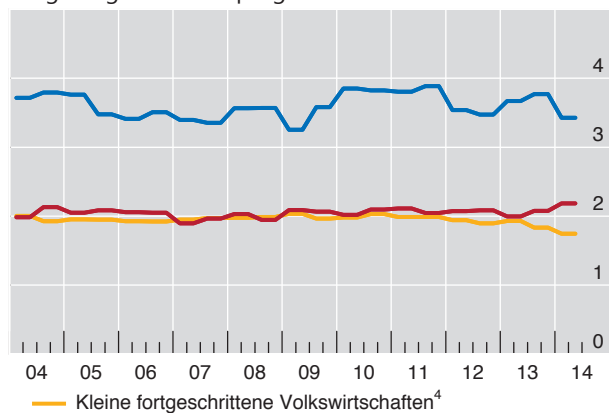
Jahreszuwachsrate, Prozent

Grafik V.6

Kurzfristige Inflationsprognosen



Langfristige Inflationsprognosen



¹ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005 der aufgeführten Volkswirtschaften. Kurzfristige Prognose: Prognosemittelwert für die Verbraucherpreis-inflation in einem Jahr, abgeleitet aus Konsensprognosen für das laufende und das nächste Jahr; Indien: Großhandelspreis-inflation. Langfristige Prognose: Prognosemittelwert für die Verbraucherpreis-inflation in 6 bis 10 Jahren; Indien: ab Q4 2011 Großhandelspreis-inflation. Halbjährliche Beobachtungen (jeweils März/April und September/Oktober) mittels schrittweiser Interpolation in Quartalsdaten umgerechnet. ² Euro-Raum, Japan, USA, Vereinigtes Königreich. ³ Brasilien, Chile, China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Singapur, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁴ Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz; langfristige aggregierte Inflationsprognose ohne Australien und Neuseeland.

Quelle: Consensus Economics.

vorherigen historischen Höchstständen beispielsweise hat zum Disinflationdruck der letzten Jahre beigetragen. Selbst wenn diese Preise auf den aktuellen Niveaus verharren und nicht wieder steigen würden, wie es derzeit den Anschein hat, würde der Disinflationdruck nachlassen. Genau diese Überlegungen haben in den vergangenen Jahren einige Zentralbanken dazu veranlasst, sich mit Teuerungsraten abzufinden, die beharrlich über ihren Zielwerten lagen. Wenn natürlich die starke Verankerung der Inflationserwartungen nachlassen würde, würde der Disinflationdruck zu größerer Besorgnis führen.

Selbst wenn der unerwartete Disinflationdruck weiter anhält, dürften die Kosten geringer als allgemein erwartet ausfallen. Entscheidend sind die Ursachen, die den Druck ausgelöst haben. Wenn der Druck nicht von einer unzureichenden Nachfrage, sondern von positiven angebotsseitigen Entwicklungen herrührt, sind die damit einhergehenden Kosten bekanntlich niedriger. Die jüngsten disinflationären Tendenzen sind zumindest teilweise auf solche positiven angebotsseitigen Effekte zurückzuführen, insbesondere den stärkeren grenzüberschreitenden Wettbewerb, der durch die fortlaufende Globalisierung der Realwirtschaft begünstigt wurde (Kapitel III).

Die Erkenntnisse in Bezug auf niedrige Inflationsraten gelten auch für direkte und anhaltende Preisrückgänge, und bislang haben die Zentralbanken aus denselben Überlegungen heraus die Gefahr einer Deflation als vernachlässigbar eingeschätzt. Historische Daten weisen sogar darauf hin, dass Deflationsspiralen selten sind und dass Deflationsepisoden, vor allem wenn sie mild ausgefallen sind, mit einem anhaltenden Wirtschaftswachstum vereinbar waren (Kasten V.D). Einige Länder haben in den letzten Jahrzehnten in der Tat eine Disinflation und positives Wachstum verzeichnet, sicherlich dank des Einflusses angebotsseitiger Faktoren.

Die Kosten der Deflation: Lehren aus der Vergangenheit

Deflation ist nicht gleich Deflation. Aufgrund der Häufigkeit von Preisrückgängen im 19. Jahrhundert, zu Beginn des 20. Jahrhunderts sowie seit den 1990er Jahren lässt sich die Deflationsdynamik auf Basis der Datenlage gut beschreiben. Dabei fallen vor allem vier Aspekte auf.

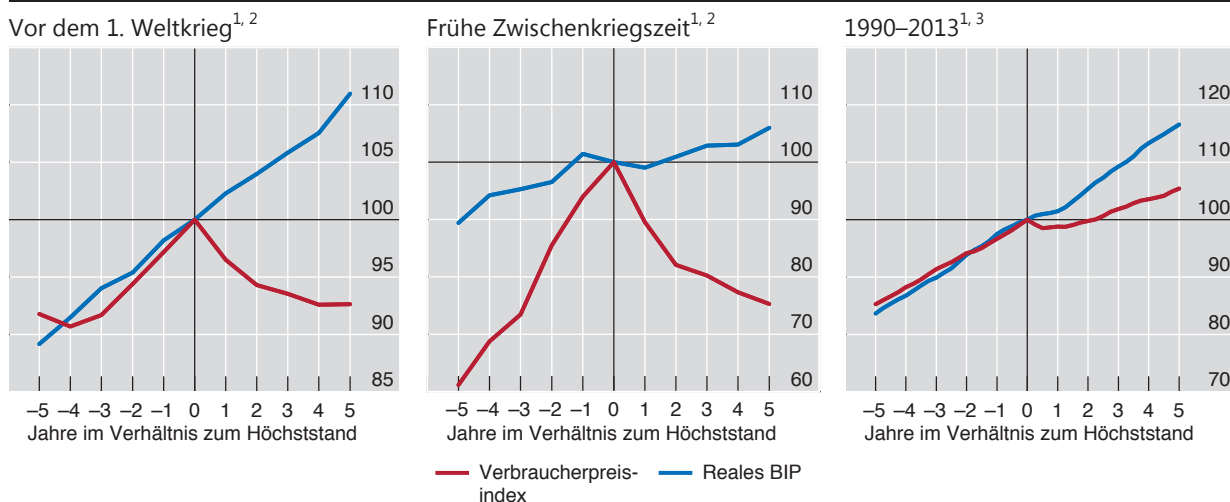
Erstens gibt es zahllose Beispiele „guter“ oder zumindest „gutartiger“ Deflationsepisoden, in dem Sinne, dass diese Episoden mit Phasen einhergingen, in denen die Wirtschaftsleistung trendgemäß wuchs oder nur leicht und vorübergehend schrumpfte. Ein typisches Beispiel für gutartige Deflationsepisoden ist die Zeit vor dem Ersten Weltkrieg, als das reale BIP bei sinkendem Preisniveau weiter anzog (Grafik V.D links). Damals lagen die Zuwächse des realen BIP in den fünf Jahren bis zum Preishöchststand im Durchschnitt ungefähr auf dem Niveau der Wachstumsrate in den fünf Jahren danach (2,3% gegenüber 2,1%). In der frühen Zwischenkriegszeit (vor allem in den 1920er Jahren) waren vermehrt etwas kostspieligere bzw. „schlechte“ Deflationsepisoden zu verzeichnen (Grafik V.D Mitte): Das BIP wuchs zwar weiter, aber viel langsamer – hier steht ein Durchschnittswert von 2,3% vor dem Höchststand einem Durchschnittswert von 1,2% nach dem Höchststand gegenüber. (Die Vorstellung von wirklich gravierenden Deflationsepisoden in der Zwischenkriegszeit wird vor allem vom Ausnahmezustand der Weltwirtschaftskrise bestimmt; damals fielen die Preise in den G10-Ländern kumuliert um bis zu 20%, während das BIP um etwa 10% schrumpfte. Diese Entwicklung geht aus Grafik V.D Mitte nur bedingt hervor.)

Die Deflationsepisoden der letzten zweieinhalb Jahrzehnte schließlich entsprechen im Schnitt viel eher dem Typus der guten Deflation, der vor dem Ersten Weltkrieg beobachtet wurde, als dem Typus der Deflationsepisoden

Gute und schlechte Deflationsepisoden

VPI-Höchststand = 100

Grafik V.D



¹ Verbraucherpreisindexwerte fünf Jahre vor und nach dem jeweiligen Höchststand pro Volkswirtschaft, umbasiert mit Höchststand = 100 („Jahr 0“). Einfacher Durchschnitt der umbasierten Indizes je Volkswirtschaft. ² Vor dem 1. Weltkrieg identifizierte Höchststände fallen in die Jahre 1860–1901, die Höchststände der frühen Zwischenkriegszeit in die Jahre 1920–1930. Einfacher Durchschnitt der G10-Länder. Für Einzelheiten zur Ermittlung der Höchststände der Verbraucherpreisindizes in den einzelnen Ländern, basierend auf dem jährlichen Preisindex, s. Borio und Filardo (2004). Jahre der Höchststände der Verbraucherpreisindizes für jedes G10-Land vor dem 1. Weltkrieg und in der frühen Zwischenkriegszeit: Belgien: 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929; Deutschland: 1928; Frankreich: 1871, 1877, 1884, 1902, 1930; Italien: 1874, 1891, 1926; Japan: 1920; Kanada: 1882, 1889, 1920, 1929; Niederlande: 1892, 1920; Schweden: 1862, 1874, 1891, 1920; Schweiz: 1892, 1898; USA: 1866, 1881, 1891, 1920, 1926; Vereinigtes Königreich: 1860, 1873, 1891, 1920. ³ Einfacher Durchschnitt der Quartalsdaten zum Verbraucherpreisindex von 13 Volkswirtschaften. Ein Höchststand wird verzeichnet, wenn der Verbraucherpreisindex über allen vorherigen Niveaus und über den Niveaus von mindestens vier anschließenden Quartalen liegt. Quartale der Höchststände des Verbraucherpreisindex: Australien: Q1 1997; China: Q1 1998, Q2 2008; Euro-Raum: Q3 2008; Hongkong SVR: Q2 1998; Japan: Q4 1994, Q4 1998; Kanada: Q4 1993, Q3 2008; Neuseeland: Q3 1998; Norwegen: Q1 2003; Schweden: Q4 1997, Q3 2008; Schweiz: Q2 2008; Singapur: Q4 1997, Q1 2001, Q4 2008; Südafrika: Q2 2003; USA: Q3 2008.

Quellen: C. Borio und A. Filardo, „Looking back at the international deflation record“, *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 15, Nr. 3, Dezember 2004, S. 287–311; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

zu Beginn der Zwischenkriegszeit (obwohl sich die Preishöchststände in der jüngsten Phase deutlich schwieriger bestimmen lassen als früher, weil die Preise zuletzt in der Regel nur kurz rückläufig waren). Bei den jüngsten Deflations-episoden kommt man auf ein durchschnittliches BIP-Wachstum von 3,6% vor bzw. 3,1% nach dem Höchststand. Die Differenz ist statistisch nicht signifikant.

Eine zweite wichtige Erkenntnis betreffend die Deflationsdynamik, die sich aus den historischen Daten ableiten lässt, ist die Beobachtung, dass kein inhärentes Risiko einer Deflationsspirale auszumachen ist – eine Deflationsspirale, d.h. das Phänomen starker und anhaltender Preisrückgänge, war nur während der Weltwirtschaftskrise zu beobachten, in allen anderen Episoden hingegen nicht. In den Episoden vor dem Ersten Weltkrieg fielen die Preise zwar kontinuierlich, aber nicht stark; kumuliert machte der Rückgang des Verbraucherpreisindex im Schnitt etwa 7% aus. In jüngster Zeit waren die Deflationsepisoden immer von sehr kurzer Dauer und von moderat rückläufigen Preisen gekennzeichnet; eine nennenswerte Ausnahme stellt lediglich Japan dar, wo die Preise seit den späten 1990er Jahren bis vor Kurzem um insgesamt rund 4% gefallen sind. Diese Zahlen, und erst recht die Zahlen der letzten Jahrzehnte, sprechen gegen die Anschauung, dass Deflation in eine folgenschwere Deflationsspirale mündet. Hinzu kommt, dass die Löhne und Gehälter heute weniger flexibel sind als in der fernen Vergangenheit, was die Wahrscheinlichkeit reduziert, dass sich die Löhne und Preise in Form einer Lohn-Preis-Spirale gegenseitig nach unten drücken.

Drittens: Zu nennenswertem Schaden kam die Wirtschaft immer wieder in Zeiten einer Vermögenspreisdeflation – aber nicht in Zeiten einer allgemeinen Deflation.^① So ging sowohl der Großen Depression in den USA als auch der Deflation in Japan in den 1990er Jahren ein massiver Einbruch der Aktienpreise und insbesondere der Immobilienpreise voraus. Diese Beobachtungen legen die Vermutung nahe, dass die Kausalitätskette in erster Linie von einer Deflation der Vermögenspreise über eine real schrumpfende Wirtschaft hin zur Deflation verläuft, und nicht umgekehrt von einer allgemeinen Deflation hin zu nachlassender Wirtschaftsaktivität. Für diese Anschauung spricht auch die Entwicklung der Preise und des realen BIP in der Zwischenkriegszeit (Grafik V.D Mitte). Demnach war das reale BIP tendenziell bereits rückläufig, bevor es zur Deflation kam.

Viertens gingen die jüngsten Deflationsepisoden oft mit einem Anstieg der Vermögenspreise, einer expansiven Kreditvergabe und einem starken BIP-Wachstum einher. Hier wären Episoden in den 1990er Jahren und den 2000er Jahren in so unterschiedlichen Ländern wie China und Norwegen zu nennen. Es besteht das Risiko, dass eine lockere Geldpolitik als Reaktion auf eine gute Deflation mit dem Ziel, die Inflation näher an den Zielwert heranzubringen, unbeabsichtigt den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte begünstigt. Das Gegensteuern bei einer guten Deflation kann mit der Zeit nämlich in eine schlechte Deflation münden, wenn es letztlich zu einer abrupten Korrektur der Ungleichgewichte kommt.

^① Ein formaler Nachweis findet sich diesbezüglich in C. Goodhart und B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, Kapitel 5, „Goods and asset price deflations“.

Sollte die Möglichkeit eines Preisverfalls angesichts der aktuell hohen Schuldenstände nicht trotzdem mehr Anlass zur Sorge geben? Es stimmt, dass bei hohen Schuldenständen ein allgemeiner Preisverfall mit höheren Kosten verbunden ist. Unter sonst gleichen Bedingungen erhöhen sinkende Preise die Schuldenlast im Verhältnis zum Einkommen, wenn nicht die Zinssätze bei bestehenden Verträgen entsprechend angepasst werden. In der Vergangenheit jedoch war der Schaden, der durch fallende Vermögenspreise angerichtet wurde, viel kostspieliger als die allgemeinen Preisrückgänge bei Waren und Dienstleistungen: Angesichts der Bandbreite der Preisschwankungen wirken sich fallende Vermögenspreise viel stärker auf das Nettovermögen und die Realwirtschaft aus (Kasten V.D). Die Probleme in Japan z.B. wurden nicht durch eine allmähliche Disinflation in weiten Teilen der Wirtschaft ausgelöst, sondern in erster Linie durch einen abrupten Einbruch der Vermögenspreise, insbesondere der Immobilienpreise, als der Finanzboom endete und in einen Abschwung überging.

Grundsätzlich stellen Bedenken bezüglich der Finanzstabilität die herkömmliche Sichtweise infrage, dass die Inflationsrate über den konventionellen Zeithorizont von zwei Jahren wieder zu ihrem Zielwert zurückgeführt werden soll. Stattdessen ist es unter Umständen angebracht, die Inflationsrate unter den Zielwert fallen zu lassen, vor allem in denjenigen Ländern, in denen sich finanzielle Ungleichgewichte

aufgebaut haben (Kapitel IV). Ansonsten besteht womöglich die Gefahr, dass später ungewollte disinflationäre Tendenzen entstehen, wenn nach dem Boom der Einbruch folgt. Diese Erkenntnis und die Anzeichen dafür, dass die geldpolitische Wirkungskraft nachgelassen hat, legen den Schluss nahe, dass disinflationäre Tendenzen zwar sorgfältig zu beobachten sind, die Faktoren, die ihre Folgen einschränken, und die Kosten einer weiteren geldpolitischen Lockerung jedoch sorgsam abzuwägen sind.

Normalisierung der Geldpolitik

Was die Zukunft betrifft, so wird die Normalisierung der außerordentlich lockeren Geldpolitik eine Reihe von nie dagewesenen Herausforderungen mit sich bringen. Dies setzt Fingerspitzengefühl beim gewählten Zeitpunkt und eine geschickte Steuerung wirtschaftlicher, finanzieller und politischer Faktoren voraus. Es wird somit schwierig werden, die Normalisierung glatt über die Bühne zu bringen. Die Aussicht auf einen holprigen Ausstieg in Verbindung mit anderen Faktoren deutet darauf hin, dass das größte Risiko darin besteht, dass die Zentralbanken den richtigen Zeitpunkt verpassen, d.h. zu spät oder zu langsam aussteigen.

In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die Zentralbanken unterschiedlich weit von einer Normalisierung der Geldpolitik entfernt. Die Bank of England hält seit Mitte 2012 den Bestand an angekauften Wertpapieren konstant. Die Federal Reserve reduziert seit Anfang 2014 stetig den Umfang ihrer Wertpapierkäufe als Vorstufe zu einer Leitzinsanhebung. Demgegenüber setzt die Bank of Japan ihr ambitioniertes Programm der Bilanzausweitung fort. Und die EZB hat vor Kurzem gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte angekündigt und ihren Leitzins auf ein rekordtiefes Niveau gesenkt.

Die Zentralbanken haben darüber hinaus angedeutet, dass sie das Tempo der Normalisierung der Geldpolitik danach ausrichten werden, wie stark die Erholung voranschreitet und wie sich verschiedene durch die Krise verursachte Störeinflüsse entwickeln werden. So geht die Federal Reserve davon aus, dass in den nächsten Jahren die Einflüsse, die den Arbeitsmarkt derzeit belasten, und die Bilanzprobleme nachlassen werden. Gleichwohl rechnet sie damit, dass sich das dem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht entsprechende Realzinsniveau (d.h. der natürliche Zinssatz) erst auf längere Sicht normalisieren wird, und zwar bei rund 2%, nicht zuletzt wegen eines anhaltenden weltweiten Überangebots an Ersparnissen. Dem geldpolitischen Ausschuss der Bank of England zufolge wird der natürliche Zinssatz durch anhaltende Anspannungen im Finanzsystem und den Bilanzsanierungsprozess im privaten und öffentlichen Sektor niedrig gehalten. Die EZB wiederum sieht unterschiedliche Störeinflüsse. Sie erwartet, dass beispielsweise die Sanierung der Banken und die Fragmentierung der Finanzmärkte die Erholung um mehrere Jahre verzögern wird. Generell kann die Diskrepanz zwischen den aktuellen Markterwartungen bezüglich des Leitzinses und einer der Taylor-Regel entsprechenden Leitzinsentwicklung (Grafik V.7) einen Eindruck von der Wahrnehmung der Störeinflüsse und ihrer Persistenz geben.

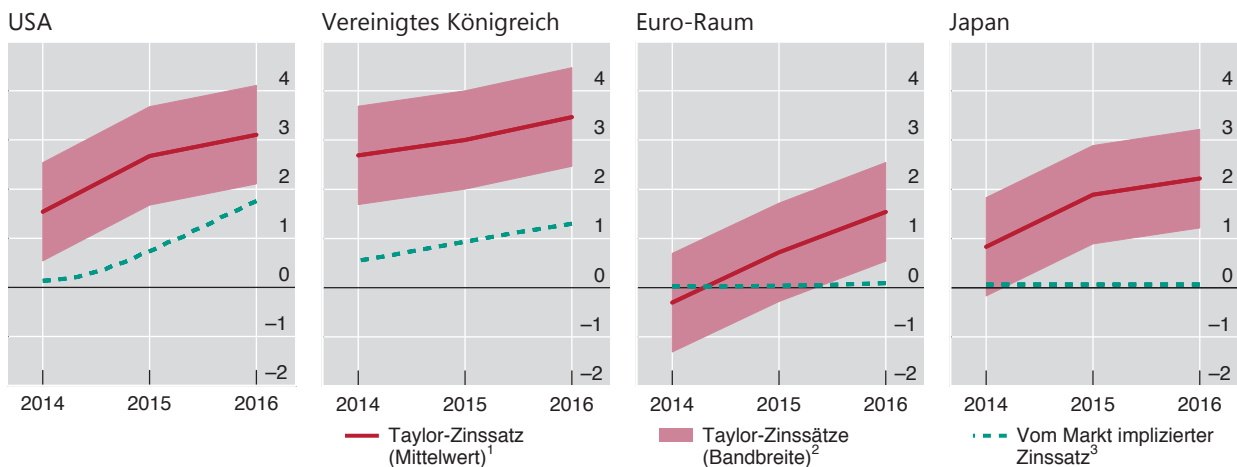
Eine zurzeit weitverbreitete Ansicht ist, dass die Zentralbanken besonders vorsichtig agieren sollten, um die fragile Erholung nicht zu gefährden. Dieser Ansicht zufolge wäre eine Deflation mit hohen Kosten verbunden, und selbst ein verzögerter Ausstieg wäre kein größeres Problem: Die Inflation könnte steigen, aber die Zentralbanken könnten dann schnell darauf reagieren. Darüber hinaus würde dieser Ansicht zufolge eine umsichtige Kommunikation, die einen Ausstieg frühzeitig ankündigt und deutlich macht, dass er schrittweise erfolgt, dazu beitragen, die Gefahr von Marktstörungen zu begrenzen.

Diese Ansicht wird von einigen historischen Beobachtungen gestützt. Der Ausstiegsbeschluss der Federal Reserve im Jahre 1994 löste weltweit große

Leitzinssätze gemäß Taylor-Regel deuten auf anhaltende Störeinflüsse hin

Prozent

Grafik V.7



¹ Der von der Taylor-Regel implizierte Zinssatz i wird berechnet als $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$. Dabei steht π für die prognostizierten Inflationsraten des Verbraucherpreisindex ohne Nahrungsmittel und Energie (USA), für die prognostizierte Verbraucherpreisinflation (Vereinigtes Königreich), für die prognostizierte Inflation im harmonisierten Verbraucherpreisindex (Euro-Raum) und für die prognostizierte Verbraucherpreisinflation (Gesamtindex ohne frische Nahrungsmittel), bereinigt um Effekte der Anhebungen der Verbrauchssteuern (Japan). y steht für die vom IWF geschätzte Produktionslücke für alle Volkswirtschaften, π^* für das Inflationsziel und r^* für das langfristige Niveau der Realzinssätze, das mit der Potenzialwachstumsrate (Schätzung des IWF) gleichgesetzt wird. ² Unter der Annahme Potenzialwachstum $\pm 1\%$. ³ Stand vom 13. Juni 2014; USA: 1-Monats-Futures auf US-Tagesgeld; Euro-Raum, Japan und Vereinigtes Königreich: Overnight-Index-Swap-Sätze in Euro, Yen bzw. Pfund Sterling.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Spannungen an den Märkten aus, während der besser antizipierte und graduellere Ausstieg im Jahr 2004 nicht so starke Folgen hatte. Darüber hinaus resultierte das langsame Tempo des Ausstiegs von 2004 nicht in einer Inflation, die der Kontrolle der Zentralbank entglitt. Bei der Vorbereitung dieses Ausstiegs war in der Tat weitgehend darauf geachtet worden, gewisse Unzulänglichkeiten des Prozesses von 1994 zu vermeiden.

Diese Argumentation, die Zentralbanken zur Zurückhaltung auffordert, stellt jedoch die Inflation und den Konjunkturzyklus zulasten des Finanzzyklus in den Mittelpunkt, ignoriert die Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen und setzt vermutlich zu viel Vertrauen in die Macht der Kommunikation. Jeder einzelne dieser Punkte verdient eine ausführlichere Betrachtung.

Die Argumentation verliert etwas an Überzeugungskraft, sobald Bedenken hinsichtlich des Finanzzyklus in den Mittelpunkt rücken. Tatsächlich dürfte gerade das langsame Tempo der Normalisierung nach 2003 zum starken Anstieg des Kreditvolumens und der Immobilienpreise beigetragen haben, der schließlich zur Finanzkrise führte. Anfang der 2000er Jahre beispielsweise kippte der Konjunkturzyklus in den USA, und die Aktienkurse brachen ein, die Aufschwungphase des Finanzzyklus hielt jedoch weiter an (Kapitel IV). Es gibt momentan mehrere Entwicklungen, die es sorgfältig zu beobachten gilt: die Hinweise auf eine weltweite Suche nach Rendite (Kapitel II), die Gefahr, dass in einigen Regionen der Welt finanzielle Ungleichgewichte aufgebaut werden (Kapitel IV), und die hohe Anfälligkeit der Schuldenlast des privaten Sektors gegenüber der Zinsentwicklung, weil sich das Schuldenniveau nicht dem Produktionsniveau entsprechend angepasst hat (Kapitel IV).

Eine sehr langsame Normalisierung wirft auch die Frage nach den Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf. Ein solcher Effekt ist

indirekter Natur: Werden Zinssätze ungewöhnlich lange auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau belassen, stellt dies eine Gelegenheit dar, angeschlagene öffentliche Haushalte zu konsolidieren. In den meisten Fällen führt es jedoch dazu, dass den Regierungen eine trügerische Sicherheit vermittelt wird, die die notwendige Konsolidierung verzögert.

Ein weiterer Effekt ist direkter, wenn auch nicht sehr offensichtlich. Wenn Zentralbanken in großem Umfang Schuldtitel staatlicher oder staatsnaher Schuldner kaufen und diese Käufe natürlicherweise mit kurzfristigen Forderungen finanzieren, verkürzen sie faktisch das Fälligkeitsprofil der Schulden in der konsolidierten Bilanz des öffentlichen Sektors, der sowohl die Zentralbank als auch die Regierung umfasst. Dadurch steigt die Reagibilität der Schuldenlast auf Änderungen der kurzfristigen Zinssätze. Eine Zentralbank kann auch unter politökonomischen Druck geraten, ihre Politik nicht zur rechten Zeit und in der angemessenen Geschwindigkeit zu normalisieren. Das heißt, es könnte zu einer fiskalpolitischen Beeinflussung der Geldpolitik („fiscal dominance“) kommen. Die Regierung wird mit Sicherheit nicht wollen, dass sich ihre Haushaltslage verschlechtert; in diesem Zusammenhang könnten die Verluste, die die Zentralbank mit hoher Wahrscheinlichkeit erleidet, ihren Handlungsspielraum einengen und sogar ihre Autonomie gefährden. Außerdem bringen die Kosten der Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit den aufgeblähten Zentralbankbilanzen weitere politökonomische Herausforderungen mit sich. So kommt die Verzinsung von liquiditätsentziehenden Geschäften unter Umständen dem Finanzsektor zugute, was von der Öffentlichkeit als unangemessen wahrgenommen werden könnte. Eine Möglichkeit, die Zinskosten zu senken, könnte die zinslose Mindestreservepflicht darstellen.

Und schließlich: Auch der Kommunikation sind Grenzen gesetzt. Die Zentralbanken wollen klar kommunizieren, um die Märkte nicht zu überraschen und heftige Kursreaktionen zu vermeiden. Die Bemühung um Klarheit kann jedoch eine stärkere Zusicherung andeuten, als eine Zentralbank tatsächlich vermitteln will, und so das Eingehen von Risiken begünstigen. Je kleiner die Risikoaufschläge werden, umso mehr fremdfinanzierte Positionen sind notwendig, um überhaupt noch eine Rendite zu erzielen. Selbst wenn keine Fremdfinanzierung in Anspruch genommen wird, werden Anleger in zunehmend riskante und möglicherweise illiquide Anlagen gelockt. Dieser Prozess erhöht die Wahrscheinlichkeit abrupter Marktkorrekturen.⁶ Und sogar wenn sich die Zentralbank dieser Risiken bewusst wird, könnte sie dennoch zögern, Maßnahmen zu ergreifen, die womöglich eine destabilisierende Korrektur beschleunigen. Daraus kann sich ein Teufelskreis entwickeln. Sollte letztlich die Wahrnehmung entstehen, dass die Zentralbank den richtigen Zeitpunkt verpasst hat, könnte es sein, dass die Märkte zuerst reagieren.

All diese Ausführungen deuten darauf hin, dass das Risiko nicht unterschätzt werden darf, dass die Zentralbanken zu spät und zu langsam zur Normalität zurückkehren. Es gibt sehr starke und allzu natürliche Anreize, die in diese Richtung drängen. Ein weiteres Symptom für diese Tendenz bezieht sich auf die quantitativen Lockerungsprogramme der Zentralbanken, in denen sie langfristige Anleihen in nie dagewesenem Umfang erworben haben, um die Laufzeitprämien zu senken. Doch jetzt, wo eine Normalisierung der Geldpolitik immer näher rückt, scheinen sie zu zögern, diese Anleihen aktiv zu verkaufen, aus Angst, dies könnte problematische Entwicklungen an den Märkten nach sich ziehen.

⁶ Siehe S. Morris und H. S. Shin, „Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach“, unveröffentlicht, Princeton University, 2014.

Jährliche Veränderung der Währungsreserven

Mrd. US-Dollar

Tabelle V.1

	Zu laufenden Wechselkursen gerechnet						<i>Nachrichtlich: Ausstehende Beträge, Dezember 2013</i>
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Welt	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Fortgeschrittene Volkswirtschaften ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
USA	4	1	2	0	-2	-2	48
Euro-Raum	-1	-8	13	1	12	1	221
Japan	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Schweiz	0	47	126	54	197	21	489
Asien	410	715	651	424	239	529	5 880
China	418	453	448	334	130	510	3 821
Chinesisch-Taipeh	21	56	34	4	18	14	417
Hongkong SVR	30	73	13	17	32	-6	311
Indien	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonesien	-5	11	29	14	2	-12	93
Korea	-61	65	22	11	19	19	336
Malaysia	-10	2	9	27	6	-4	130
Philippinen	3	4	16	12	6	2	74
Singapur	11	12	38	12	21	14	270
Thailand	23	25	32	0	6	-12	159
Lateinamerika ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentinien	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brasilien	13	39	49	63	19	-13	349
Chile	6	1	2	14	0	0	39
Mexiko	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
Mittel- und Osteuropa ³	6	13	14	3	15	20	294
Naher Osten ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Russland	-56	-5	27	8	32	-17	456
<i>Nachrichtlich:</i> Nettoölexporteure ⁵	142	-52	117	141	209	79	1 818

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

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