

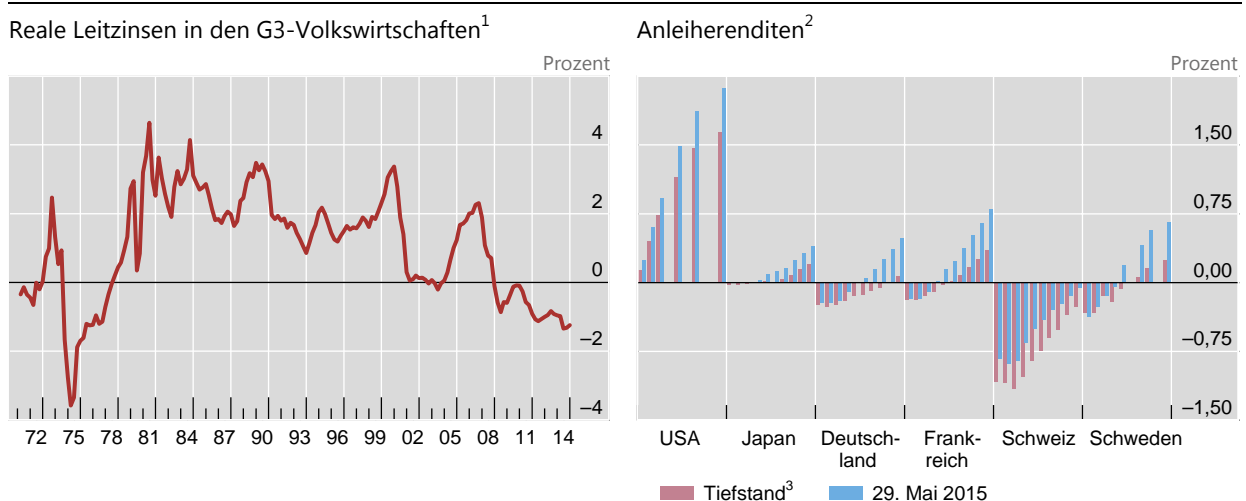
## I. Wird das Udenkbare allmählich zum Normalfall?

Nie zuvor sind die Zinssätze für so lange Zeit so niedrig gewesen (Grafik I.1). Das gilt für die nominalen ebenso wie für die realen (inflationbereinigten) Zinsen und gemessen an sämtlichen Benchmarks. Von Dezember 2014 bis Ende Mai 2015 wurden im Durchschnitt langfristige globale – zumeist im Euro-Raum begebene – Staatsschuldttitel in Höhe von rund \$ 2 Bio. mit *negativen* Renditen gehandelt. An ihrem Tiefpunkt rentierten deutsche, französische und Schweizer Staatsanleihen bis zu einer Laufzeit von 5, 9 bzw. 15 Jahren negativ. Solche Renditen hat es noch nie gegeben. Die Leitzinsen sind sogar noch niedriger als auf dem Höhepunkt der Großen Finanzkrise, sowohl nominal als auch real. Überdies sind die realen Leitzinsen jetzt schon länger negativ als seinerzeit während der Großen Inflation der 1970er Jahre. Doch so ungewöhnlich die gegenwärtige Lage auch sein mag – viele gehen davon aus, dass sie fort dauern wird. Es ist zutiefst beunruhigend, wenn das Udenkbare zum Normalfall zu werden droht.

Derart niedrige Zinssätze sind lediglich das offensichtlichste Symptom einer größeren Malaise, ungeachtet der seit der Krise erzielten Fortschritte: Das Wachstum der Weltwirtschaft mag derzeit nicht mehr weit von historischen Durchschnittswerten entfernt sein, es ist jedoch nach wie vor unausgewogen. Gemessen an Produktion und Einkommen sind die Schuldenstände immer noch hoch und nehmen in vielen Fällen weiter zu. Die unter einer Bilanzrezession leidenden Volkswirtschaften tun sich weiterhin schwer damit, zu einem gesunden Wachstum zurückzukehren. In mehreren anderen Ländern gibt es Anzeichen für sich aufbauende finanzielle Ungleichgewichte: Kreditvolumen und Vermögenspreise steigen rasant, obwohl kein Inflationsdruck herrscht. Der Geldpolitik ist mit der Aufgabe, die Wirtschaft anzukurbeln, viel zu viel aufgebürdet worden. Und unterdessen hat sich das Produktivitätswachstum weiter verringert.

Zinssätze sind seit längerer Zeit außerordentlich niedrig

Grafik I.1



<sup>1</sup> Nominaler Leitzinssatz abzüglich Verbraucherpreisinflation ohne Nahrungsmittel und Energie. Gewichteter Durchschnitt des Euro-Raums (Deutschlands), Japans und der USA auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten (jeweils rollierend). <sup>2</sup> Rendite nach Laufzeit; die Balken in den Ländersegmenten entsprechen jeweils den Laufzeiten von 1 bis 10 Jahren. <sup>3</sup> USA: 30. Januar 2015; Japan: 19. Januar 2015; Deutschland: 20. April 2015; Frankreich: 15. April 2015; Schweiz: 23. Januar 2015; Schweden: 17. April 2015.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Diese Malaise ist ausgesprochen schwer nachvollziehbar. Sie ist Gegenstand lebhafter Debatten. Aufbauend auf der letztjährigen Analyse bietet der vorliegende Jahresbericht eine neue Sichtweise auf die aktuellen Geschehnisse. Im Mittelpunkt stehen finanzielle, mittelfristige und globale Faktoren, im Gegensatz zur herkömmlichen Fokussierung auf reale, kurzfristige und nationale Faktoren.

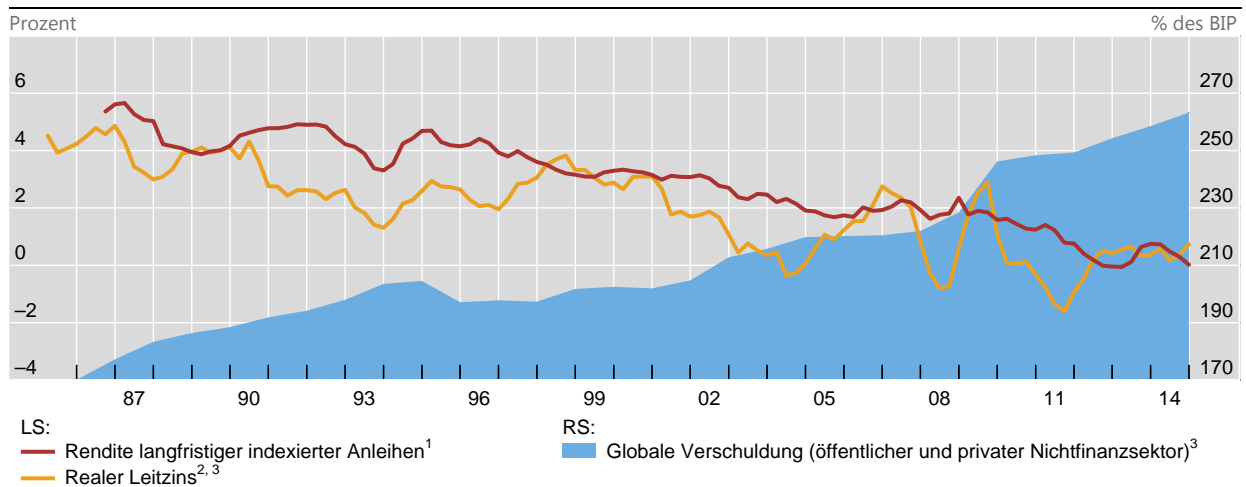
Im Folgenden wird argumentiert, dass der Grund der gegenwärtigen Malaise zu einem erheblichen Teil in dem Unvermögen liegen dürfte, in einer globalisierten Wirtschaft das Zusammenspiel des Finanzgeschehens mit der Produktion und der Inflationsentwicklung in den Griff zu bekommen. Nicht erst seit heute ist klar, dass der Auf- und Abbau enorm schädlicher finanzieller Ungleichgewichte mit den ergriffenen Maßnahmen weder in den fortgeschrittenen noch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu verhindern war. Diese Ungleichgewichte haben das Wirtschaftsgefüge nachhaltig geschädigt, da sie die Produktivität geschwächt und zu einer Fehlallokation realwirtschaftlicher Ressourcen in allen Sektoren und im Zeitverlauf geführt haben.

Entsprechend der hier vorgebrachten Sichtweise sind die über derart lange Zeit äußerst niedrigen Zinssätze vermutlich keine „Gleichgewichtszinsen“, die ein nachhaltiges und ausgewogenes Weltwirtschaftswachstum unterstützen würden. Sie wären demnach nicht einfach Ausdruck der gegenwärtigen Schwäche, sondern hätten diese teilweise verstärkt, indem sie kostspielige finanzielle Auf- und Abschwünge begünstigt hätten. Das Ergebnis: zu hohe Verschuldung, zu geringes Wachstum und übermäßig niedrige Zinssätze (Grafik I.2). Niedrige Zinssätze erzeugen noch niedrigere Zinssätze.

In all dem gibt es eine nationale und eine internationale Dimension. Die Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder war allzu sehr auf die kurzfristige Stabilisierung der Produktion und der Inflation fokussiert und hat dabei die langsamer verlaufenden, aber kostspieligeren Finanzzyklen aus den Augen verloren. Und das internationale Währungs- und Finanzsystem hat diese Versäumnisse noch verschlimmert. Nach der Krise hat sich dies in aller Deutlichkeit gezeigt. Als die

Zinssätze sinken, während die Verschuldung rasant steigt

Grafik I.2



<sup>1</sup> Ab 1998: einfacher Durchschnitt von Frankreich, den USA und dem Vereinigten Königreich; davor nur Vereinigtes Königreich.

<sup>2</sup> Nominaler Leitzinssatz abzüglich Verbraucherpreisinflation. <sup>3</sup> Gesamtwert basierend auf dem gewichteten Durchschnitt der G7-Volkswirtschaften sowie Chinas auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten (jeweils rollierend).

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

Zentralbanken der wichtigsten Volkswirtschaften ihre Geldpolitik entschlossen lockerten, dies aber die angestrebte Wirkung verfehlte, übertrugen sich die lockeren geldpolitischen und finanziellen Rahmenbedingungen – über die Wechselkurse und den Kapitalverkehr – auch auf Länder, die sie gar nicht brauchten, und trugen dort zum Aufbau finanzieller Schwachstellen bei. Besonders deutlich kam dies in der starken Ausweitung der US-Dollar-Verschuldung aufstrebender Volkswirtschaften, hauptsächlich am Kapitalmarkt, zum Ausdruck. Die Tendenz zu kurzfristiger Lockerung und Ausweitung im internationalen Währungs- und Finanzsystem birgt auf längere Sicht die Gefahr einer Kontraktion, wenn diese finanziellen Ungleichgewichte wieder abgebaut werden.

Die richtige Antwort auf diese Probleme zu finden ist nicht leicht. Je nach Land fällt der Maßnahmen-Mix unterschiedlich aus, die allgemeine Stoßrichtung ist jedoch überall dieselbe. Es bedarf einer dreifachen Neuausrichtung der nationalen und internationalen wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen: weg von der illusorischen Feinsteuerung der Gesamtwirtschaft auf kurze Sicht hin zu mittelfristigen Strategien, weg von der starken Fokussierung auf kurzfristige Produktion und Inflation hin zu einer systematischeren Berücksichtigung der langsamer verlaufenden Finanzzyklen und schließlich weg von der engen Doktrin, dass es genügt, das eigene Haus in Ordnung zu halten, hin zu einer Politik, die sich der kostspieligen Wechselwirkungen rein national ausgerichteter Maßnahmen bewusst ist.

Ein Kernelement dieser Neuausrichtung wird sein, weniger auf Nachfragesteuerungspolitik und mehr auf Strukturpolitik abzustellen. Damit soll das schuldenfinanzierte Wachstumsmodell abgelöst werden, das als politischer und gesellschaftlicher Ersatz für produktivitätssteigernde Reformen gedient hat. Der finanzielle Spielraum, den der niedrigere Ölpreis uns derzeit verschafft, sollte unbedingt genutzt werden. Die Geldpolitik – der viel zu lange zu viel aufgebürdet wurde – muss Teil der Antwort sein, sie kann aber nicht die ganze Antwort sein.

Im weiteren Verlauf des Kapitels werden diese Probleme näher erörtert, um einer möglichen Lösung auf die Spur zu kommen. Im ersten Abschnitt wird die Entwicklung der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr beleuchtet, und es werden die Aussichten und drohenden Risiken bewertet. Der zweite Abschnitt legt die erwähnte neue Sichtweise auf die Kräfte dar, die diese Entwicklung geprägt haben und weiter prägen werden. Im dritten Abschnitt werden die Herausforderungen für die Politik untersucht.

## Die Weltwirtschaft – Bestandsaufnahme und Ausblick

### Der Blick zurück: die jüngsten Entwicklungen

An welchem Punkt befand sich die Wirtschaft vor einem Jahr? Das Produktionswachstum war nicht weit von historischen Durchschnittswerten entfernt, und die fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzeichneten Zuwächse, während die aufstrebenden Volkswirtschaften etwas an Dynamik einbüßten. Abgesehen von einigen aufstrebenden Ländern war die Inflation niedrig, in einigen Fällen sogar unterhalb des Zielwerts der Zentralbank. Die verhaltene Risikoübernahme in der Realwirtschaft stand im Gegensatz zur aggressiven Risikoübernahme an den Finanzmärkten: eine äußerst schwache Investitionstätigkeit wurde begleitet von rasant steigenden Vermögenspreisen und ungewöhnlich niedriger Volatilität. Die Performance des

Marktes schien von der außerordentlich lockeren Geldpolitik abhängig zu sein: Die Aktien- und Anleihekurse reagierten auf jede Äußerung oder Aktivität von Zentralbankvertretern. Während die Sanierung der Bankbilanzen in den von der Krise betroffenen Ländern langsam voranschritt, entwickelten sich die marktbasierenden Finanzierungen überaus dynamisch. Die Bilanzen des privaten Nichtfinanzsektors entwickelten sich in zwei gegenläufige Richtungen: In den Krisenländern wurden – in unterschiedlichem, aber insgesamt gemächlichem Tempo – Schulden abgebaut, in den anderen Ländern nahm die Verschuldung zu, teilweise besorgniserregend rasch. Die Fiskalpolitik stand allgemein unter Druck, und die Staatsschuldenquoten stiegen weiter, obwohl mehrere fortgeschrittene Volkswirtschaften ihren Haushalt konsolidierten. Entsprechend kletterte die weltweite Gesamtverschuldung (privater plus öffentlicher Sektor gemessen am BIP) in die Höhe. Die Geldpolitik war dabei, ihre Grenzen – bzw. das, was zu der Zeit als Grenze galt – auszutesten.

Seither haben vor allem zwei Entwicklungen stattgefunden: Erstens ist der Ölpreis drastisch gefallen, und auch andere Rohstoffe sind billiger geworden. Der Einbruch des Ölpreises um rund 60% in der Zeit von Juli 2014 bis März 2015 war der drittgrößte der letzten 50 Jahre und wurde nur noch von dem Rückgang nach dem Konkurs von Lehman Brothers bzw. nach dem Zusammenbruch des OPEC-Kartells 1985 übertroffen. Seither hat sich der Ölpreis nur teilweise erholt. Zweitens hat der US-Dollar stark aufgewertet. Im genannten Zeitraum hat sich der handelsgewichtete Wechselkurs des Dollars um rund 15% erhöht – eine der stärksten je gemessenen Aufwertungen innerhalb eines vergleichbaren Zeitfensters –, wobei die Aufwertung gegenüber dem Euro besonders groß war.

Über den Ölpreis ist viel geschrieben worden. Wie der Preis jedes anderen Vermögenswerts auch wird er durch eine Kombination aus Markterwartungen über künftige Produktions- und Verbrauchsmengen sowie Risikoneigung und Finanzierungsbedingungen beeinflusst (Kapitel II). Ein zentraler Faktor war die Erkenntnis, dass die OPEC nicht wie seinerzeit mit einer Einschränkung der Fördermengen auf einen Ölpreisverfall reagieren würde, sondern vielmehr auf ihren Marktanteil bedacht ist – dadurch wurden die Karten ganz neu gemischt. Mit dieser Erkenntnis lassen sich der Zeitpunkt und das Ausmaß des Preisverfalls viel besser erklären als mit der Sorge um eine Abschwächung der globalen Nachfrage. Zudem dürften Absicherungsgeschäfte einzelner hochverschuldeter Ölproduzenten eine Rolle gespielt haben.

Doch unabhängig von den Hintergrundfaktoren: Der Ölpreisverfall hat der Weltwirtschaft willkommenen Auftrieb verliehen und wird dies weiterhin tun (Kapitel III). Der Preisrückgang bei einem wichtigen Inputfaktor der Weltwirtschaft wirkt zwangsläufig expansiv. Dies kommt umso deutlicher zum Ausdruck, wenn der Preisrückgang nicht auf einen Rückgang der weltweiten Nachfrage zurückzuführen ist. Dennoch gibt es klare Gewinner und Verlierer, und das Zusammenspiel von Ölpreistrends und finanziellen Schwachstellen muss im Auge behalten werden (s. weiter unten).

Die starke Dollaraufwertung hat vielfache Gründe und ungewisse Folgen. Sie setzte ein, als immer stärker mit divergierenden gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und geldpolitischen Maßnahmen gerechnet wurde, womit Anlagen in US-Dollar vergleichsweise an Attraktivität gewannen. Sie verfestigte sich, als die EZB die Märkte mit ihrem großvolumigen Programm zum Ankauf von Vermögenswerten überraschte. Über den Handel hat die Aufwertung vor allem eine umverteilende Wirkung, ist insofern aber willkommen, als sie die Wachstumsdynamik von den stärkeren zu den schwächeren Volkswirtschaften verschiebt. Letztlich wird ihre

Wirkung aber von ihren Folgen für die finanziellen Schwachstellen abhängen und davon, wie die politischen Entscheidungsträger, nicht zuletzt die Zentralbanken, ihrerseits auf Währungsschwankungen reagieren. In diesem Zusammenhang sind die umfangreichen Schuldenstände von US-Gebietsfremden in Dollar nicht zu unterschätzen (s. weiter unten).

Der Ölpreisverfall und die Dollaraufwertung sind ein Grund für den erneuten drastischen Rückgang der kurz- und langfristigen Zinssätze und teilweise auch eine Folge davon. Sie sind insofern ein Grund für den Zinsrückgang, als der niedrigere Ölpreis weltweit den Abwärtsdruck auf die Preise verstärkt hat. Und sie sind eine Folge des Zinsrückgangs, da die außerordentlich lockere Geldpolitik in einigen Ländern auch anderswo zu einer Lockerung geführt hat. Denken wir nur an den Entschluss der Schweizerischen Nationalbank oder der dänischen Zentralbank, die Grenzen negativer Zinsen auszutesten, nachdem ihre Wechselkurse unter enormen Druck geraten waren.

Wo steht angesichts dieser Entwicklungen die Weltwirtschaft heute? Auf den ersten Blick vielleicht nicht weit von dem Punkt, an dem sie sich vor einem Jahr befand. Das Weltwirtschaftswachstum ist nahezu unverändert, und die Verschiebung der Dynamik von den aufstrebenden zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich fortgesetzt. Die Inflation ist leicht gesunken, vor allem wegen des vorübergehenden Einflusses positiver angebotsseitiger Faktoren (Kapitel IV). Die Finanzmärkte senden gemischte Signale: Die Volatilität hat sich etwas normalisiert, und die Risikoübernahme an den Märkten für Unternehmensschuldtitel hat sich insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften abgeschwächt. Aber die Aktienkurse sind weiter rasant gestiegen, und die Märkte orientieren sich offenbar nach wie vor an den Maßnahmen der Zentralbanken (Kapitel II). Die Normalisierung der Geldpolitik scheint in den USA näher zu rücken, ihr Zeitpunkt ist allerdings immer noch ungewiss. Die Banken sind weiter auf Sanierungskurs, doch die Zweifel an ihrer Solidität sind nicht ausgeräumt, was den marktbasierten Finanzierungen zusätzlichen Auftrieb verliehen hat (Kapitel VI). Bei den Bilanzen des privaten Sektors hat kein Richtungswechsel stattgefunden – einige Länder bauen ihre Schulden weiter ab, andere erhöhen sie noch, doch insgesamt hat sich wenig verändert (Kapitel III).

Ein zweiter Blick allerdings zeigt, dass die mittelfristigen Risiken und Spannungen – die ja untrennbar mit dem fehlerhaften schuldenfinanzierten Wachstumsmodell der Weltwirtschaft verbunden sind – größer geworden sind. Genau um diese Risiken und Spannungen wird es im Folgenden gehen.

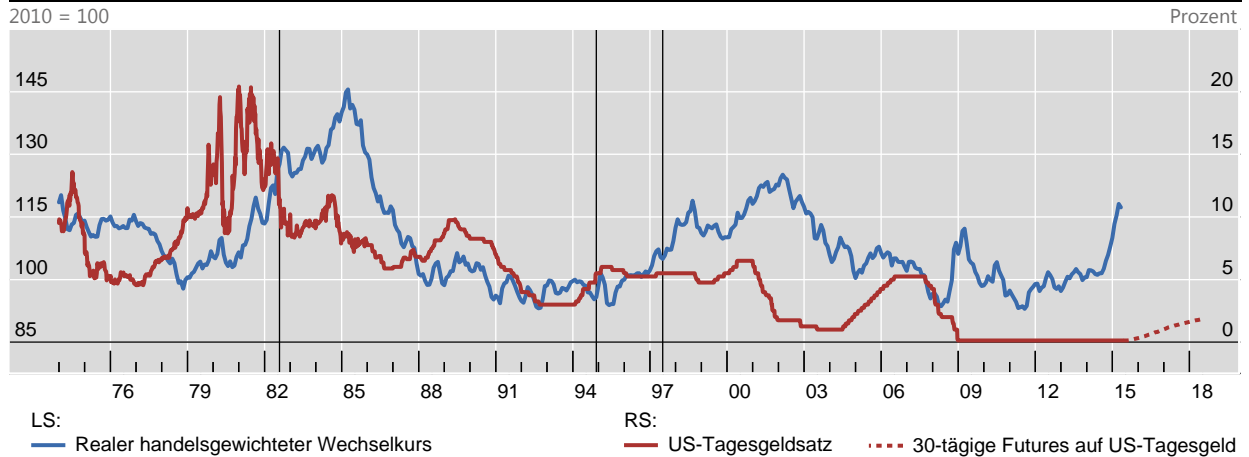
## Der Blick nach vorn: Risiken und Spannungen

Um die größten mittelfristigen Risiken zu verstehen, ist es sinnvoll, die Länder in zwei Gruppen zu unterteilen: jene, die von der Großen Finanzkrise stark getroffen wurden, und jene, die weitgehend davon verschont blieben. Auch nach fast 10 Jahren wirft die Krise nämlich immer noch einen langen Schatten auf die Weltwirtschaft (Kapitel III).

In den am wenigsten betroffenen Ländern besteht das Hauptrisiko darin, dass der inländische Finanzzyklus allmählich seinen Höhepunkt erreicht, und in vielen Fällen kommen externe Risikofaktoren hinzu. Zu dieser Gruppe von Ländern gehören einige fortgeschrittene – insbesondere rohstoffexportierende – und viele aufstrebende, oft sehr große Volkswirtschaften. In diesen Ländern haben die Schuldenquoten des privaten Sektors aufgrund lang anhaltender inländischer

## US-Geldpolitik und Dollaraufwertung rund um Finanzkrisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Grafik I.3



Vertikale Linien: Schuldenkrise in Lateinamerika (1982), Tequila-Krise (1994) und Finanzkrise in Asien (1997).

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Kreditbooms neue Höchststände erreicht, und nicht selten ging ein starker Anstieg der Immobilienpreise damit einher. Wie in der Vergangenheit spielte teilweise auch die externe Verschuldung, vor allem in Fremdwährungen, eine Rolle. Beispielsweise haben sich die US-Dollar-Kredite an Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften seit Anfang 2009 fast verdoppelt und betragen inzwischen mehr als \$ 3 Bio. Besonders gefährdet sind rohstoffexportierende Länder, die von einem „Ausnahme-Zyklus“ bei Rohstoffen und außerordentlich lockeren globalen Finanzierungsbedingungen profitiert haben. Da erstaunt es nicht, dass die Schätzungen des Potenzialwachstums für Lateinamerika bereits um die Hälfte verringert wurden. Dreh- und Angelpunkt ist hier China als riesige Volkswirtschaft und großer Rohstoffimporteur. Unter der Last seiner tiefgreifenden finanziellen Ungleichgewichte hat sich das Wachstum des Landes erheblich verlangsamt.

In verschiedener Hinsicht stehen die aufstrebenden Volkswirtschaften heute besser da als in den 1980er und 1990er Jahren; damals lösten die strafferen geldpolitischen Bedingungen in den USA und der Wertgewinn des Dollars Krisen aus (Grafik I.3). Die wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen sind gefestigter und die Wechselkurse flexibler. Die Infrastruktur des Finanzsystems ist robuster, und die Regulierung, nicht zuletzt auf makroprudenzieller Ebene, ist strenger. Beispielsweise ist die Verschuldung in Fremdwährung gemessen am BIP weniger hoch als in der Vergangenheit, ungeachtet der äußerst hohen US-Dollar-Bestände. Dieser „Erb-sünde“ ein Ende zu setzen war auch das erklärte Ziel der Förderung der Anleihemärkte in Landeswährung. Überdies wurden die staatlichen Währungsreserven deutlich aufgestockt.

Dennoch ist Vorsicht geboten. Scheinbar solide Wachstumszahlen, niedrige Inflation und Haushaltsdisziplin haben die asiatischen Volkswirtschaften in den 1990er Jahren nicht gegen äußere Einflüsse abgeschirmt. Die Fremdwährungsengagements sind heute im Unternehmenssektor konzentriert, wo sich Währungsinkongruenzen nicht so leicht messen lassen. Der Mobilisierung staatlicher Reserven für Liquiditätsengpässe bei privatwirtschaftlichen Finanzierungen oder zur Verteidigung der eigenen Währung sind Grenzen gesetzt. Und es bleibt abzuwarten, wie die Verlagerung von Banken zu Kapitalanlagegesellschaften die Dynamik der Vermö-

genspreise beeinflusst: Der Größenunterschied zwischen Mittelgebern und Mittelempfängern ist nicht kleiner geworden, und die Märkte könnten auf einseitigen Druck heftig reagieren – bei einem panikartigen Rückzug wird die Liquidität ganz bestimmt versiegen. Der Tapering-Schock von 2013 war nur ein lückenhafter Test: Er machte traditionelle Schwächen der Zahlungsbilanz und der Wirtschaft insgesamt sichtbar, fiel aber nicht mit einem noch folgenschwereren Abbau finanzieller Ungleichgewichte im Inland zusammen.

Eines ist sicher: Die Zeiten, als Ereignisse in den aufstrebenden Volkswirtschaften weitgehend auf diese Länder begrenzt blieben, sind vorbei. Die Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft hat seit der Asien-Krise gewaltig zugenommen: Gemessen an der Kaufkraftparität ist ihr Anteil am weltweiten BIP von rund einem Drittel auf fast die Hälfte gestiegen. In einigen Fällen sind ihre finanziellen Auslandsengagements aus globaler Sicht ziemlich groß, auch wenn sie in Relation zur Binnenwirtschaft klein erscheinen mögen. Dies gilt insbesondere für China. Ende 2014 war das Land der achtgrößte Schuldner weltweit gemessen an den ausstehenden grenzüberschreitenden Bankforderungen von \$ 1 Bio. – dieser Betrag hat sich in nur zwei Jahren verdoppelt – bzw. der elftgrößte Schuldner, wenn die bis Ende März 2015 an den internationalen Schuldtitelmärkten aufgenommen Mittel in Höhe von über \$ 450 Mrd. als Maßstab genommen werden.

Für die Länder, die am stärksten von der Krise betroffen waren und nach wie vor Schulden abbauen bzw. seit Kurzem wieder Mittel aufnehmen, bestehen andere Risiken. Drei sind besonders hervorzuheben:

Ein erstes Risiko sind die mittelfristigen Kosten, die andauernde außerordentlich niedrige Zinsen verursachen und die dem Finanzsystem schwerwiegenden Schaden zufügen können (Kapitel II und VI). Niedrige Zinsen drücken auf die Zinsmargen der Banken und ihre Erträge aus der Fristentransformation, was die Bilanzen schwächen und das Kreditangebot einschränken kann. Außerdem bestehen erhebliche einseitige Zinsänderungsrisiken. Extrem niedrige Zinssätze untergraben auch die Rentabilität und Solvenz von Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds. Und sie können zu tiefgreifenden Fehlbewertungen an den Finanzmärkten führen: Die Aktienmärkte und einige Märkte für Unternehmensschuldtitel beispielsweise scheinen überbewertet. Niedrige Zinsen erhöhen auch die Risiken für die Realwirtschaft. Auf kürzere Sicht zeigt die schwierige Lage der Pensionsfonds am deutlichsten, dass wir vermehrt für den Ruhestand sparen müssen, was wiederum die Gesamtnachfrage schwächen kann. Auf längere Sicht werden negative Zinssätze – ob inflationsbereinigt oder in nominaler Betrachtung – kaum rationale Investitionsentscheide und damit ein nachhaltiges Wachstum hervorbringen. Hält der beispiellose Vorstoß der nominalen Zinssätze in den negativen Bereich weiter an, dürften die technischen, wirtschaftlichen, rechtlichen und sogar politischen Grenzen wohl ausgetestet werden.

Das zweite Risiko besteht in der Tendenz, weiterhin auf Schuldenmachen statt auf produktivitätssteigernde Reformen zu setzen. Es ist immer verlockend, Anpassungen aufzuschieben, obwohl klar belegt ist, dass eine hohe Staatsverschuldung das Wachstum bremsen kann. Der demografische Wandel verstärkt das Problem in mindestens zweifacher Hinsicht. Wirtschaftlich gesehen ist die Schuldenlast dadurch viel schwieriger zu bewältigen. Politisch gesehen steigt die Versuchung, die Produktion durch eine entsprechende Nachfragesteuerung vorübergehend anzukurbeln – wozu die Tyrannei der Gesamtwachstumswahlen, die nicht demografisch bereinigt sind, das Ihre beiträgt. So kann nicht oft genug darauf hingewiesen werden, dass das Wirtschaftswachstum Japans gemessen an der Bevölkerung im

erwerbsfähigen Alter über demjenigen vieler anderer fortgeschrittener Länder liegt, nicht zuletzt dem der USA. Um diesen demografischen Effekt bereinigt kam Japan 2000–07 auf eine kumulierte Wachstumsrate von 15% – fast doppelt so hoch wie der Wert in den USA (8%) –, während die unbereinigte Wachstumsrate das Gegenteil vermuten lässt (10% in Japan bzw. 18% in den USA). Der Unterschied fällt noch mehr ins Auge, wenn auch die Jahre nach der Krise berücksichtigt werden.

Das dritte Risiko betrifft die Griechenland-Krise und ihre Auswirkungen auf den Euro-Raum. In gewisser Hinsicht entsprechen die Entwicklungen in Griechenland und dem Euro-Raum ganz allgemein den globalen Herausforderungen, werden aber durch institutionelle Besonderheiten noch verstärkt: eine toxische Mischung aus privater und öffentlicher Verschuldung und eine mangelnde Bereitschaft zur Umsetzung dringender erforderlicher struktureller Anpassungen. Im Ergebnis trägt die Geldpolitik – der vermeintlich schnelle Weg, um Zeit zu kaufen – die Hauptlast. Rein wirtschaftlich gesehen scheint der Euro-Raum Ansteckungseffekte inzwischen besser verkraften zu können als bei Ausbruch der Krise. Allerdings besteht weiterhin Unsicherheit, und die Gefahr politischer Ansteckungseffekte ist noch schwieriger zu beurteilen.

Neben diesen drei Risiken besteht auch das Risiko einer hartnäckig niedrigen Inflation oder gar einer Deflation. Zwar hängt dieses Risiko von länderspezifischen Faktoren ab, doch die aktuelle politische Debatte misst ihm tendenziell zu viel Bedeutung bei (Kapitel IV). Erstens wird zuweilen nicht mit genügend Nachdruck darauf hingewiesen, dass die jüngsten Preisrückgänge weitgehend den Preisverfall beim Öl und bei anderen Rohstoffen widerspiegeln. Ihre vorübergehende Wirkung auf die Inflation dürfte – insbesondere in energieimportierenden Ländern – von der längerfristigen Steigerung der Ausgaben und der Produktion aufgehoben werden. Zweitens besteht die Tendenz, allgemeine Schlussfolgerungen aus der Großen Depression zu ziehen – einer einmaligen Episode, die weniger von einer Deflation per se als von dem Verfall der Vermögenspreise und von Banken Krisen geprägt gewesen sein dürfte. Generell zeigen längere historische Datenreihen eine schwache Beziehung zwischen Deflation und Wirtschaftswachstum. Drittens deutet die Datenlage auch darauf hin, dass der Schaden für die Realwirtschaft bislang aus dem Zusammenspiel von Schulden und Immobilienpreisen und nicht so sehr aus dem Zusammenspiel von Schulden und Preisen für Güter und Dienstleistungen herrührte, was auch die jüngste Rezession belegt. Gleichzeitig ist bei der Problembekämpfung zu berücksichtigen, dass unsere Kenntnisse des Inflationsprozesses noch immer begrenzt sind.

Aus all dem ergibt sich das Bild einer Welt, die allmählich zu stärkerem Wirtschaftswachstum zurückkehrt, in der auf mittlere Sicht aber Spannungen bestehen bleiben. Die Nachwehen der Krise und der nachfolgenden Rezession haben sich mit der Sanierung der Bilanzen und dem teilweisen Schuldenabbau abgeschwächt. Hilfreich war zuletzt auch der beträchtliche und überraschende Wachstumsschub durch die Energiepreise. Gleichzeitig hat die Geldpolitik alles getan, um die kurzfristige Nachfrage zu stützen. Bei der Problembekämpfung jedoch wurde allzu sehr auf Maßnahmen abgestellt, die direkt oder indirekt die Abhängigkeit von dem stark schuldenfinanzierten Wachstumsmodell – dem Auslöser der Krise – weiter verstärkt haben. Diese Spannungen zeigen sich am deutlichsten daran, dass es nicht gelungen ist, die globale Schuldenlast zu verringern, dass das Produktivitätswachstum weiter zurückgeht und insbesondere daran, dass den fiskalischen und geldpolitischen Entscheidungsträgern Schritt für Schritt der Handlungsspielraum verloren geht.



## Die tiefer liegenden Ursachen

Was ist der Grund für diese Entwicklungen? Eine mögliche Antwort wäre: eine Kombination aus politischen Faktoren und Vorstellungen. Politische Systeme tendieren von Natur aus zu Maßnahmen, die kurzfristigen Erfolg erzielen, auf lange Sicht aber teuer zu stehen kommen können. Die Gründe dafür sind hinlänglich bekannt und müssen hier nicht näher erläutert werden. Da die Politik jedoch durch Vorstellungen beeinflusst wird, ist deren Wirkung aufgrund dieser Tendenz umso heimtückischer. Es drängt sich daher die Frage auf, ob die vorherrschenden wirtschaftlichen Paradigmen eine ausreichend gute Entscheidungsgrundlage sind.

## Vorstellungen und Sichtweisen

Nach dem Ausbruch der Krise herrschte weitem Einigkeit, dass die vorherrschenden makroökonomischen Sichtweisen die Krise nicht abzuwenden vermochten, weil sie die Möglichkeit einer Krise ausgeschlossen hatten. Etwas vereinfacht ausgedrückt herrschte die Annahme, dass Preisstabilität als Garant für Wirtschaftsstabilität ausreiche und dass die Selbstregulierungskräfte des Finanzsystems genügend stark wären oder, wenn dies nicht der Fall wäre, der Schaden nicht allzu groß sein könnte.

Leider ist die Bilanz der Bemühungen, diese fehlerhaften Sichtweisen zu korrigieren, enttäuschend. Finanzielle Faktoren scheinen weiterhin nur am Rande der *makroökonomischen* Denkweise vorzukommen. Zwar sind große Anstrengungen unternommen worden, um sie stärker in den Mittelpunkt zu rücken, und Ökonomen haben intensiv an der Entwicklung von Modellen gearbeitet, die sie einbeziehen. Doch diese Anstrengungen haben in der politischen Debatte bisher nicht die nötige Resonanz erzielt: Wirtschafts- und Finanzstabilität bleiben ein unfreiwilliges Gespann.

Wenn die vorherrschende analytische Sichtweise von all ihren Nuancen befreit und untersucht wird, wie sie die *politische Debatte* formt, ist ihre tiefere Logik ganz einfach. Bei der Endnachfrage nach inländischer Produktion ergibt sich entweder ein Überschuss oder ein Mangel. Diese „Produktionslücke“ bestimmt die Inflation im Inland, u.a. indem sie die Inflationserwartungen stützt. Entsprechend werden Maßnahmen zur Ankurbelung der Gesamtnachfrage eingesetzt, um diese Lücke zu schließen und so für Vollbeschäftigung und stabile Inflation zu sorgen. Die Fiskalpolitik beeinflusst die Ausgaben direkt, die Geldpolitik – über die realen (inflationbereinigten) Zinssätze – indirekt. Wenn der Wechselkurs frei schwankt, kann die Geldpolitik ganz nach den inländischen Bedürfnissen festgelegt werden. Überdies sorgt der Wechselkurs mit der Zeit auch für einen Ausgleich der Leistungsbilanz. Wenn dann noch jedes Land seine geld- und fiskalpolitischen Instrumente so anpasst, dass die Produktionslücke *jedes Haushaltjahr* geschlossen wird, ist alles gut, im Inland wie im Ausland.

Natürlich treten finanzielle Faktoren durchaus – in unterschiedlichem Ausmaß – in Erscheinung. Beispielsweise wird in einigen Fällen eine zu hohe Verschuldung als Faktor angesehen, der das Nachfragedefizit vergrößert. In anderen Fällen ist unumstritten, dass es zu finanzieller Instabilität kommen könnte. Doch letzten Endes ändert dies an der eigentlichen Schlussfolgerung überhaupt nichts: Jegliches Nachfragedefizit sollte in gleicher Weise angegangen werden, nämlich durch die üblichen Maßnahmen zur Ankurbelung der Gesamtnachfrage. Und finanzielle Instabilität sollte am besten für sich angegangen werden, und zwar mit aufsichtsrechtlichen Maßnahmen, die allerdings stärker systemorientiert (makroprudenziell)

sind. Geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sollten nach einem strikten Prinzip der Trennung unabhängig voneinander ihre Wirkung entfalten können, um die bekannten gesamtwirtschaftlichen Probleme zu lösen, ganz so wie bisher. So gesehen befinden wir uns wieder in der alten, vertrauten Vorkrisen-Welt. Als ob alles wieder von vorn begänne.

Im letzten Jahresbericht wurde eine alternative analytische Sichtweise vermittelt, die zu anderen Schlussfolgerungen führt. Diese Sichtweise bemüht sich, finanzielle Faktoren zurück ins Zentrum der Gesamtwirtschaft zu holen. Außerdem misst sie der mittelfristigen Sicht mehr Bedeutung bei als der kurzfristigen und dem globalen mehr als dem nationalen Blickwinkel. Entscheidend sind hier drei grundlegende Erkenntnisse, die im diesjährigen Jahresbericht weiterentwickelt werden.

*Erstens dürfte die Inflationsentwicklung kein absolut verlässlicher Indikator für eine tragfähige Produktion (oder für das Produktionspotenzial) sein.* Der Grund dafür ist, dass finanzielle Ungleichgewichte oft dann entstehen, wenn die Inflation niedrig und stabil, rückläufig oder sogar negativ ist. Ausdruck dieser Ungleichgewichte sind ein rapider Anstieg des Kreditvolumens und der Vermögenspreise, insbesondere der Immobilienpreise, aber auch Hinweise auf eine aggressive Risikoübernahme an den Finanzmärkten wie beispielsweise die niedrigen Kreditspreads und die sinkende Volatilität. Wenn diese Finanzbooms schließlich enden, können sie verheerende und langwierige wirtschaftliche Schäden verursachen. Dies galt mit Sicherheit für die Große Finanzkrise. Doch eigentlich war sie nur eine Neuauflage des wiederkehrenden historischen Musters, das vom Finanzboom in den USA im Vorfeld der Großen Depression – in den wilden 1920er Jahren waren die Preise phasenweise sogar rückläufig – bis zur Krise in Japan Anfang der 1990er Jahre und zur Asien-Krise Mitte der 1990er Jahre reicht.

Wenn aber Finanzbooms Gemeinsamkeiten aufweisen, sollte es möglich sein, einige Warnsignale im Voraus zu erkennen. Und die Datenlage zeigt tatsächlich, dass Näherungswerte für solche Finanzbooms hilfreiche Informationen über die drohenden Risiken liefern können, *während die Dinge ihren Lauf nehmen* (in „Echtzeit“). Solche Indikatoren hätten gezeigt, dass die Produktion im Vorfeld der jüngsten Krise in den USA über dem tragfähigen Niveau bzw. über ihrem Potenzial lag – etwas, was die in der Regel als Entscheidungsbasis herangezogenen Schätzwerte (die von der verhaltenen Inflation teilweise verzerrt werden) nur ex post geliefert haben, wenn die Geschichte basierend auf der neuen Informationslage umgeschrieben wurde (Kasten IV.C). Im Fall der USA hätte die Kenntnis der Abweichungen der Schuldendienstquote und der Fremdverschuldung vom jeweiligen langfristigen Wert Mitte der 2000er Jahre daher helfen können, die Entwicklung der Produktion in den nachfolgenden Rezessions- und Erholungsphasen vorauszusagen (Kasten III.A). Dadurch erklärt sich auch, weshalb die Entwicklung des Kreditvolumens und der Immobilienpreise während des Booms bzw. auch nur der Schuldendienstquote oder sogar des Kreditwachstums für sich genommen sich als ein hilfreicher Indikator für künftige Bankenprobleme und kostspielige Rezessionen in den einzelnen Ländern erwiesen hat.

Warum ist die Inflation kein vollends verlässlicher Indikator für Tragfähigkeit, anders als dies die vorherrschenden Paradigmen vermuten lassen? Es gibt zumindest zwei mögliche Gründe.

Der erste bezieht sich auf die Art der jeweiligen Kreditexpansion. Anstatt den Erwerb neu produzierter Güter oder Dienstleistungen zu finanzieren, wodurch Ausgaben und Produktion gesteigert werden, kann ein starkes Kreditwachstum auch einfach zur Finanzierung bestehender Vermögenswerte dienen – und zwar „realer“

Vermögenswerte (Wohneigentum, Unternehmensanteile usw.) oder finanzieller Vermögenswerte (von einfachen Anlageformen bis zu komplexeren Finanzprodukten). Weder das eine noch das andere hat direkten Einfluss auf die Inflation.

Der zweite Grund bezieht sich auf die Bestimmungsfaktoren von (Dis-)Inflation. Angebotsbestimmte Disinflation kurbelt die Wirtschaft tendenziell an, schafft aber auch den Nährboden für den Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten. Solche Kräfte sind beispielsweise die Globalisierung der Realwirtschaft (z.B. der Eintritt der ehemaligen kommunistischen Länder in den Welthandel), die technologische Innovation, größerer Wettbewerb und sinkende Preise für wichtige Inputfaktoren wie z.B. Öl. Der Unterschied zwischen angebots- und nachfragebestimmter Disinflation dürfte wohl die historisch schwache empirische Beziehung zwischen Deflation und Wachstum erklären.

*Zweitens richten Abschwünge nach Finanzbooms viel größeren Schaden an und sind weniger gut durch traditionelle Maßnahmen zur Ankurbelung der Gesamtnachfrage beeinflussbar.* Es gibt zunehmend empirische Belege dafür, dass die entsprechenden Rezessionen tiefer, die nachfolgenden Erholungsphasen schwächer, die Einbußen beim Produktionspotenzial dauerhaft und die Wachstumsraten nach der Rezession womöglich tiefer sind. Tatsächlich sind die Entwicklungen nach der Krise einem ähnlichen Muster gefolgt, ungeachtet der beispiellosen geldpolitischen Impulse und der zunächst expansiven Fiskalpolitik.

Die Gründe liegen in den starken Unterströmungen, die ein Boom sozusagen in seinem Fahrwasser zurücklässt. Der Finanzsektor ist am Boden, die privaten Haushalte und/oder Unternehmen weisen einen hohen Schuldenüberhang auf, und die Qualität ihrer Aktiva ist schlecht. Wichtig ist zudem, dass Finanzbooms auf perverse Weise mit dem Produktivitätswachstum interagieren. Sie können seinen langfristigen Rückgang aufgrund struktureller Mängel mit einer illusorischen Alles-in-Ordnung-Fassade überdecken (Einzelheiten dazu im *84. Jahresbericht*). Zudem können sie das Produktionswachstum ganz direkt untergraben, indem sie zu langwierigen Fehlallokationen von Ressourcen, und zwar von Kapital ebenso wie von Arbeit, führen (Kasten III.B). Auf den ersten Blick lassen länderübergreifende Schätzungen auf ziemlich erhebliche Folgen für das Produktionswachstum schließen: bis nahezu 1 Prozentpunkt pro Jahr während des Booms und noch viel mehr nach Ausbruch der Krise.

In einem solchen Umfeld und sobald die akute Phase der Finanzkrise vorüber ist, bleiben Maßnahmen zur Ankurbelung der Gesamtnachfrage erfolglos. Ungenügend kapitalisierte Finanzinstitute schränken die Kreditvergabe ein, und es kommt zu Fehlallokationen von Mitteln. Überschuldete Kreditnehmer zahlen Schulden zurück. Und bei einer Fehlallokation von Ressourcen ist von diesen keine Reaktion auf undifferenzierte Stimulierungsmaßnahmen zu erwarten. Anders ausgedrückt: Nicht alle Produktionslücken sind gleich und gleich gut durch identische Maßnahmen zu beeinflussen. Zudem sind sie nach einer Krise vielleicht gar nicht so groß, wie es den Anschein hat. Das heißt, wenn die eigentlichen Probleme nicht entschlossen angegangen werden, könnte der kurzfristig erzielte Erfolg teuer erkaufte sein: Die Verschuldung sinkt nicht ausreichend, der politische Handlungsspielraum schwindet weiter, und es wird der Boden für die nächste Finanzkrise bereitet. Nichts von all dem führt jedoch zu höherer Inflation. Paradoxe Weise kann die kurzfristige Lockerungstendenz letztlich in eine längerfristige Kontraktion münden.

*Drittens können sich die Probleme weltweit verschärfen, wenn eine Intervention über die Wechselkurse erfolgt – hier wäre die Versuchung am größten.* Da nach einem finanziellen Abschwung die Geldpolitik die Ausgaben über Inlandskanäle nur

begrenzt beeinflussen kann, reagieren Inflation und Produktion umso stärker auf Wechselkursänderungen. Eine Abwertung hat einen unmittelbaren und automatischen Preiseffekt. Und wenn dadurch Nachfrage aus anderen Ländern abgezogen wird, kann dies die Produktion beflügeln. Doch wenn, wie weiter unten argumentiert wird, ein Land durch seinen Wechselkurs nicht ausreichend gegen externe Einflüsse abgeschirmt ist, wird es sich gegen eine Aufwertung stemmen. Dies führt im Endergebnis zu einem Abwertungswettlauf und zu weltweit lockereren geldpolitischen Bedingungen. Wenn also die Bedingungen *bereits* zu locker sind, um dauerhafte Finanz- und Wirtschaftsstabilität zu gewährleisten, weil der Maßnahmen-Mix unausgewogen ist, wird alles noch schlimmer. Einmal mehr könnte der kurzfristig erzielte Erfolg teuer erkaufte sein.

## Übermäßige finanzielle Elastizität

Diese verschiedenen Aspekte lassen sich nun zu einem Ganzen zusammenfügen, um eine Diagnose zu wagen, was mit der Funktionsweise der Weltwirtschaft nicht stimmt. In dieser alternativen Sichtweise konnten die ergriffenen Maßnahmen die Entstehung und den Zusammenbruch schädlicher Finanzbooms nicht verhindern. Die Weltwirtschaft weist demnach eine „übermäßige finanzielle Elastizität“ auf – wie ein Gummiband, das sich immer weiter dehnen lässt, bis es irgendwann umso heftiger zurückschnellt. Grund dafür sind drei Schwachstellen, zu finden im Wechselspiel zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft, in den wirtschaftspolitischen Systemen der einzelnen Länder und in deren Interaktion innerhalb des internationalen Währungs- und Finanzsystems. Diese Schwachstellen werden im Folgenden nacheinander beleuchtet.

Inzwischen herrscht ein ausgeprägtes Bewusstsein dafür, dass die Selbstregulierungskräfte im Finanzsystem schwach sind und Konjunkturschwankungen dadurch verstärkt werden können. Es gibt Rückkopplungseffekte zwischen locker verankerten Risikowahrnehmungen und Bewertungen auf der einen Seite und lockeren Finanzierungsbedingungen auf der anderen Seite. Für eine gewisse (lange) Zeit steigen die Bewertungen von Aktiva rasant, es werden vermehrt Risiken eingegangen, und die Finanzierungsbedingungen werden lockerer, bis sich dieser Prozess irgendwann umkehrt. Das Finanzsystem wird daher als „prozyklisch“ bezeichnet. Die Krise hat dies einmal mehr in aller Deutlichkeit gezeigt.

Das Ausmaß der Prozyklizität – oder eben die Elastizität – des Finanzsystems hängt vom jeweiligen wirtschaftspolitischen System ab, und dessen Weiterentwicklung hat die Prozyklizität bzw. Elastizität noch erhöht. Erstens wurden durch die Liberalisierung der Finanzmärkte in den 1980er Jahren die Finanzierungsbedingungen gelockert, und Finanzmittel konnten entsprechend leichter und billiger beschafft werden. Inzwischen hinken die aufsichtsrechtlichen Sicherheitsvorkehrungen dieser Entwicklung hinterher. Zweitens bedeuteten die auf die Kontrolle der kurzfristigen Inflation ausgerichteten geldpolitischen Systeme, dass die Geldpolitik in einem Finanzboom nur im Falle eines Inflationsanstiegs gestrafft, im Abschwung aber energisch und über längere Zeit gelockert würde. Drittens verkennt die Fiskalpolitik sowohl den massiven Beschönigungseffekt, den Finanzbooms auf die Haushaltslage haben, als auch die begrenzte Wirksamkeit undifferenzierter Maßnahmen im Abschwung. Zusammengenommen hat all dies zu einer Lockerungstendenz geführt, die es zulässt, dass Finanzbooms größer werden, länger andauern und ihr Zusammenbruch heftiger ausfällt.

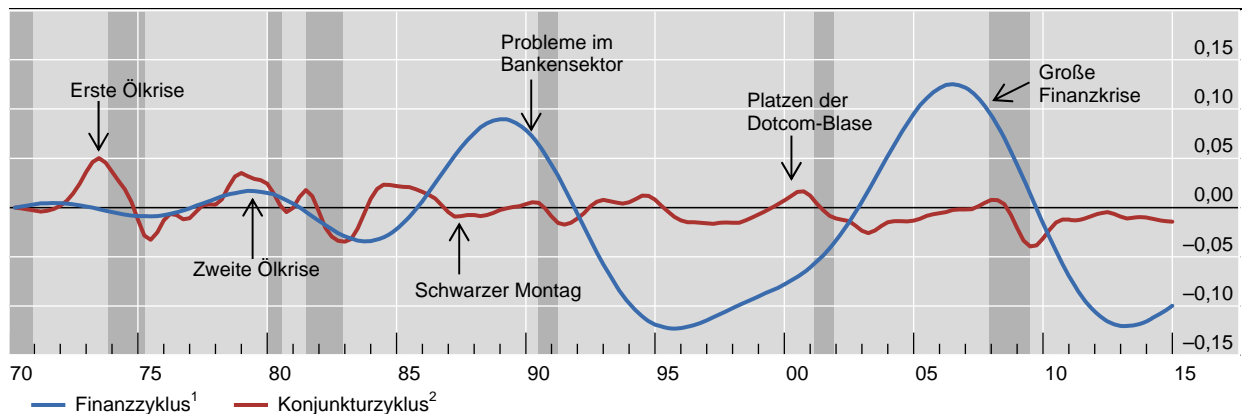
Auch das gegenwärtige internationale Währungs- und Finanzsystem hat diese übermäßige Elastizität über die Interaktion der einzelnen Währungs- und Finanzsysteme noch erhöht (Kapitel V).

Durch die Interaktion der Währungssysteme breitet sich die Lockerungstendenz von den wichtigsten Volkswirtschaften auf die übrige Welt aus. Dies geschieht auf direktem Weg, denn die wichtigsten internationalen Währungen – allen voran der US-Dollar – werden außerhalb der jeweiligen Landesgrenzen intensiv genutzt. Auf diese Weise beeinflusst die Geldpolitik der wichtigsten Volkswirtschaften direkt die finanziellen Bedingungen in anderen Ländern. Noch wichtiger ist die indirekte Wirkung durch die Abneigung der politischen Entscheidungsträger gegen ungewollte Währungsaufwertungen. Sie führt dazu, dass die Leitzinsen niedriger gehalten werden und, wenn es zu Devisenmarktinterventionen kommt, die Renditen weiter sinken, sobald der Erlös in auf Reservewährungen lautende Aktiva angelegt wird.

Durch die Interaktion der Finanzsysteme – über den freien Kapitalverkehr zwischen Währungen und Ländern – werden diese Effekte verstärkt und gebündelt. Ungehindert fließendes Kapital stellt während Boomphasen im Inland eine wichtige zusätzliche Finanzierungsquelle aus dem Ausland dar. Und es führt dazu, dass Wechselkurse aus genau denselben Gründen „überschießen“ können wie inländische Vermögenspreise, nämlich wegen locker verankerter Bewertungen, eingegangener Risiken und reichlich verfügbarer Finanzierungen. Man denke beispielsweise an beliebte Strategien wie Momentum-Geschäfte und Carry-Trades oder Rückkopplungseffekte zwischen Währungsaufwertung, geringerer Verschuldung in Fremdwährung und Risikoübernahme. Ganz allgemein führt der freie Kapitalverkehr zu einer rasant zunehmenden Risikoübernahme auf internationaler Ebene, unabhängig von den jeweiligen nationalen Bedingungen, sodass sich langfristige Renditen, Vermögenspreise und Finanzierungsströme sehr ähnlich entwickeln. Und auch hier: Je stärker und länger die Risikoübernahme zunimmt, umso heftiger ist die nachfolgende Umkehrbewegung. Die globale Liquidität bzw. die Leichtigkeit des Zugangs zu den internationalen Märkten ist durch ein starkes Auf und Ab gekennzeichnet.

Diese Beobachtungen werden weitgehend durch historische Daten bestätigt. Aus der Optik, die diese alternative Sichtweise vermittelt, erklärt sich, warum Schwere und Dauer von finanziellen Auf- und Abschwüngen (Finanzzyklen) seit Anfang der 1980er Jahre zugenommen haben (Grafik I.4) – eine Entwicklung, zu der auch die fortschreitende Globalisierung der Realwirtschaft beigetragen hat, indem Handelsbarrieren gefallen und neue Länder hinzugekommen sind, was den globalen Wachstumsaussichten Auftrieb verliehen und zu Abwärtsdruck auf die Preise geführt hat. So erklärt sich auch, warum die inflationsbereinigten Zinssätze weltweit nach unten tendieren und unabhängig von den verwendeten Maßstäben niedrig erscheinen und warum ein enormer Aufbau von Währungsreserven stattgefunden hat. Es erklärt sich, warum US-Dollar-Kredite außerhalb der USA nach der Krise rasant zugenommen haben und weitgehend an aufstrebende Volkswirtschaften geflossen sind. Und es erklärt sich, weshalb sowohl in aufstrebenden als auch in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die von der Krise weniger stark betroffen waren und internationalen Einflüssen in hohem Maße ausgesetzt sind, vieles auf einen Aufbau finanzieller Ungleichgewichte hindeutet.

Interessanterweise spielen Leistungsbilanzungleichgewichte in der vorliegenden Untersuchung keine große Rolle. Leistungsbilanzdefizite müssen nicht zwangsläufig mit dem Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten einhergehen. Tatsächlich sind einige der schädlichsten finanziellen Ungleichgewichte der Geschichte in Über-



<sup>1</sup> Gemessen anhand frequenzbasierter (Bandbreiten-)Filter, die die mittelfristigen Zyklen des realen Kreditvolumens, des Verhältnisses Kreditvolumen/BIP und der realen Wohnimmobilienpreise erfassen; 1. Quartal 1970 = 0. <sup>2</sup> Gemessen anhand eines frequenzbasierten (Bandbreiten-)Filters, der die Schwankungen des realen BIP über einen Zeitraum von 1 bis 8 Jahren erfasst; 1. Quartal 1970 = 0.

Quellen: M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!“, *BIS Working Papers*, Nr. 380, Juni 2012; Berechnungen der BIZ.

schussländern aufgetreten, am spektakulärsten in den USA vor der Großen Depression und in Japan ab Ende der 1980er Jahre. Ausgeprägte Finanzbooms waren kürzlich bzw. sind derzeit in mehreren Überschussländern festzustellen, u.a. in China, den Niederlanden, Schweden und der Schweiz. Die Beziehung zwischen Leistungsbilanzen und finanziellen Ungleichgewichten ist subtiler: Eine Verringerung des Überschusses oder Erhöhung des Defizits spiegelt tendenziell den Aufbau solcher Ungleichgewichte wider. Dies hat Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik, auf die weiter unten näher eingegangen wird.

## Warum sind die Zinssätze so niedrig?

All dies wirft die grundlegende Frage auf, die auch im Zentrum der gegenwärtigen politischen Debatte steht: Warum sind die Marktzinsen so niedrig? Eine weitere Frage ist, ob es sich bei den Marktzinsen um „Gleichgewichts- oder natürliche Zinsen“ handelt, d.h. liegen sie dort, wo sie sollten? Und schließlich stellt sich die Frage, wie Markt- und Gleichgewichtszinsen festgelegt werden. Die vorherrschende analytische Sichtweise und die in diesem Jahresbericht vorgebrachte alternative Sichtweise gelangen hier zu unterschiedlichen Ergebnissen.

Unabhängig von der jeweiligen Sichtweise wären sich die meisten wohl einig, dass die *Marktzinsen* durch das Zusammenwirken der Entscheidungen von Zentralbanken und Marktteilnehmern bestimmt werden (Kapitel II). Die Zentralbanken legen einen kurzfristigen Leitzins fest und beeinflussen die langfristigen Zinsen durch Signale über ihre künftige kurzfristige Zinspolitik und in zunehmendem Maße auch durch großvolumige Ankäufe im gesamten Laufzeitenspektrum. Die Marktteilnehmer legen Einlagen- und Kreditzinsen fest und bestimmen die längerfristigen Marktzinsen über ihre Portfolioentscheidungen. Darin kommen viele Faktoren zum Ausdruck, darunter ihre Risikoneigung, ihre Einschätzung darüber, was eine rentable Investition ist, Aufsichts- und Bilanzierungsvorschriften sowie – natürlich – ihre Erwartungen in Bezug auf die nächsten Schritte der Zentralbanken (Kapitel II). Die tatsächliche Inflation wiederum bestimmt ex post die inflationsbereinigten Zinssätze und die erwartete Inflation ex ante die realen Zinssätze.

Doch sind die an den Märkten vorherrschenden Zinsen tatsächlich *Gleichgewichtszinsen*? Zunächst der kurzfristige Zinssatz, den die Zentralbanken festlegen: Wenn man liest, dass Zentralbanken nur vorübergehend Einfluss auf die inflationsbereinigten kurzfristigen Zinsen ausüben können, heißt dies in Wirklichkeit nichts anderes, als dass irgendwann Ungemach droht, wenn die Zentralbanken sie nicht auf oder nahe ihres „Gleichgewichtsniveaus“ festlegen. Worin dieses Ungemach besteht, hängt davon ab, wie man die Funktionsweise der Wirtschaft beurteilt.

In der vorherrschenden Sichtweise – die auf den beliebten Hypothesen der Ersparnisschwemme und der sekulären Stagnation gründet – wäre die Antwort, dass die Inflation steigen oder fallen und sich vielleicht sogar in eine Deflation kehren würde. Die Inflation liefert jedenfalls das entscheidende Signal, und in welche Richtung sie sich entwickelt, hängt vom Auslastungsgrad der Wirtschaft ab. Der entsprechende Gleichgewichtszins ist auch bekannt als Wicksell'scher natürlicher Zinssatz: Dabei sind Produktion und Produktionspotenzial bzw. Ersparnis und Investitionen bei Vollbeschäftigung einander gleichgesetzt. Natürlich betrachten die politischen Entscheidungsträger die Kapazitätsunterauslastung in der Praxis auch für sich allein. Doch da diese sehr schwer zu messen ist, tendieren sie in der abschließenden Analyse dazu, den Schätzwert der Unterauslastung an die Inflationsentwicklung anzupassen. Wenn beispielsweise die Arbeitslosigkeit unter ihr vermutetes „Gleichgewichtsniveau“ fällt, die Inflation aber nicht steigt, wird davon ausgegangen, dass nach wie vor eine Kapazitätsunterauslastung besteht.

In der hier vorgebrachten Sichtweise signalisiert die Inflation nicht unbedingt zuverlässig, dass sich die Zinsen auf ihrem „Gleichgewichtsniveau“ befinden. Vielmehr kann der Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten das entscheidende Signal sein. Schließlich war die Inflation vor der Krise stabil, und die traditionellen Schätzwerte für das Produktionspotenzial erwiesen sich im Nachhinein als viel zu optimistisch. Wenn man anerkennt, dass niedrige Zinssätze zum Finanzboom beigetragen haben, dessen Zusammenbruch dann die Krise verursacht hat, und dass, wie die Datenlage zeigt, sowohl Boom als auch nachfolgende Krise Produktion, Beschäftigung und Produktivitätswachstum langfristig geschädigt haben, lässt sich schwerlich behaupten, dass sich die Zinsen auf ihrem Gleichgewichtsniveau befunden hätten. Dies bedeutet auch, dass die Zinssätze derzeit – zumindest teilweise – niedrig sind, weil sie in der Vergangenheit zu niedrig waren. Niedrige Zinssätze erzeugen noch niedrigere Zinssätze. In diesem Sinne rechtfertigen sich die niedrigen Zinssätze selbst. Angesichts des Aufbaus finanzieller Ungleichgewichte in mehreren Teilen der Welt beschleicht einen das unguete Gefühl eines *Déjà-vu*.

Richtet man den Blick von den kurzfristigen auf die langfristigen Zinsen, ändert sich das Bild nicht. Es besteht kein Grund zur Annahme, dass sich die langfristigen Zinsen näher an ihrem Gleichgewichtsniveau befinden als die kurzfristigen Zinsen. Zentralbanken und Marktteilnehmer tappen im Dunkeln und versuchen, entweder die Zinsen hin zu ihrem Gleichgewichtsniveau zu bewegen oder von ihrer Bewegung zu profitieren. Langfristige Zinsen sind letztlich doch nur ein weiterer Vermögenspreis. Und Vermögenspreise folgen häufig einem nicht tragfähigen und unberechenbaren Pfad, beispielsweise wenn sie der Auslöser für finanzielle Instabilität sind.

## Herausforderungen für die Politik

Welche Schlussfolgerungen lassen sich aus der vorliegenden Untersuchung für die politischen Entscheidungsträger ziehen? Erstens wurde der Geldpolitik zu lange zu viel aufgebürdet, insbesondere nach der Krise. Zweitens besteht ganz allgemein die Notwendigkeit, die Maßnahmen nicht mehr auf die Steuerung der Gesamtnachfrage, sondern auf eher strukturelle Anpassungen auszurichten. Dies ist politisch natürlich schwierig umzusetzen. Doch es gibt keinen anderen Weg, um Produktion und Produktivitätswachstum nachhaltig zu steigern und sich vom Schuldenmachen loszusagen. Der genaue Maßnahmen-Mix wird natürlich von Land zu Land unterschiedlich sein. Generell aber müssen die Produkt- und Arbeitsmärkte flexibler gestaltet werden, es gilt, ein dem Unternehmertum und Innovationsgeist förderliches Umfeld zu schaffen, und die Erwerbsbeteiligung muss gesteigert werden. Damit würde auch der gewaltige Druck verringert, der seit der Krise auf der Fiskal- und vor allem auf der Geldpolitik lastet. Der Ölpreisverfall sorgt für Rückenwind bei der Umsetzung dieser Reformen; der dadurch geschaffene Spielraum sollte nicht ungenutzt bleiben. Die vorliegende Analyse sollte auch die rohstoffexportierenden Länder wachrütteln, die angesichts ihrer drastisch einbrechenden Einnahmen versucht sein könnten, auf schmerzhaft Anpassungen zu verzichten.

Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie die wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen national und international am besten auszurichten sind, damit finanzielle Faktoren systematischer berücksichtigt werden. Und es stellt sich die Frage, wie nun weiter zu verfahren ist.

## Neuausrichtung der wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen

Wie im letztjährigen Jahresbericht festgehalten, müssen die nationalen fiskal-, aufsichts- und geldpolitischen Handlungsrahmen auf breiter Basis neu ausgerichtet werden, um die übermäßige finanzielle Elastizität in den einzelnen Volkswirtschaften zu verringern. Die grundlegende Strategie bestünde darin, Finanzbooms bewusster zu zügeln und finanzielle Abschwünge wirksamer anzugehen. Verglichen mit den aktuellen Maßnahmen wären die neuen Maßnahmen über mehrere Finanzzyklen hinweg weniger asymmetrisch und weniger prozyklisch, und sie würden eine geringere Lockerungstendenz bei aufeinanderfolgenden Auf- und Abschwüngen aufweisen. Betrachten wir die Maßnahmen einzeln.

Für die Fiskalpolitik geht es vor allem darum, sicherzustellen, dass sie antizyklisch wirkt und in Abschwüngen noch über genügend Handlungsspielraum verfügt. Dies bedeutet in erster Linie eine langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen – in vielen Ländern eine gewaltige Aufgabe (Kapitel III). Es bedeutet auch, in Finanzbooms besondere Vorsicht walten zu lassen und die tatsächliche Haushaltslage nicht zu überschätzen: Die Tragfähigkeit von Produktion und Wachstum scheint gesichert, Steuereinnahmen fließen reichlich, und es schleichen sich unmerklich Eventualverbindlichkeiten ein, die erst in der Abschwungphase zum Tragen kommen. In Abschwüngen sollte dieser fiskalpolitische Spielraum idealerweise genutzt werden, um die Sanierung der Bilanzen des privaten Sektors zu beschleunigen. Dies gilt für Banken – allerdings nur, wenn die Auffanglösungen des privaten Sektors nicht ausreichen – ebenso wie für Nichtbanken. Die möglichen Optionen reichen von der Rekapitalisierung über die vorübergehende Verstaatlichung bis zum Schuldenerlass im Falle von Nichtbanken. Indem das Problem an der Wurzel angepackt wird, würde dies einen effizienteren Umgang mit öffentlichen Geldern



darstellen als undifferenzierte Ausgaben oder Steuersenkungen. Grundsätzlich spricht viel dafür, die weitverbreitete steuerliche Bevorzugung von Schulden gegenüber dem Eigenkapital abzuschaffen.

Für die Aufsichtspolitik geht es vor allem darum, ihre systembezogene (makroprudenzielle) Ausrichtung zu festigen, damit die Prozyklizität entschlossen angegangen werden kann. Basel III bewegt sich mit seinem antizyklischen Kapitalpolster in der Tat in diese Richtung, und Gleiches gilt für die Umsetzung echter makroprudenzieller Handlungsrahmen auf nationaler Ebene. Diese sehen eine Reihe von Instrumenten vor, die die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems stärken und im Idealfall Finanzbooms zügeln sollen (Kapitel IV). Als Beispiele sind maximale Beleihungsquoten und Schuldenlastgrenzen zu nennen sowie proaktive Anpassungen der Eigenkapitalanforderungen und Rückstellungen, Beschränkungen von Finanzierungen, die nicht aus Bankeinlagen stammen, und makroprudenzielle (d.h. das gesamte Bankensystem betreffende) Stresstests.

Allerdings gibt es weiterhin zwei bedeutende Lücken (Kapitel VI). Zum einen bleibt offen, wie die Risiken, die sich aus der rasanten Zunahme von Nichtbankfinanzinstituten ergeben, am besten anzugehen sind. Natürlich sind Versicherungsgesellschaften immer reguliert worden, wenn auch nicht unbedingt aus einer systemweiten Optik heraus. Zudem wurde in Sachen Schattenbanken – Institute, die außerhalb des Bankensektors mit fremdem Geld Fristentransaktionsgeschäfte tätigen – bereits einiges erarbeitet. Doch erst in jüngster Zeit hat sich die Aufmerksamkeit auch auf die Kapitalanlagegesellschaften gerichtet. Hier gilt die Sorge nicht so sehr dem Ausfall einzelner Unternehmen, sondern der Wirkung, die ihr kollektives Handeln über den Kanal der Vermögenspreise, der Marktliquidität und der Finanzierungsbedingungen auf die Stabilität des Finanzsystems ausübt. Selbst wenn sie nicht fremdfinanziert sind, können sie durchaus wie mit Fremdmitteln operierende Investoren agieren. Zum anderen bleibt offen, wie das Problem des Länderrisikos, auch im Falle von Banken, am besten anzugehen ist. Mehrere Aufsichtsbestimmungen und -praktiken begünstigen Forderungspositionen gegenüber Staaten. Doch diese können mit erheblichen Risiken behaftet sein und haben in der Vergangenheit häufig zu Bankkonkursen geführt. Außerdem geht die Begünstigung staatlicher Schuldner oft zulasten von kleinen und mittleren Unternehmen, wodurch profitable Aktivitäten und Beschäftigungswachstum abgewürgt werden. Aus diesem Grund bedarf es eines systemweiten und umfassenden Ansatzes für die verschiedenen Forderungsarten. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ist hier vor Kurzem tätig geworden. Die begonnene Arbeit sollte unverzüglich und entschlossen fortgesetzt werden.

Für die Geldpolitik schließlich geht es vor allem darum, sicherzustellen, dass Finanzstabilitätsanliegen während Auf- und Abschwungphasen symmetrischer berücksichtigt werden (Kapitel IV). Die Handlungsrahmen sollten es ermöglichen, die Geldpolitik während eines Finanzbooms zu straffen, selbst wenn die kurzfristige Inflation niedrig und stabil ist, und sie während des Abschwungs weniger energisch und für kürzere Zeit zu lockern.

Es sind einige Einwände gegen diesen Vorschlag vorgebracht worden, doch keiner erscheint wirklich überzeugend. Ähnliche Einwände wurden seinerzeit auch gegen die Einführung von Preisstabilitätszielen erhoben, die viele als Betreten von Neuland ansahen.

Erstens wird eingewandt, dass es keine verlässlichen Indikatoren für den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte gebe. In diesem Bereich sind jedoch beträchtliche Fortschritte erzielt worden, und makroprudenzielle Ansätze beziehen entsprechende

Schätzwerte bereits ganz konkret ein. Außerdem sind traditionelle Richtwerte der Geldpolitik nicht beobachtbar und lassen sich nur mit hoher Unsicherheit messen, etwa die Kapazitätsunterauslastung, das Produktionspotenzial oder die realen Gleichgewichtszinsen. Selbst die als Richtwert wichtigen Inflationserwartungen sind schwierig zu messen.

Zweitens wird eingewandt, dass die Geldpolitik wenig Einfluss auf Finanzbooms und somit auf die Kreditausweitung, die Vermögenspreise und die Risikoübernahme nehmen kann. Dies sind jedoch entscheidende Kanäle, um die Gesamtnachfrage mit geldpolitischen Impulsen zu beeinflussen. Tatsächlich haben die Zentralbanken nach der Krise *ausdrücklich* eine solche Strategie verfolgt, um die Wirtschaft anzukurbeln. Und wenn die Datenlage einen Schluss zulässt, dann den, dass die Zentralbanken die Finanzmärkte und die Risikoübernahme im Finanzsystem sehr erfolgreich beflügelt haben, was man von der Risikoübernahme in der Realwirtschaft und folglich der Produktion nicht behaupten kann.

Die eigentliche Frage lautet, wie sich diese Strategie mit Inflationszielen vereinbaren lässt. Erforderlich ist eine größere Toleranz für länger anhaltende Abweichungen der Inflation von ihrem Zielwert, insbesondere wenn die Disinflation auf positive angebotsseitige Kräfte zurückzuführen ist. Sind die Zentralbanken bereit, solche Abweichungen zu akzeptieren? Und sind ihre Handlungsrahmen flexibel genug? Die Antwort ist zwangsläufig je nach Zentralbank unterschiedlich.

Einige Handlungsrahmen dürften den Zentralbanken bereits ausreichend Flexibilität verleihen. Beispielsweise ist in bestimmten Fällen ausdrücklich vorgesehen, die Inflation nur langsam zum langfristigen Zielwert zurückkehren zu lassen, in Abhängigkeit von den Faktoren, die zur Abweichung geführt haben. Selbstverständlich verlangt dies eine sorgfältige Begründung und Kommunikation, was möglicherweise eine Herausforderung für sich darstellt. Warum Zentralbanken diese Flexibilität bisher wohl eher zögerlich genutzt haben, könnte durch zwei Aspekte zumindest teilweise erklärt werden. Zum einen ist diese Flexibilität für die Zentralbanken mit Zielkonflikten verbunden. Beispielsweise betrachten sie die Deflation womöglich als eine Art rote Linie, deren Überschreitung einen sich selbst verstärkenden Prozess der Destabilisierung auslöst. Zum anderen haben sie die Möglichkeit, stattdessen makroprudenzielle Instrumente einzusetzen.

Dennoch könnten die Handlungsrahmen und die zugrundeliegenden Mandate einiger Zentralbanken als zu restriktiv angesehen werden. In diesem Fall könnten entsprechende Anpassungen vorgenommen werden. Dies könnte gegebenenfalls sogar eine Überprüfung der Mandate bedeuten, um beispielsweise Finanzstabilitätsüberlegungen größeres Gewicht zu verleihen. Wenn jedoch dieser Weg gewählt wird, wäre höchste Vorsicht geboten. Die Überprüfung und das Endergebnis könnten unberechenbar sein und Tür und Tor für unerwünschten politökonomischen Druck öffnen.

Grundsätzlich sollten unbedingt der bestehende Handlungsspielraum voll ausgeschöpft und analytische Sichtweisen gefördert werden, die die Kosten aufzeigen, die entstehen, wenn Finanzstabilitätsüberlegungen nicht in die geldpolitischen Handlungsrahmen integriert werden. Entscheidend wird sein, dafür ausreichend öffentliche Unterstützung zu mobilisieren. Die Überprüfung der Mandate wäre dann die letzte Alternative.

Wie steht es mit dem internationalen Währungs- und Finanzsystem? Sein eigenes Haus in Ordnung zu halten, entsprechend den beschriebenen Grundsätzen, wäre bereits ein wichtiger Schritt: Dadurch würden sich die negativen Auswirkungen

auf die übrigen Bewohner des globalen Dorfes erheblich verringern. Doch dies genügt nicht (Kapitel V).

Für die „finanzielle“ Dimension des Systems ist dies seit Langem klar. Die Überzeugung, dass Verbesserungsbedarf besteht, war die Grundlage für die immer engere Zusammenarbeit bei der Entwicklung und Umsetzung gemeinsam vereinbarter Aufsichtsstandards und bei der tagtäglichen Beaufsichtigung der Banken. Der bisherige Weg war sicher nicht leicht, und sobald die Erinnerungen an eine Krise verblassen, lässt der Schwung unweigerlich nach. Doch es geht weiter, insbesondere mit den verschiedenen Vorstößen unter der Führung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Financial Stability Board (s. weiter unten). Um vorwärtszukommen, braucht es einen unermüdlichen Einsatz: Stets lauert die Gefahr, dass nationale Prioritäten und Vorlieben wieder Oberhand gewinnen.

Anders als für die finanzielle Dimension des Systems ist die Einsicht, dass es nicht genügt, sein eigenes Haus in Ordnung zu halten, für die „geldpolitische“ Dimension keine Selbstverständlichkeit, zumindest nicht seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems. Hier ist es sinnvoll, zwischen Krisenmanagement und Krisenprävention zu unterscheiden. Beim Krisenmanagement hat die Zusammenarbeit, hauptsächlich in Form von Devisenswapkreditlinien, Tradition. Dies gilt weit weniger für die Krisenprävention, also für die alltägliche Geldpolitik.

Beim Krisenmanagement können die Zentralbanken auf der erfolgreichen Zusammenarbeit während der Großen Finanzkrise aufbauen. Die Zentralbanken der wichtigsten Währungsräume haben Devisenswapkreditlinien vereinbart oder könnten diese bei Bedarf rasch einrichten. Und diese Mechanismen könnten noch weiter gestärkt werden, auch wenn dies schwierige Fragen im Zusammenhang mit Risikomanagement und Führungsstrukturen aufwirft.

Doch internationale Vorkehrungen für die Gewährung von Notfallliquidität können und dürfen kein Ersatz für die Zusammenarbeit bei der Prävention von Finanzkrisen sein. Sie können kein Ersatz dafür sein, weil die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Kosten einer Krise schlicht zu hoch und zu unberechenbar sind. Und angesichts der Gefahr von Moral Hazard und der Tendenz, den Zentralbanken zu viel aufzubürden, dürfen sie kein Ersatz dafür sein.

Zwei Faktoren haben die geldpolitische Zusammenarbeit in Nichtkrisenzeiten stark behindert. Der erste Faktor hängt mit der gestellten Diagnose zusammen und damit, ob überhaupt ein entsprechender Handlungsbedarf gesehen wird. Wie oben erläutert, geht die vorherrschende Sichtweise davon aus, dass flexible Wechselkurse in Kombination mit inflationssteuernden Maßnahmen im Inland weltweit zum gewünschten Ergebnis führen können. Folglich konzentrieren sich Diskussionen zur Förderung der weltweiten Zusammenarbeit auf den Umgang mit den gegenwärtigen Leistungsbilanzungleichgewichten, die sich durch geldpolitische Maßnahmen weniger gut beeinflussen lassen. Tatsächlich sind die Begriffe „Ungleichgewicht“ und „Leistungsbilanzungleichgewicht“ für viele austauschbar geworden. Der zweite Faktor hängt mit den Mandaten zusammen und damit, ob überhaupt entsprechende Handlungsanreize bestehen. Die nationalen Mandate legen die Latte höher: Maßnahmen müssen eindeutig den Interessen des eigenen Landes dienen. Mit anderen Worten: In den Augen der Zentralbanken besteht weder Handlungsbedarf noch Handlungsanreiz.

Doch keiner der beiden Faktoren sollte die geldpolitische Zusammenarbeit in Nichtkrisenzeiten stoppen. Die Sichtweise der übermäßigen finanziellen Elastizität unterstreicht den Handlungsbedarf: Die weltweiten Spillover- und Rückkopplungs-

effekte verursachen einfach zu große Schäden. Und sie legt das Augenmerk auf finanzielle Ungleichgewichte – die sich im toten Winkel der gegenwärtigen Handlungsrahmen befinden. Dass ausschließlich Leistungsbilanzungleichgewichte im Fokus der Handlungsrahmen stehen, war aus dieser Optik betrachtet zuweilen sogar kontraproduktiv. Beispielsweise führte dieser Fokus dazu, dass Druck auf die Überschussländer ausgeübt wurde, ihre Inlandsnachfrage auszuweiten, obwohl finanzielle Ungleichgewichte im Aufbau begriffen waren, so z.B. in Japan in den 1980er Jahren oder in China nach der Finanzkrise. Und was die Handlungsanreize betrifft: Im Bereich der Aufsicht haben die nationalen Mandate die enge Zusammenarbeit schließlich auch nicht verhindert.

Wie weit könnte die Zusammenarbeit realistischere gehen? Zumindest ein aufgeklärtes Eigeninteresse, basierend auf einem intensiven Informationsaustausch, sollte möglich sein. Dies würde bedeuten, dass Spillover- und Rückkopplungseffekte bei der Festlegung geldpolitischer Maßnahmen systematischer berücksichtigt werden. Große Volkswirtschaften mit einer internationalen Währung haben diesbezüglich eine besondere Verantwortung. Die Zusammenarbeit könnte abgesehen von in Krisenzeiten getroffenen gemeinsamen Entscheidungen sogar gelegentliche gemeinsame Zinsentscheide oder Devisenmarktinterventionen beinhalten. Um aber neue globale Spielregeln festzulegen, die für mehr Disziplin bei den nationalen Maßnahmen sorgen würden, wäre leider ein stärkeres Bewusstsein der Dringlichkeit und der gemeinsamen Verantwortung vonnöten.

### Was ist nun zu tun?

Jahr für Jahr hat sich der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum verkleinert. In einigen Ländern testet die Geldpolitik bereits ihre Grenzen aus und dehnt sie bis ins Udenkbare. In anderen Ländern sinken die Leitzinsen noch immer. Nachdem die Fiskalpolitik nach der Krise expansiv gewesen war, wurde sie aus Sorge über die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zurückhaltender. Und in den aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen sich das Wachstum abschwächt, verschlechtert sich die Haushaltslage. Was also ist nun zu tun, abgesehen von einer Intensivierung der Reformbemühungen, die das Produktivitätswachstum stärken sollen?

Oberste Priorität für die Fiskalpolitik ist es, die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sicherzustellen, die in vielen Fällen nicht gegeben ist (Kapitel III). Dies ist die Grundvoraussetzung für dauerhafte Währungs-, Finanz- und Wirtschaftsstabilität. Und dies bestimmt auch den kurzfristigen Handlungsspielraum. Wenn die längerfristigen Wachstumsaussichten unsicher sind, wäre es höchst unklug, weiterhin expansive fiskalpolitische Maßnahmen zu ergreifen – ein Fehler, der in der Vergangenheit oft genug begangen wurde. Für Länder, die noch über fiskalpolitischen Handlungsspielraum verfügen und ihn nutzen müssen, stellt sich die Frage, wie sie dies am wirksamsten tun können. Hier gilt es in erster Linie, die Bilanzsanierung im privaten Sektor zu erleichtern, Reformen zu unterstützen, die das langfristige Produktivitätswachstum steigern, und vermehrt und umsichtig Investitionen zu fördern, wobei Letzteres auf Kosten der laufenden Transferleistungen ginge. Dabei sollte der Qualität der öffentlichen Ausgaben eine größere Bedeutung beigemessen werden als der Quantität.

In der Geldpolitik müssen die Risiken der gegenwärtigen Maßnahmen für die Finanz- und folglich auch die Wirtschaftsstabilität vollumfänglich berücksichtigt werden. Es besteht zugegebenermaßen große Unsicherheit über die Funktionsweise der Wirtschaft. Doch aus genau diesem Grund scheint es unklug, die Aufsichts-

instanzen alleine mit der Aufgabe der Begrenzung der Finanzstabilitätsrisiken zu betrauen. Wie die Kalibrierung der Maßnahmen im konkreten Fall aussieht, ist auch hier je nach Land unterschiedlich. Generell würde ein besser ausgewogener Ansatz aber darin bestehen, die Gefahren einer zu späten und zu langsamen Normalisierung stärker als bisher zu gewichten. Und dort, wo eine Lockerung angezeigt ist, sollten analog dazu die Gefahren einer zu energischen und zu langen Lockerung stärker als bisher gewichtet werden.

Angesichts der gegenwärtigen Lage wird der Weg zur Normalisierung zwangsläufig holprig sein. Die aggressive Risikoübernahme an den Finanzmärkten hat zu lange angedauert. Und die Illusion, dass die Märkte auch unter Stress liquide bleiben würden, hat zu viele Anhänger (Kapitel II). Doch die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Turbulenzen kommen wird, nimmt weiter zu, wenn die gegenwärtigen außergewöhnlichen Bedingungen fortauern. Je mehr ein Gummiband gedehnt wird, umso heftiger schnell es zurück. Die Wiederherstellung normaler Bedingungen wird auch mit Blick auf die nächste Rezession entscheidend sein, die ohne Zweifel irgendwann eintreten wird. Was bringt eine Kanone, die alles Pulver verschossen hat? Die Normalisierung der Geldpolitik sollte daher – unter Berücksichtigung der jeweiligen länderspezifischen Situation – mit Entschlossenheit und Beharrlichkeit verfolgt werden.

All dies macht natürlich die Stärkung der aufsichtsrechtlichen Sicherheitsvorkehrungen besonders wichtig (Kapitel VI). Makroprudenzielle Instrumente sollten energisch eingesetzt werden, aber ohne unrealistische Erwartungen darüber zu wecken, was sie isoliert zu erreichen vermögen. Wo nötig, sollte die Sanierung der Bilanzen mit Nachdruck verfolgt werden, in Form von Abschreibungen und Rekapitalisierungen. Und die angestoßenen Regulierungsreformen sollten zügig und umfassend umgesetzt werden. Insbesondere ist die Neukalibrierung der Höchstverschuldungsquote von Banken wichtig, als verlässliches Korrektiv zu den risikobasierten Mindestkapitalanforderungen. Ebenso wichtig ist zu einer Zeit, in der die nominalen Zinssätze so lange so außerordentlich niedrig gewesen sind, ein solider Standard für das Zinsänderungsrisiko im Anlagebuch.

## Zusammenfassung

Die Weltwirtschaft verzeichnet wieder Wachstumsraten, die nicht weit von ihrem historischen Durchschnitt entfernt sind. Der niedrigere Ölpreis sollte die Wirtschaft auf kurze Sicht zusätzlich beflügeln, auch wenn er den Abwärtsdruck auf die Preise vorübergehend verstärkt. Doch es ist nicht alles in bester Ordnung. Die Schuldenstände und die finanziellen Risiken sind noch immer zu hoch, das Produktivitätswachstum ist zu niedrig, und der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum ist zu klein. Das Wachstum der Weltwirtschaft ist unausgewogen. Die seit außerordentlich langer Zeit außerordentlich niedrigen Zinssätze sind das sichtbare Zeichen dieser Malaise.

Doch es könnte auch anders sein. Die Probleme sind menschengemacht und lassen sich mit menschlichem Verstand lösen. In diesem Kapitel wird aus der Reihe der vielen sich anbietenden Diagnosen eine mögliche Diagnose gestellt: Demnach liegt der Grund der gegenwärtigen Malaise zu einem erheblichen Teil in dem Unvermögen der wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen, die „übermäßige finanzielle Elastizität“ der Weltwirtschaft – ihre Neigung, enorm schädliche finanzielle Auf- und Abschwünge hervorzubringen – in den Griff zu bekommen. Dieses Auf und

Ab schädigt das Wirtschaftsgefüge nachhaltig, und es braucht geeignete Maßnahmen, um die Wirtschaft wieder auf einen gesunden und nachhaltigen Wachstumskurs zu bringen – einen Wachstumskurs, der nicht gleich den Boden für den nächsten destabilisierenden Zyklus bereitet. Auf lange Sicht besteht die Gefahr, dass die Wirtschaft auf Dauer instabil und chronisch schwach bleibt.

Man kann diese Diagnose ohne Weiteres ablehnen. Nicht so leicht dürfte jedoch die Ablehnung des grundlegenden Prinzips fallen, dass bei unsicheren Diagnosen stets Vorsicht geboten ist. Vorsicht bedeutet hier, eine Behandlung zu wählen, die die Möglichkeit eines Irrtums einbezieht. Aus dieser Optik erscheinen die gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen allzu einseitig. Letzten Endes basieren sie immer noch auf der Annahme, dass die Inflation als zuverlässiger Maßstab für Tragfähigkeit genügt bzw. dass andernfalls die Risiken für die Finanzstabilität allein durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen angemessen angegangen werden können. Dies ist eine vertraute Sichtweise: Lässt man die Vorbehalte außer Acht, erinnert sie stark an die Zeit vor der Krise.

Ein besser ausgewogener Ansatz hätte folgende Merkmale: Es würde mit einer Kombination von geld-, fiskal- und aufsichtspolitischen Maßnahmen auf die finanziellen Auf- und Abschwünge reagiert und nicht mit Aufsichtsmaßnahmen allein. Bei der Festlegung der Maßnahmen würde weniger auf Nachfragesteuerungspolitik, insbesondere die Geldpolitik, und mehr auf Strukturpolitik abgestellt. Und es würde nicht einfach davon ausgegangen, dass wenn das eigene Haus in Ordnung ist, dies gleichsam für das globale Dorf gilt.

Wichtiger denn je ist es, die kurzfristige Sicht durch eine längerfristige zu ersetzen. In den letzten Jahrzehnten haben der langsame Aufbau finanzieller Booms und die langen Abschwungphasen sozusagen eine Verlangsamung der „wirtschaftlichen Zeit“ im Verhältnis zur Kalenderzeit bewirkt: Die wirtschaftlichen Entwicklungen, die *wirklich* wichtig sind, werden heutzutage mit viel größerer Verzögerung erst sichtbar. Gleichzeitig ist der Entscheidungshorizont für die politischen Entscheidungsträger und die Marktteilnehmer kürzer geworden. Die Finanzmärkte haben die Reaktionszeiten verkürzt, und die politischen Entscheidungsträger jagen den Finanzmärkten in immer kürzerem Abstand hinterher – eine zunehmend enge, sich selbst genügende Beziehung. Letztlich ist es diese Kombination von verlangsamter „wirtschaftlicher Zeit“ und kürzerem Entscheidungshorizont, die erklärt, an welchem Punkt wir angelangt sind – und wie, ehe man sich versieht, das Udenkbare zum Normalfall werden kann. Wir sollten nicht zulassen, dass es so weit kommt.