

I. Wenn die Zukunft zur Gegenwart wird

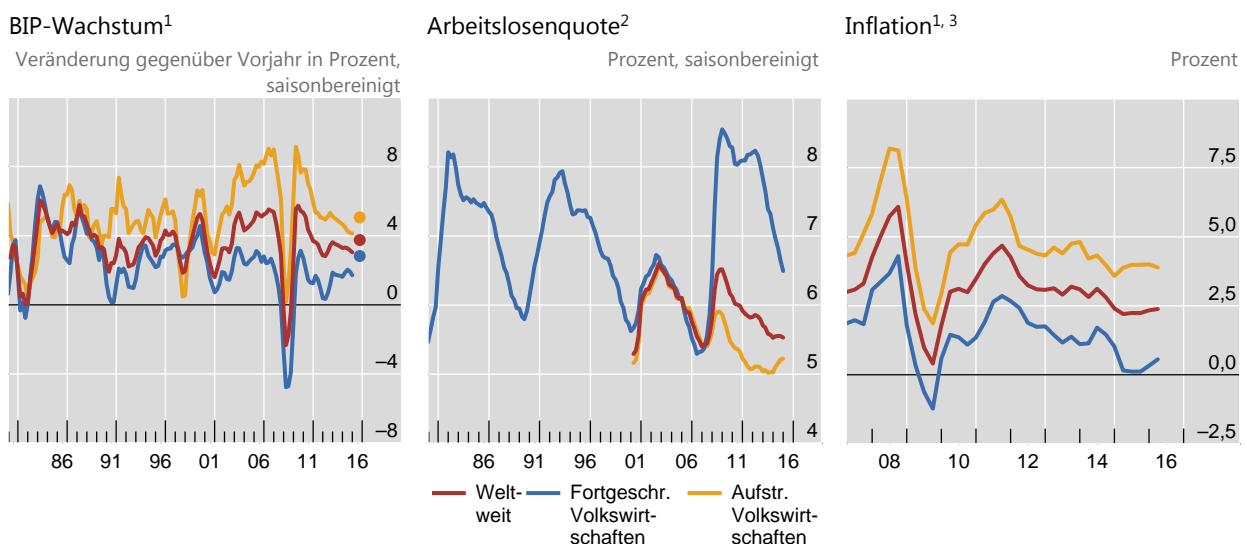
Die Weltwirtschaft wächst weiter, doch sie vermittelt nach wie vor das Bild einer ungleichmäßigen, noch nicht abgeschlossenen Anpassung. Erwartungen sind nicht erfüllt worden, das Vertrauen hat sich nicht wieder eingestellt, und immense Schwankungen bei den Wechselkursen und Rohstoffpreisen im vergangenen Jahr deuten auf die Notwendigkeit einer grundlegenden Anpassung hin. Wie weit ist die Weltwirtschaft von einem robusten, nachhaltigen Wachstum entfernt?

In einem größeren Zusammenhang betrachtet, lassen die Standardmessgrößen erkennen, dass die Wirtschaftsleistung nicht so desolat ist, wie zuweilen behauptet wird (Grafik I.1). Auch wenn – wie schon so oft seit der Großen Finanzkrise – die Aussichten für die Weltwirtschaft einmal mehr nach unten korrigiert worden sind, so befinden sich die Wachstumsraten doch unweit historischer Durchschnittswerte, und in einigen wichtigen Fällen liegen sie über dem geschätzten Potenzial. Das Wachstum pro Person im erwerbsfähigen Alter (um demografische Trends bereinigt) liegt sogar leicht über dem langfristigen Trend (Kapitel III). Zudem sind die Arbeitslosenquoten im Allgemeinen gesunken und liegen vielfach nahe historischen Normwerten bzw. Schätzwerten für Vollbeschäftigung. Und obwohl die Inflation in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften unterhalb der konkreten Zielwerte verharrt, kann sie mehr oder weniger im Einklang mit der Definition von Preisstabilität gesehen werden. Nur von einer „anhaltenden Erholung“ zu sprechen wird der effektiven Entwicklung der Weltwirtschaft seit der Krise nicht wirklich gerecht.

Mehr Unbehagen bereitet das Umfeld, in dem sich diese wirtschaftlichen Messgrößen entwickeln, und das, was sie über die Zukunft aussagen könnten. Man könnte von einer „riskanten Dreierkonstellation“ sprechen: ein ungewöhnlich niedriges

Weltwirtschaft nicht so schwach wie vielfach behauptet

Grafik I.1



Die Punkte im linken Feld zeigen den Durchschnittswert für den Zeitraum 1982–2007 an.

¹ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. ² Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Erwerbsbevölkerung; kann je nach Land unterschiedlich definiert sein. ³ Verbraucherpreise.

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

Produktivitätswachstum, das die Hoffnung auf künftige Verbesserungen des Lebensstandards trübt, globale Schuldenstände von historisch nie dagewesenem Ausmaß, die ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen, und ein äußerst enger wirtschaftspolitischer Handlungsspielraum, der die Weltwirtschaft höchst anfällig macht.

Wie im letztjährigen BIZ-Jahresbericht erwähnt, sind die außerordentlich und anhaltend niedrigen Zinssätze ein augenfälliges und vieldiskutiertes Zeichen dieses Unbehagens. Und die Zinsen sind heute noch niedriger als vor einem Jahr (Grafik I.2 links). Die inflationsbereinigten Leitzinssätze sind noch weiter unter null gefallen und verlängern damit die längste Negativzinsphase seit dem Zweiten Weltkrieg. Neben der EZB, der Sveriges Riksbank, der Danmarks Nationalbank und der Schweizerischen Nationalbank hat inzwischen auch die Bank of Japan negative Nominalleitzinsen eingeführt. Ende Mai wurden überdies Staatsschuldtitel im Wert von fast \$ 8 Bio., auch solche am langen Ende des Laufzeitenspektrums, mit negativen Renditen gehandelt – ein neuer Rekord (Grafik I.2 rechts).

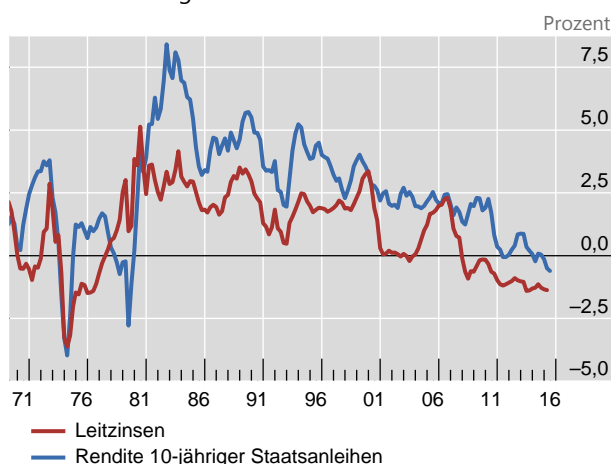
Diese Zinssätze sagen einiges aus: Die Marktteilnehmer blicken mit einer gewissen Besorgnis in die Zukunft; trotz der massiven Zentralbankmaßnahmen seit der Krise verhartet die Inflation hartnäckig auf niedrigem Niveau und das Produktionswachstum ist enttäuschend; und von der Geldpolitik wird schon viel zu lange zu viel verlangt. Der Gegensatz zwischen einem globalen Wachstum, das sich unweit historischer Durchschnittswerte befindet, und Zinssätzen, die derart niedrig sind, ist besonders stark. Er äußert sich auch in Anzeichen von Instabilität an den Finanzmärkten und von Anspannungen an den Devisenmärkten.

Die Entwicklung der Weltwirtschaft zu deuten ist schwierig, aber nur so lassen sich mögliche Lösungswege finden. Wie in den jüngsten BIZ-Jahresberichten wird im Folgenden eine Deutung präsentiert, die finanzielle, mittelfristige und globale Faktoren in den Mittelpunkt stellt. Aus dieser Optik betrachtet, ist die gegenwärtige Malaise zu einem großen Teil auf das Unvermögen zurückzuführen, enorm kostspielige finanzielle Auf- und Abschwünge in den Griff zu bekommen. Diese sog. Finanzzyklen

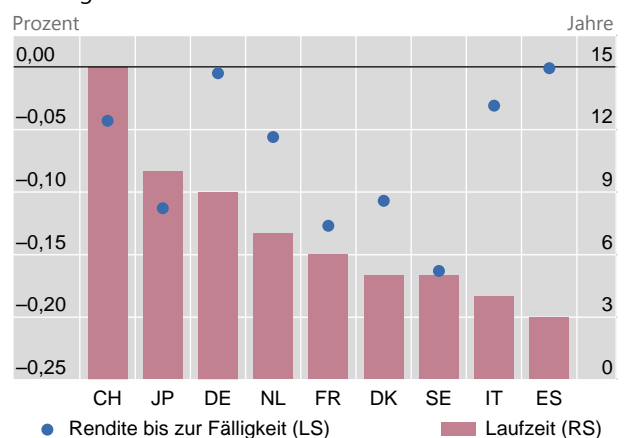
Zinssätze immer noch außerordentlich und anhaltend niedrig

Grafik I.2

Zinssätze für die G3-Volkswirtschaften, inflationsbereinigt¹



Längste Laufzeit von Staatsanleihen mit negativer Rendite²



¹ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten (jeweils rollierend); nominaler Leitzinssatz (Rendite) abzüglich Verbraucherpreisinflation ohne Nahrungsmittel und Energie. ² Unspezifische Staatsanleihen gemäß Bloomberg; Stand 27. Mai 2016.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

haben das Wirtschaftsgefüge auf lange Sicht geschädigt und ein robustes, ausgeglichenes und nachhaltiges globales Wachstum in weite Ferne rücken lassen, was typisch für eine ungleichmäßige Erholung nach einer Bilanzrezession ist. Viel zu lange diente die Schuldenaufnahme als politischer und gesellschaftlicher Ersatz für Einkommenswachstum.

Diese Deutung spricht für eine dringende wirtschaftspolitische Neuausrichtung, die strukturelle Maßnahmen, finanzielle Entwicklungen und einen mittelfristigen Zeithorizont stärker ins Zentrum rückt. Ein Schlüsselement dieser Neuausrichtung wäre eine größere Anerkennung des kumulativen Effekts wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf den Schuldenstand, die Ressourcenallokation und den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum. Diese mangelnde Anerkennung schränkt nämlich die Optionen ein, wenn die Zukunft schließlich zur Gegenwart wird. Intertemporale Zielkonflikte sind von zentraler Bedeutung.

In diesem Jahresbericht werden einige dieser Themen einschließlich der daraus resultierenden enormen analytischen und wirtschaftspolitischen Herausforderungen vertieft und um aktuelle Informationen ergänzt. Das vorliegende Kapitel bietet einen Überblick: Zunächst wird die Entwicklung der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr beleuchtet, bevor einige Bestimmungsfaktoren dieser Entwicklung näher untersucht werden. Dabei werden die Elemente der erforderlichen makroökonomischen Anpassung in einen längerfristigen Zusammenhang gestellt und künftige Risiken beurteilt. Das Kapitel schließt mit den politischen Überlegungen, die sich aus der vorstehenden Analyse ergeben.

Die Weltwirtschaft: die wichtigsten Entwicklungen im vergangenen Jahr

Im Großen und Ganzen entsprach die Entwicklung der Weltwirtschaft im Berichtsjahr früheren Mustern, und es zeigten sich wiederkehrende Spannungen zwischen makroökonomischen Entwicklungen und den Finanzmärkten.

Das globale Wachstum war erneut geringer als erwartet, obwohl es mit 3,2% nur knapp unter der Rate von 2014 lag und nicht weit vom Durchschnittswert der Jahre 1982–2007 entfernt war (Kapitel III). Unter dem Strich blieb die vorausgesagte Wachstumsverschiebung von den aufstrebenden Volkswirtschaften zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aus: Letztere wuchsen nicht stark genug, um die Abschwächung in den rohstoffexportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften zu kompensieren. Aktuell weisen die Prognosen auf ein allmählich zunehmendes Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und eine kräftigere Erholung in den aufstrebenden Volkswirtschaften hin.

Die Arbeitsmärkte zeigten sich widerstandsfähiger. In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, darunter alle großen Länder, war die Arbeitslosenquote weiter rückläufig. Ende 2015 lag die Gesamtrate bei nur noch 6,5% – dem Wert von 2008, bevor der eigentliche Anstieg während der Krise einsetzte. Dennoch ist die Arbeitslosenquote teilweise immer noch besorgniserregend hoch, insbesondere im Euro-Raum und bei jungen Menschen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften ist das Bild uneinheitlicher, mit zumeist hohen, aber auch einigen niedrigen Raten. Insgesamt ist die Arbeitslosenquote leicht gestiegen.

Die Diskrepanz zwischen steigender Beschäftigung einerseits und moderatem Produktionswachstum andererseits deutet auf ein schwaches Produktivitätswachstum hin – das erste Element der „riskanten Dreierkonstellation“ (Grafik I.3 links). Das anhaltend niedrige Produktivitätswachstum setzte seinen langfristigen Abwärtstrend fort, der zumindest in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erkennbar gewesen war und sich in den von der Krise betroffenen Ländern verstärkt hatte.

Die Inflation war im Allgemeinen nach wie vor niedrig, außer in einigen aufstrebenden – insbesondere lateinamerikanischen – Volkswirtschaften, deren Währung massiv abwertete (Kapitel IV). In den größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einer Weltwährung stieg die Kerninflation, wenn auch nicht über die Zielwerte hinaus. Die Gesamtinflation dagegen war deutlich niedriger. Auch nahezu im gesamten Asien-Pazifik-Raum und in kleineren fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren die Inflationsraten niedrig.

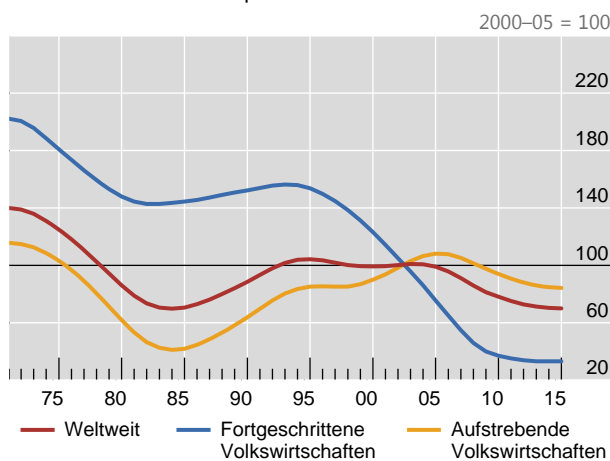
Einmal mehr war der weitere Preisverfall bei den Rohstoffen, insbesondere beim Öl, für diese Entwicklungen maßgebend. Nachdem der Ölpreis im ersten Halbjahr 2015 anzuziehen schien, ging er in der Folge erneut auf Talfahrt und erholte sich erst in den vergangenen Monaten etwas. Der allgemeine Rückgang der Rohstoffpreise erklärt zum Teil die Wachstumsmuster in den rohstoffexportierenden und –importierenden Ländern (Kapitel III). Die Wachstumsabschwächung in Ersteren wurde nur teilweise dadurch wettgemacht, dass die Landeswährung vor dem Hintergrund eines aufwertenden US-Dollars abwertete. Der Rückgang der Rohstoffpreise gibt auch Aufschluss über das Auseinanderdriften von Gesamt- und Kerninflationen und darüber, warum die äußerst besorgniserregend hohen Inflationsraten mit schwacher Wirtschaftstätigkeit einhergingen (Kapitel IV).

Derweil sind die Schulden im Verhältnis zum BIP weltweit weiter gestiegen – das zweite Element der „riskanten Dreierkonstellation“ (Grafik I.3 rechts). In den von der Krise am stärksten betroffenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften stand einer

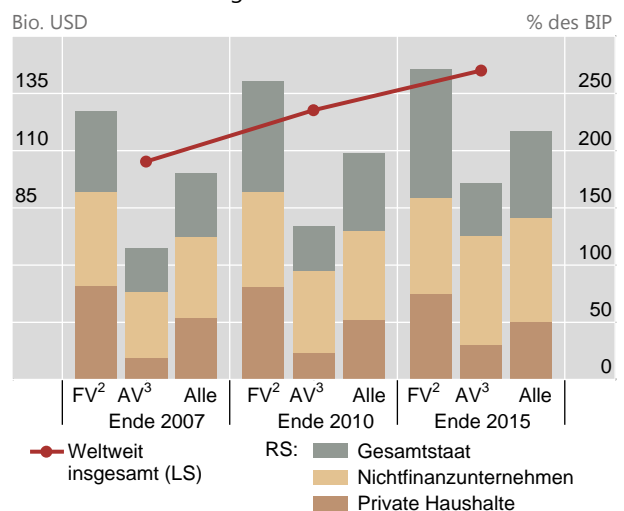
Globale Verschuldung steigt immer noch, Produktivitätswachstum sinkt weiter

Grafik I.3

Wachstum der Arbeitsproduktivität¹



Globale Verschuldung



¹ Logarithmus der jährlichen Arbeitsproduktivität je Beschäftigten berechnet anhand eines Hodrick-Prescott-Filters. ² Fortgeschrittene Volkswirtschaften. ³ Aufstrebende Volkswirtschaften.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; The Conference Board, *Total Economy Database*; Angaben der einzelnen Länder; BIZ; Berechnungen der BIZ.

begrüßenswerten Verringerung bzw. Stabilisierung der Verschuldung des privaten Sektors tendenziell ein weiterer Anstieg der Verschuldung des öffentlichen Sektors gegenüber. In anderen Ländern nahm die Verschuldung im privaten Sektor entweder im Gleichklang mit der Verschuldung im öffentlichen Sektor zu oder ihr Anstieg überwog den Schuldenabbau im öffentlichen Sektor.

Die Performance im Finanzsektor war uneinheitlich (Kapitel VI). In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften passten sich die Banken rasch an die neuen Eigenkapitalanforderungen an, indem sie ihre Eigenkapitalbasis weiter stärkten. Ungeachtet dessen blieb der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern des Euro-Raums sehr hoch. Zudem war die Rentabilität der Banken selbst bei positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen relativ niedrig. Anlass zu Besorgnis gibt die Tatsache, dass sich die Ratings der Banken seit der Krise verschlechtert haben und das Kurs-Buchwert-Verhältnis in der Regel unter 1 verharrt. Den Versicherungsgesellschaften erging es im vergangenen Jahr nicht viel besser. In den aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen die Kreditkonditionen im Allgemeinen günstiger waren, war die Ertragslage der Banken positiver. Dies gilt allerdings nicht für Länder, in denen ein Umschwung des Finanzzyklus stattgefunden hatte.

An den Finanzmärkten wechselten sich Phasen von angespannter Ruhe und Turbulenzen ab (Kapitel II). Der unmittelbare Grund für Turbulenzen war die Besorgnis über die Wachstumsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere Chinas. Zu erhöhter Nervosität kam es erstmals im dritten Quartal 2015 und, nachdem sich die Märkte wieder beruhigt hatten, erneut Anfang 2016 mit einer der größten Januar-Verkaufswellen, die je verzeichnet wurden. Es folgte eine kürzere, wenn auch heftigere turbulente Phase im Februar, bei der die Banken im Zentrum der Unruhe standen. Auslöser waren enttäuschende Gewinnmeldungen, regulatorische Unsicherheit im Zusammenhang mit der Behandlung von bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCo-Bonds) und vor allem die Besorgnis, dass Bankgewinne an die Erwartung gekoppelt sein könnten, dass die Zinssätze im Gefolge von Zentralbankmaßnahmen anhaltend niedrig bleiben. Danach stabilisierten sich die Märkte wieder, und es kam erneut zu merklichen Anstiegen der Vermögenspreise und Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften.

Der Wechsel von Ruhe und Turbulenzen ging nicht spurlos an den Finanzmärkten vorüber. Gegen Ende des Berichtszeitraums hatten die meisten Aktienmärkte nachgegeben, obwohl die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im langjährigen Vergleich immer noch relativ hoch waren. Die Renditenaufschläge lagen beträchtlich höher, insbesondere im Energiesektor und in vielen rohstoffexportierenden Ländern. Der US-Dollar hatte gegenüber den meisten Währungen aufgewertet, und die langfristigen Renditen erreichten neue Tiefststände.

Vor diesem Hintergrund verkleinerte sich der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum weiter – das dritte Element der „riskanten Dreierkonstellation“. Besonders deutlich wird dies bei der Geldpolitik (Kapitel IV). Die US-Notenbank begann zwar, ihren Leitzins anzuheben, nachdem er sieben Jahre lang praktisch an der Nullzinsgrenze gelegen hatte. Daraufhin signalisierte sie jedoch, dass die Straffung langsamer als ursprünglich vorgesehen erfolgen würde. Gleichzeitig wurde die Geldpolitik in anderen wichtigen Volkswirtschaften weiter gelockert, indem Zinsen gesenkt und die Zentralbankbilanzen noch mehr ausgeweitet wurden. Die Verengung des Handlungsspielraums gilt in gewissem Maße auch für die Fiskalpolitik (Kapitel III und V). Da in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zumeist ein auf kurze Sicht neutraler oder wirtschaftsfördernder fiskalpolitischer Kurs eingeschlagen worden war, kam der

Prozess der langfristigen Konsolidierung zum Stillstand. In den aufstrebenden Volkswirtschaften verschlechterte sich indessen die Haushaltslage beträchtlich, insbesondere in den rohstoffexportierenden Ländern.

Die Weltwirtschaft: Deutung und Risiken

Es ist verlockend, die weltwirtschaftlichen Entwicklungen im Zeitverlauf als isolierte Standbilder zu betrachten oder – wie Ökonomen sagen würden – als Serie unerwarteter Schocks, die die Weltwirtschaft beuteln. Aufschlussreicher dürfte es allerdings sein, diese Entwicklungen als Film mit klar zusammenhängenden Szenen zu betrachten. Im Laufe der Handlung merken die Protagonisten, dass ihre Taten zu Beginn des Films ihre künftigen Handlungsoptionen zwangsläufig einschränken – und zwar nicht immer so, wie es zu erwarten gewesen wäre. Um zur Sprache der Ökonomen zurückzukehren: Relevant sind nicht einfach nur die Schocks, sondern auch das bereits Bestehende, die zugrundeliegenden Bedingungen, die sich verändert haben. Aus dieser Optik heraus dürfte sich nicht nur erklären lassen, wie es zur gegenwärtigen Situation gekommen ist, sondern auch, was die Zukunft bereithalten mag.¹ Es lohnt sich, kurz die wichtigsten Handlungsstränge des Films zu betrachten.

Deutung – ein Film

Wie in früheren BIZ-Jahresberichten dargelegt, hat der Film, der die gegenwärtige Malaise der Weltwirtschaft am besten beschreibt, schon vor vielen Jahren begonnen, noch vor Ausbruch der Krise. Und in vielerlei Hinsicht sind wir noch nicht aus dem langen Schatten der Krise herausgetreten.

Die Krise scheint das Produktionsniveau dauerhaft gesenkt zu haben. Empirische Daten lassen zunehmend darauf schließen, dass sich das Wachstum nach einer Finanzkrise zwar erholen und zu seinem langfristigen Trend zurückkehren kann, dass dies aber in der Regel nicht für das Produktionsniveau gilt. So entsteht eine permanente Diskrepanz zwischen dem Vorkrisen- und dem Nachkrisentrend des Produktionsniveaus (Kapitel V). Angesichts der nahezu beispiellosen Ausdehnung und Schwere der jüngsten Krise wäre es demnach unrealistisch anzunehmen, dass die Produktion wieder ihren Vorkrisentrend erreichen könnte. Dies erklärt auch die durchweg enttäuschenden Daten zur Produktion und die stetige Abwärtskorrektur von Schätzungen des Produktionspotenzials.

All dies lässt darauf schließen, dass die Krise zumindest vorübergehend das Wachstum des Produktionspotenzials verringert hat. Die anhaltende und im Übrigen schwer nachvollziehbare Verlangsamung des Produktivitätswachstums scheint dies zu bestätigen. Es gibt viele Erklärungsversuche für die Kräfte, die hier wirken. Eine möglicherweise nicht gebührend beachtete Erklärung sind die Nachwirkungen des vorangegangenen übermäßigen Finanzbooms (Kapitel III). Neuere Forschungsarbeiten der BIZ, die mehr als 20 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 40 Jahre abdecken, legen drei Schlussfolgerungen nahe: Finanzbooms können während ihrer Dauer das Produktivitätswachstum untergraben; ein beträchtlicher Anteil dieser

¹ Siehe J. Caruana, „Credit, commodities and currencies“, Rede an der London School of Economics, 5. Februar 2016, sowie C. Borio, „The movie plays on: a lens for viewing the global economy“, Rede anlässlich des FT Debt Capital Markets Outlook, London, 10. Februar 2016.

Erosion ist zumeist auf die Verlagerung von Arbeitskräften in Sektoren mit einem niedrigeren Produktivitätswachstum zurückzuführen; und, was ganz wichtig ist, die Auswirkungen der *während eines Booms* erfolgten Fehlallokationen sind offenbar in einer darauffolgenden Krise viel stärker und halten länger an.

Der entsprechende Effekt auf das Produktivitätswachstum kann beträchtlich sein. Beispielsweise käme es bei einem 5-jährigen Boom und einer 5-jährigen Nachkrisenphase insgesamt zu Einbußen von rund 4 Prozentpunkten. Anders ausgedrückt beträgt in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die einen Auf- und Abschwung erlebten, der Verlust an Produktivitätswachstum im Zeitraum 2008–13 rund 0,5 Prozentpunkte pro Jahr. Dies entspricht in etwa ihrem *tatsächlichen* durchschnittlichen Produktivitätswachstum in diesem Zeitraum. Diese Zahlen legen die Vermutung nahe, dass abgesehen von der wohlbekannten Beeinträchtigung der Wirtschaft durch eine schwächere Gesamtnachfrage auch der Effekt von finanziellen Auf- und Abschwüngen auf die *Angebotsseite* der Wirtschaft in Betracht zu ziehen ist.

Folgen wir dem Handlungsstrang dieses Films weiter, so gelang es den politischen Entscheidungsträgern, die Wirtschaft in der Krise zu stabilisieren. Doch im weiteren Verlauf der Ereignisse und als die Erholung schwächer ausfiel als erwartet, waren die ergriffenen Maßnahmen nicht hinreichend ausgewogen. Einer Bilanzsanie rung und strukturellen Maßnahmen wurde – im Vergleich zu traditionellen auf die Gesamtnachfrage ausgerichteten Maßnahmen – zu wenig Beachtung geschenkt. Insbesondere trug die Geldpolitik die Hauptlast, und zwar selbst dann noch, als sie in ihrer Wirksamkeit bereits deutlich beeinträchtigt war. In einem funktionsgestörten Finanzsystem konnten die Lockerungsmaßnahmen nur schwer ihre Wirkung entfalten, überschuldete Akteure des privaten Sektors zogen sich zurück, und die Zentralbanken konnten kaum etwas zur erforderlichen Neuausrichtung der Ressourcenallokation beitragen. Je stärker die geldpolitischen Instanzen ihre Maßnahmen ausweiteten, desto mehr verkleinerte sich ihr Handlungsspielraum.

Die Auswirkungen davon waren weltweit spürbar. Da die inländischen Transmissionskanäle der Geldpolitik scheinbar an Effektivität verloren hatten, gewann der Wechselkurs automatisch an Bedeutung (Kapitel IV). Aufgrund des Widerstands gegen unwillkommene Währungsaufwertungen in anderen Ländern wiederum breiteten sich die außergewöhnlich lockeren geldpolitischen Bedingungen auf die übrige Welt aus, was traditionelle Referenzwerte belegen (Grafik I.4): Lockerung erzeugte Lockerung. Darüber hinaus trieb die außergewöhnlich lockere Geldpolitik in Ländern mit einer Weltwährung, insbesondere den USA, auf direktem Weg die Kreditexpansion in anderen Ländern an. Von 2009 bis zum dritten Quartal 2015 erhöhten sich die US-Dollar-Kredite an Nichtbanken außerhalb der USA um mehr als 50% auf rund \$ 9,8 Bio. und an Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften um 100% auf rund \$ 3,3 Bio. Die globale Liquidität nahm vor dem Hintergrund lockerer Finanzierungsbedingungen an den internationalen Märkten massiv zu (Kapitel III).

Insgesamt kam es nach der Krise weltweit zu einem ständigen Wechsel zwischen finanziellen Auf- und Abschwüngen. Der private Sektor in den von der Krise am stärksten betroffenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften begann allmählich mit einem Schuldenabbau. In anderen – vor allem aufstrebenden, aber auch einigen fortgeschrittenen – Volkswirtschaften beschleunigte der private Sektor die Schuldenaufnahme, nachdem die Erinnerungen an die Asien-Krise von 1997/98 offenbar verblasst waren. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wurden allmählich Anzeichen für nicht tragfähige Finanzbooms sichtbar: Kreditvolumen, Immobilienpreise und, wie in früheren Episoden, die Mittelaufnahme in Fremdwährung stiegen stark

an. Währungsaufwertungen vermochten die Flut nicht zu stoppen. Forschungsarbeiten der BIZ deuten vielmehr darauf hin, dass sie zu vermehrtem Eingehen von Risiken führten, da sie die Bilanzen von Fremdwährungsschuldnern scheinbar stärkten und die Kreditgeber dazu verleiteten, mehr Kredit zu gewähren – der sog. Risikoübernahmekanal (Kapitel III und IV).

Ganz entscheidend ist, dass die Rohstoffpreise, allen voran der Ölpreis, diese Entwicklungen noch verstärkten – der vielzitierte Rohstoff-Superzyklus (Kapitel III). Einerseits bewirkte das starke Wachstum der energieintensiveren aufstrebenden Volkswirtschaften einen Preisanstieg. China, der Abnehmer einer breiten Palette an Rohstoffen, spielte mit seinem durch die Fiskalpolitik und das Kreditwachstum bedingten Wirtschaftsaufschwung nach der Krise eine unverhältnismäßig große Rolle. Vor diesem Hintergrund kam es zu einer Umkehr beim abrupten, krisenbedingten Preisverfall und zu einer Neuauflage des Rohstoffbooms. Andererseits trieben die lockeren geldpolitischen und finanziellen Rahmenbedingungen die Rohstoffpreise weiter in die Höhe. Und der rasante Preisanstieg verstärkte in vielen rohstoffproduzierenden Ländern den Finanzboom und erhöhte die Verfügbarkeit von Auslandskapital. Die sich gegenseitig verstärkenden Rückkopplungseffekte nahmen zu.

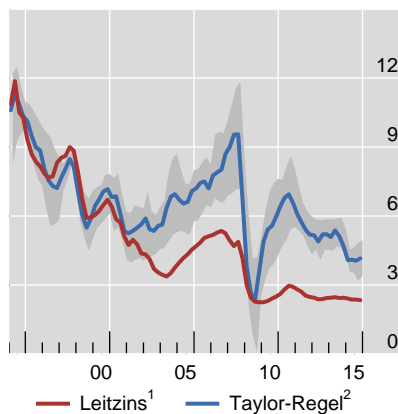
Was sich im vergangenen Jahr abgespielt hat, dürfte der Beginn einer größeren, unvermeidlichen und auch notwendigen Anpassung sein, die diese unterschiedlichen Entwicklungen umkehrt. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften, nicht zuletzt in China, steuern die inländischen Finanzzyklen auf ihren Höhepunkt zu oder haben ihn bereits überschritten, und das Wachstum hat sich verlangsamt. Die Rohstoffpreise sind gefallen. Genauer gesagt hat der schwächere Konsum im Zusammenspiel mit der höheren Produktion den Ölpreis weiter unter Druck gesetzt. Zudem hat die tatsächliche bzw. erwartete Straffung der US-Geldpolitik vor dem Hintergrund der

Geldpolitische Bedingungen weltweit außergewöhnlich akkommodierend

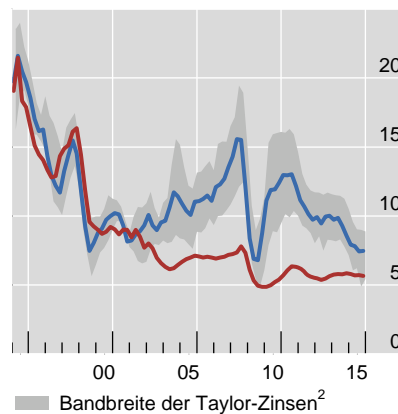
Prozent

Grafik I.4

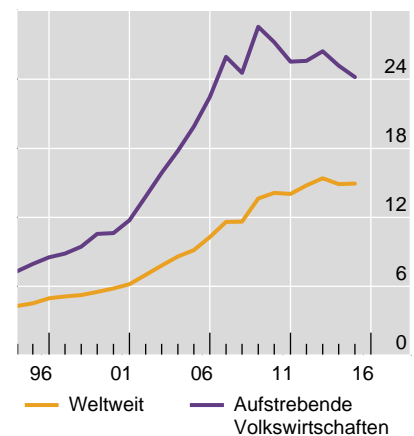
Taylor-Zinsen: Weltweit



Taylor-Zinsen: Aufstrebende Volkswirtschaften



Währungsreserven in Prozent des BIP



¹ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ² Die Taylor-Regel besagt: Zinssatz $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, wobei π die Inflation ist, y die Produktionslücke, π^* das Inflationsziel und r^* der langfristige reale Zinssatz (hier näherungsweise durch das reale Trend-BIP-Wachstum dargestellt). Die Bandbreite der Taylor-Zinsen ergibt sich aus verschiedenen Kombinationen von Inflation und Produktionslücke. π^* entspricht dem offiziellen Inflationsziel bzw. dem Durchschnitt der Ländergruppe oder der Trendinflation.

Quellen: B. Hofmann und B. Bogdanova, „Taylor rules and monetary policy: a global ‚Great Deviation‘?“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012; IWF, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

anhaltenden geldpolitischen Lockerung in anderen Volkswirtschaften die Aufwertung des US-Dollars begünstigt. Dies wiederum hat die Finanzierungsbedingungen für all jene verschärft, die in hohem Maße in dieser Währung verschuldet sind (Kapitel III).

Es hat sich auch gezeigt, dass diese Anpassung weder reibungslos noch kontinuierlich erfolgt. Vielmehr verlangsamt oder beschleunigt sie sich im Einklang mit Änderungen der Markterwartungen. Tatsächlich hat sich der Ölpreis seit den Finanzmarkturbulenzen Anfang 2016 erholt, und der US-Dollar hat wieder etwas an Wert verloren. Teilweise sind diese Marktentwicklungen auf Schocks zurückzuführen, die eher politischer Natur sind, wie beispielsweise die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem britischen Referendum über den Verbleib in der EU. Doch in den meisten Fällen sind sie Ausdruck derselben zugrundeliegenden Kräfte, die die Weltwirtschaft seit langer Zeit prägen: der sich verändernden Erwartungen in Bezug auf die Geldpolitik, der Entwicklung der Kosten für die Schuldenaufnahme in den wichtigsten Währungen und weiterer kreditbasierter Konjunkturmaßnahmen in China. Letztlich sind es also nicht so sehr die Schocks, die die globale Anpassung bestimmen, sondern das bereits Bestehende.

Zwei Faktoren sind hier von besonderer Bedeutung: die *Verschuldung* und der *kumulative Effekt in der Vergangenheit getroffener Entscheidungen*.

Die Verschuldung hilft das zu erklären, was ansonsten wohl wie isolierte Blitze aus heiterem Himmel erscheinen könnte (Kapitel III). Erstens gibt sie Aufschluss über die Wachstumsabschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften und die globalen Wachstumsmuster. Verschuldung ist der zentrale Faktor inländischer Finanzzyklen und verschärfter Finanzierungsbedingungen im Zusammenhang mit der Mittelaufnahme in Fremdwährung. Dies ist in den rohstoffproduzierenden und insbesondere den ölexportierenden Ländern am offensichtlichsten – die massiven Einnahmehausfälle und die rasant schrumpfende Qualität ihrer Sicherheiten erklären die großen Löcher in den öffentlichen Haushalten und die massiven Investitionskürzungen. Die Verschuldung dürfte auch ein Grund sein, weshalb die Belebung des Konsums in den ölimportierenden Ländern enttäuschend war: Die privaten Haushalte haben ihre Vermögenspositionen gestärkt.

Zweitens liefert die Verschuldung Anhaltspunkte für die Wechselkursentwicklung im vergangenen Jahr und deren Auswirkungen auf die Produktion. Fremdwährungsschulden erhöhen den Abwertungsdruck auf die Landeswährung und den Aufwertungsdruck auf die Finanzierungswährung, zumeist den US-Dollar. Die umfangreichen Tilgungen von US-Dollar-Schulden durch chinesische Unternehmen sind ein gutes Beispiel dafür. Empirische Daten deuten auch darauf hin, dass eine hohe Verschuldung in Fremdwährung den handelsfördernden Effekt von Abwertungen mindert oder vielleicht sogar ganz aufhebt (Kapitel III).

Drittens weist die Verschuldung auf einen Grund für den niedrigen Ölpreis hin, der nichts mit den besser bekannten Bestimmungsfaktoren zu tun hat. Während des jüngsten Rohstoffbooms nahmen Öl- und Gasgesellschaften vor dem Hintergrund ungewöhnlich lockerer Finanzierungsbedingungen in hohem Maße Fremdmittel auf. Ihr Bestand an ausstehenden Anleihen erhöhte sich jährlich um 15%, von \$ 455 Mrd. im Jahr 2006 auf \$ 1,4 Bio. im Jahr 2014. Im selben Zeitraum stiegen ihre Konsortialkredite jährlich um 13%, von \$ 600 Mrd. auf \$ 1,6 Bio. Der Großteil der Schuldenaufnahme entfiel auf Schieferölunternehmen und auf staatliche Ölgesellschaften in aufstrebenden Volkswirtschaften. Als sich ihre Finanzlage verschlechterte, gerieten sie unter Druck, den Ölhahn offen zu lassen, um ihre Schuldenlast zu bedienen und die schwindenden Einnahmen zusätzlich abzusichern.

Viertens liefert die Verschuldung vielleicht sogar eine Erklärung für die schwer nachvollziehbare Verlangsamung des Produktivitätswachstums. Sinnvoll eingesetzt, können Kredite ein gesundes Wirtschaftswachstum maßgeblich fördern. Doch wie bisherige Untersuchungen zeigen, können unkontrollierte Kreditbooms Teil des Problems sein und noch lange nach dem Abschwung nachwirken, was das Produktivitätswachstum beeinträchtigt. Außerdem drücken Schuldenüberhänge auf die Investitionen, was die Produktivität zusätzlich schwächt. Mit einer niedrigeren Produktivität wiederum ist die Schuldenlast schwieriger zu tragen. Ein Teufelskreis entsteht.

Der kumulative Effekt in der Vergangenheit getroffener Entscheidungen erklärt den schwindenden wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum. Eingeschränkte Handlungsoptionen und politische Zwänge lassen es stets verlockend erscheinen, Probleme durch ein Ankurbeln der Gesamtnachfrage zu lösen, unabhängig von den jeweiligen Umständen und egal mit welchen Mitteln. Doch mit undifferenzierten Maßnahmen riskiert man, sein Pulver zu verschießen und das Ziel – die Beseitigung der Wachstumshemmnisse – zu verfehlen. In diesem Fall wird der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum immer enger. Und wenn die Zukunft schließlich zur Gegenwart wird, erkennt man womöglich, dass der kurzfristig erzielte Erfolg auf lange Sicht teuer erkauft ist und sich die Zielkonflikte verschärft haben. Dieser Punkt wird weiter unten nochmals aufgegriffen.

Säkulare Stagnation – oder schädliche Finanzbooms?

Die hier vorgestellte Deutung der globalen Wachstumsabschwächung seit der Krise hebt sich in einigen zentralen Aspekten von der immer häufiger vertretenen Deutung als säkulare Stagnation ab und basiert vielmehr auf der Annahme, dass die Weltwirtschaft unter einer Reihe von schädlichen Finanzbooms leidet. Im Folgenden werden die Hauptunterschiede der beiden Deutungen beleuchtet, wenn auch in stark stilisierter Form.

Am häufigsten wird bei der Hypothese der säkularen Stagnation der Standpunkt vertreten, dass die Weltwirtschaft unter einem strukturellen Gesamtnachfragedefizit leide. Diese Schwäche habe schon vor der Krise bestanden und sei einer Reihe tiefgreifender Faktoren geschuldet, u.a. dem demografischen Wandel, der ungleichen Einkommensverteilung und dem technologischen Fortschritt. Unter diesem Blickwinkel war der Finanzboom vor der Krise einfach der Preis für eine Wirtschaft, die ihr volles Potenzial erreicht hatte. Das Hauptsymptom der Malaise wäre demnach der Rückgang der kurz- und langfristigen Realzinsen, der auf endemischen Disinflationsdruck hinweist.

Laut der hier vorgestellten Hypothese leidet die Weltwirtschaft an ihrem Unvermögen, Finanzbooms einzudämmen, die – einmal aus der Bahn geraten – dauerhaften Schaden anrichten. Der übermäßige und nicht tragfähige Finanzboom vor der Krise verdeckte und verschärfte den Rückgang des Produktivitätswachstums. Er war nicht der Preis für eine erfreuliche Wirtschaftsleistung, sondern war zumindest teilweise für ihre Verschlechterung verantwortlich, auf direktem Weg und über die im Zuge der Krise ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Das Hauptsymptom der Malaise ist der Rückgang der kurz- und langfristigen Realzinsen bei gleichzeitigen neuerlichen Anzeichen für wachsende finanzielle Ungleichgewichte.

Wie im letztjährigen Jahresbericht ausführlich erörtert, ist die Interpretation der außerordentlich und anhaltend niedrigen Zinssätze von größter Bedeutung. Laut der

Hypothese der säkularen Stagnation und den vorherrschenden Sichtweisen ganz allgemein stehen diese Zinssätze im Zusammenhang mit dem langfristigen Gleichgewichtszins: Die niedrigen Zinsen sind nötig, um das schon vor der Krise bestehende globale Nachfragedefizit auszugleichen. Demnach wäre die Inflationsentwicklung das entscheidende Signal. Gemäß der hier vorgestellten Hypothese können sich die Zinssätze aber gar nicht im Gleichgewicht befinden, wenn sie zu finanziellen Ungleichgewichten beitragen, die das Wirtschaftsgefüge irgendwann nachhaltig schädigen. Ebenso wenig ist die Inflation eine geeignete Messgröße für ein tragfähiges Wirtschaftswachstum – dies hat die Erfahrung vor der Krise deutlich gezeigt. Dies gilt insbesondere in einer stark globalisierten Welt, in der Wettbewerb und Technologie die Preissetzungsautonomie von Produzenten und Arbeitskräften drastisch begrenzt haben und die Lohn-Preis-Spiralen der Vergangenheit weit weniger wahrscheinlich erscheinen lassen.

Sich für eine dieser beiden Hypothesen zu entscheiden, ist äußerst schwer. Es spricht einiges gegen die Hypothese der säkularen Stagnation, die ursprünglich für die USA aufgestellt worden ist. Sie lässt sich nicht wirklich mit dem hohen Leistungsbilanzdefizit des Landes vor der Krise vereinbaren – dieses Defizit deutet darauf hin, dass die *Inlandsnachfrage* die Produktion tatsächlich *überstieg*. Damals verzeichnete die Weltwirtschaft Höchstwerte bei den Wachstumsraten und Tiefstwerte bei den Arbeitslosenquoten, was nicht auf ein *globales* Nachfragedefizit hinweist. Zudem wirkt sich die Bevölkerungsalterung nicht nur auf die Nachfrage, sondern auch auf das Angebot aus – entsprechend ist von einem niedrigeren Wachstum auszugehen, wenn sich das Produktivitätswachstum nicht steigern lässt. Schließlich scheint auch der Rückgang der Arbeitslosenquoten, die vielfach nahe historischen Normwerten bzw. Schätzwerten für Vollbeschäftigung liegen, eher auf Angebotsengpässe als auf Nachfragedefizite hinzudeuten.

Doch fiktive Szenarien bedeuten, dass die empirischen Daten nicht eindeutig und gegensätzliche Interpretationen möglich sind. Im vorliegenden Jahresbericht werden mehrere Untersuchungsergebnisse präsentiert, die die Bedeutung von finanziellen Auf- und Abschwüngen bestätigen. Es wird gezeigt, dass Näherungswerte für den Finanzzyklus Schätzungen von Produktionspotenzial und Produktionslücke in Echtzeit erlauben – also noch während die Dinge ihren Lauf nehmen. Diese sind präziser als die in der Wirtschaftspolitik gängigen Schätzungen, die sich auf traditionelle makroökonomische Modelle und die Inflation stützen (Kapitel V). Dies steht im Einklang mit dem bekannten schwachen empirischen Zusammenhang zwischen Inflation und Messgrößen für die Kapazitätsunterauslastung im Inland, aber auch mit bisherigen Untersuchungen über die Wirkung von Kreditbooms auf das Produktivitätswachstum. In Kapitel IV wird zudem gezeigt, dass internationale Angebotsketten einen wirksamen Kanal darstellen können, über den globale Faktoren unabhängig von binnenwirtschaftlichen Kapazitätsengpässen die inländische Inflation beeinflussen können. Schließlich wird gezeigt, dass Varianten solcher Messgrößen für den Finanzzyklus bei der Ermittlung von Gleichgewichtszinsen eingesetzt werden können und Schätzwerte ergeben, die höher sind als allgemein angenommen.

Wichtig ist, dass *sämtliche* Schätzungen langfristiger Gleichgewichtszinsen, ob es sich nun um kurz- oder langfristige Zinssätze handelt, unweigerlich auf impliziten Annahmen zur Funktionsweise der Wirtschaft basieren. Bei einfachen historischen Durchschnitten wird davon ausgegangen, dass der über den betrachteten Zeitraum vorherrschende Zinssatz der „richtige“ ist. Inflationsbasierte Schätzungen gehen davon aus, dass Inflation das entscheidende Signal ist. Bei auf Indikatoren für den Finanzzyklus basierende Schätzungen – die für die in diesem Jahresbericht vorgestellten Untersuchungen hauptsächlich verwendet wurden – wird die Annahme

zugrunde gelegt, dass es vor allem auf die finanziellen Variablen ankommt. Die Methoden mögen sich darin unterscheiden, inwieweit zugelassen wird, dass die Daten die Ergebnisse beeinflussen, und inwieweit grundsätzliche Einschränkungen gelten – weniger Einschränkungen können die Aussagekraft erhöhen. Doch die Unsicherheit ist in jedem Fall sehr hoch.

Infolgedessen erscheint es unklug, sich bei der Einschätzung von Gleichgewicht und Tragfähigkeit in hohem Maße auf Marktsignale zu verlassen. Es gibt keine Gewähr, dass das Verhalten von Zentralbanken, Regierungen und Marktteilnehmern zusammengenommen über einen bestimmten Zeitraum hinweg Marktzinsen hervorbringt, die sich auf dem richtigen Niveau befinden, d.h. die mit einer nachhaltigen und soliden Wirtschaftsleistung in Einklang stehen (Kapitel II). Und wie kann man angesichts der immensen Ungewissheit denn sicher sein, dass das langfristige Ergebnis auch das erwünschte ist? Können nicht auch Zinssätze, wie jeder andere Vermögenspreis, über sehr lange Zeit verzerrt sein? Die Zeit und die weitere Entwicklung werden es zeigen.

Risiken

Die vorstehende Analyse weist auf eine Reihe von Risiken hin, die mit der Wechselwirkung zwischen finanziellen und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen in Zusammenhang stehen.

Das erste Risiko sind mögliche makroökonomische Störungen, die aus dem Zusammenspiel zweier Entwicklungen resultieren: einer globalen Liquiditätsverknappung und inländischer Finanzzyklen, die allmählich ihren Höhepunkt erreichen. Es ist, als ob sich zwei Wellen mit unterschiedlichen Frequenzen überlagerten und dabei eine größere Welle formten. Hinweise auf eine solche Konstellation gab es in der zweiten Jahreshälfte 2015, als die Mittelaufnahme in Fremdwährung ihren Höhepunkt erreichte und sich die Finanzierungsbedingungen für einige Kreditnehmer, insbesondere in rohstoffproduzierenden Ländern, verschärfen. Nach den Turbulenzen zu Jahresbeginn 2016 jedoch lockerten sich die externen Finanzierungsbedingungen im Allgemeinen wieder, sodass sich die Wende im inländischen Finanzzyklus weniger abrupt vollzog. In China verliehen die Behörden der steigenden Gesamtkreditvergabe weiteren Auftrieb, indem sie einen drastischen Abschwung zu vermeiden und die erforderliche Verlagerung in Richtung Inlandsnachfrage und Dienstleistungen abzufedern suchten. Seither haben die Anspannungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften abgenommen, obwohl die grundlegenden Schwachstellen nach wie vor existieren. Die Dinge nehmen oft über einen längeren Zeitraum sozusagen im Zeitlupentempo ihren Lauf und beschleunigen sich dann unvermittelt.

Im Zuge vergangener Krisen haben die aufstrebenden Volkswirtschaften viel unternommen, um ihre Wirtschaftssysteme zu stärken und gegenüber externen Einflüssen widerstandsfähiger zu machen. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen sind stabiler, die Finanzmarktinfrastuktur ist robuster, die Aufsichtsbestimmungen sind strenger, und flexible Wechselkurse in Kombination mit hohen Währungsreserven sorgen für mehr wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum. Beispielsweise hatte Brasilien bisher noch keine externe Krise, obwohl es die schlimmste Rezession seiner Geschichte erlebt – diese Krisenfestigkeit ist u.a. auf den massiven Einsatz von Währungsreserven zur Abschirmung des Unternehmenssektors gegenüber Verlusten zurückzuführen. Zudem blieb der Anstieg von Kreditausfällen

bislang zumindest begrenzt. Allgemeiner gesprochen ist das Volumen von Fremdwährungsschulden aufstrebender Volkswirtschaften in Relation zum BIP heute kleiner als im Vorfeld früherer Finanzkrisen.

Dennoch ist Vorsicht geboten. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich die Inlandsverschuldung beträchtlich erhöht und liegt weit über historischen Normwerten. Der Unternehmenssektor spielt dabei eine besonders wichtige Rolle: Vor allem hier ist die Fremdwährungsverschuldung rasant gestiegen, obwohl die Rentabilität insbesondere im Rohstoffsektor auf Werte zurückgegangen ist, die unter denjenigen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften liegen (Kapitel III). Zwar scheinen die aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem China, mit dem Abbau der Fremdwährungsverschuldung begonnen zu haben, doch das unzureichende Datenmaterial über Währungsinkongruenzen erschwert die Ermittlung von Schwachstellen. Die wachsende Bedeutung von neuen Marktakteuren, in erster Linie Kapitalanlagegesellschaften, verändert die Dynamik von Finanzmarktspannungen und stellt die Fähigkeit der Zentralbanken, Liquiditätsbeistand zu leisten, auf die Probe; dadurch könnte es für die politischen Entscheidungsträger schwieriger werden, auf Anspannungen zu reagieren. Zudem ist aufgrund der größeren Bedeutung und stärkeren Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft anzunehmen, dass sich jegliche Anspannungen über Finanz- und Handelskanäle stärker auf den Rest der Welt übertragen würden als in der Vergangenheit (Kapitel III).

Das zweite Risiko betrifft die *Persistenz* der außerordentlich niedrigen Zinssätze, die sogar nominal zunehmend im negativen Bereich liegen und teilweise noch niedriger sind, als von den Zentralbanken vorausgesehen. Dieses Risiko besteht auf lange Sicht, wobei der Schaden nicht unmittelbar erkennbar ist und im Zeitverlauf stetig zunimmt. Niedrige Zinssätze drücken tendenziell auf die Risikoprämien und sorgen für Überbewertungen an den Vermögensmärkten. Dies wiederum erhöht die Anfälligkeit gegenüber einer Zinswende – sozusagen ein Rückschlagrisiko –, da hohe Anreize zur Risikoübernahme im Finanzsektor bestehen und die Reagibilität auf enttäuschende Wirtschaftsnachrichten steigt (Kapitel II). Niedrige Zinssätze schwächen auch das Finanzsystem, indem sie die Nettozinsmargen der Banken schmälern, bei den Versicherungsgesellschaften die Diskrepanz zwischen Erträgen und Verpflichtungen erhöhen und den Barwert der Verbindlichkeiten von Pensionsfonds stark aufblähen (Kapitel VI). Mit der Zeit können niedrige Zinssätze auch zu einer Beeinträchtigung der Realwirtschaft führen, und zwar über die erwähnten Kanäle und indem sie die Kreditvergabekapazität von Banken schwächen. Die Realwirtschaft kann aber auch dadurch beeinträchtigt werden, dass niedrige Zinssätze zu weiterer Schuldenaufnahme animieren und nicht mehr dafür sorgen, dass knappe Ressourcen einem möglichst produktiven Nutzen zugeführt werden. Je länger solche außerordentlichen Bedingungen anhalten, umso schwerer gestaltet sich der Ausstieg. Negative *nominale* Zinssätze erhöhen die Unsicherheit zusätzlich, vor allem wenn sie durch geldpolitische Entscheidungen herbeigeführt wurden (siehe weiter unten).

Das dritte Risiko ist der Vertrauensverlust gegenüber den politischen Entscheidungsträgern. Je mehr Zeit verstreicht, desto stärker belastet die Kluft zwischen den Erwartungen der Öffentlichkeit und der Wirklichkeit das Ansehen der Entscheidungsträger. Ein typisches Beispiel ist die Geldpolitik, die einen Großteil der Aufgabe, die Wirtschaft wieder auf Kurs zu bringen, schultern musste. Als die Krise ausbrach, übernahm die Geldpolitik eine entscheidende Rolle bei der Stabilisierung des Finanzsystems und der Vermeidung eines gravierenderen Zusammenbruchs der Realwirtschaft. Doch trotz außerordentlicher und langfristig ausgerichteter geldpolitischer Maßnahmen gestaltet es sich für die Zentralbanken zunehmend schwierig, die Infla-

tion zu den Zielwerten zurückzuführen und ein enttäuschendes Produktionswachstum zu verhindern. Unterdessen hat die Abhängigkeit der Finanzmärkte von der Unterstützung der Zentralbanken immer mehr zugenommen, und der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum hat sich verkleinert. Wenn diese Situation so lange anhält, dass schließlich das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Politik erschüttert ist, hätte dies womöglich schwerwiegende Folgen für die Finanzmärkte und die Wirtschaft. Während der Marktturbulenzen im Februar gab es erste Anzeichen dafür, dass genau das passiert. Dies gibt Anlass zur Sorge.

Die Weltwirtschaft: politische Überlegungen

Die vorstehende Analyse enthält nützliche Hinweise für die Wirtschaftspolitik. Zum einen geht es um die nun erforderlichen politischen Maßnahmen. Dazu zählt nicht zuletzt eine dringliche wirtschaftspolitische Neuausrichtung, welche die Geldpolitik von ihrer übermäßigen Last befreit. Zum anderen geht es um die Gestaltung des wirtschaftspolitischen Handlungsrahmens. Es könnte hilfreich sein, diese beiden Punkte in umgekehrter Reihenfolge zu betrachten, um unterwegs nicht das Ziel aus den Augen zu verlieren.

Auf dem Weg zu einem makrofinanziellen Stabilitätskonzept

Das Ziel ist eine Reihe von Vorkehrungen, um Finanzstabilitätsüberlegungen systematisch in die traditionelle makroökonomische Analyse zu integrieren – dafür ist in der Vergangenheit der Begriff „makrofinanzielles Stabilitätskonzept“ geprägt worden.² Das Stabilitätskonzept soll dafür sorgen, dass finanzielle Auf- und Abschwünge, die das Wirtschaftsgefüge schwer schädigen, wirksamer abgemildert werden. Es würde zumindest aufsichts-, geld- und fiskalpolitische Maßnahmen, flankiert von soliden strukturellen Maßnahmen, beinhalten. Das wichtigste operative Merkmal bestünde darin, einem Finanzboom konsequenter und einem finanziellen Abschwung weniger energisch und vor allem über kürzere Zeit entgegenzuwirken.

Auf diese Weise würde die Politik symmetrischer über den Finanzzyklus hinweg agieren und diesen dadurch glätten. Gleichzeitig würde vermieden, dass den politischen Entscheidungsträgern Schritt für Schritt der Spielraum entzogen wird – wohl einer der größten Fehler des gegenwärtigen Handlungsrahmens. Ein Symptom dieses Verlusts an Handlungsspielraum ist der ungebrochene Anstieg öffentlicher und privater Verschuldungsquoten. Ein anderes Symptom sind die außerordentlich niedrigen Leitzinsen. Ihr realer Rückgang ist zum Teil sicherlich auf langfristige Faktoren außerhalb des Einflussbereichs politischer Entscheidungsträger zurückzuführen, zum Teil wohl aber auch auf deren asymmetrische Reaktion über den Finanzzyklus hinweg. Eine solche Reaktion kann zum Aufbau finanzieller Ungleichgewichte beitragen und deren langfristige Kosten in Form von Produktions- und Produktivitätseinbußen erhöhen. Dies verstärkt die Gefahr einer Schuldenfalle: Je mehr die Verschuldung ansteigt, desto schwieriger wird es, die Zinsen anzuheben, ohne Schaden zu verursachen. Und es bedeutet, dass sich die niedrigen Zinsen *über einen ausreichend langen Zeithorizont* in gewissem Maße selbst rechtfertigen. Niedrige Zinssätze der Vergangenheit bestimmen das wirtschaftliche Umfeld mit, das

² Zur erstmaligen Verwendung des Begriffs siehe *75. BIZ-Jahresbericht*. Für frühere Erörterungen einiger Merkmale dieses Stabilitätskonzepts siehe Kapitel I im *84. und 85. BIZ-Jahresbericht*.

die politischen Entscheidungsträger als gegeben hinnehmen, wenn die Zukunft zur Gegenwart wird. Niedrige Zinssätze erzeugen in diesem Sinne niedrigere Zinssätze (siehe unten).

Welche Fortschritte wurden in der Aufsichts-, Fiskal- und Geldpolitik gemacht?

Aufsichtspolitik

Am weitesten ist man in der Aufsichtspolitik vorangekommen. Im Zentrum standen Vorkehrungen mit einer stark systemorientierten (makroprudenziellen) Ausrichtung und einem soliden Fundament. Mit Unterstützung der internationalen Gemeinschaft haben die nationalen Behörden im vergangenen Jahr weitere Schritte unternommen, um makroprudenzielle Handlungsrahmen zu entwickeln bzw. umzusetzen, die in erster Linie die Widerstandsfähigkeit stärken und den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte begrenzen sollen. All dies ist noch im Gange, aber die Richtung ist klar vorgegeben.

Bei der Bankenregulierung ist der Abschluss der Rahmenregelungen von Basel III eine der Prioritäten des laufenden Jahres. Dabei wird es entscheidend sein, sicherzustellen, dass die Eigenkapitalausstattung auf die jeweiligen Risiken abgestimmt ist. Jüngste Forschungsarbeiten der BIZ bestätigen, dass der Vorteil des Eigenkapitals als eigentlicher Grundlage für die Kreditvergabe in der öffentlichen Debatte tendenziell unterschätzt und die entsprechenden Kosten überschätzt werden (Kapitel VI). Mehr Eigenkapital ist bei allen Banken stets mit niedrigeren Finanzierungskosten und höherer Kreditvergabe verbunden. Stärkere Banken vergeben mehr Kredit.

Eine Frage, die im Berichtszeitraum ins Blickfeld rückte, ist der Zusammenhang zwischen Regulierungsreformen und Marktliquidität (Kapitel II und VI). In den letzten beiden Jahren gaben abrupte Preisschwankungen bei den liquidesten Staatsanleihen weltweit – US-Schatzpapieren und deutschen Bundesanleihen – vermehrt Anlass zu Besorgnis über die Fragilität der Liquiditätsbedingungen. Ganz allgemein standen Anzeichen einer Verknappung der Sekundärmarkt-Liquidität an einigen Festzinsmärkten und bei den Beständen kleinerer Broker-Händler im Zusammenhang mit regulierungsbedingten Bilanzkosten und anderen Einschränkungen. Hinweise darauf, dass Finanzinstitute neuerdings zögern, ihre Bilanzen für Arbitragegeschäfte zur Nutzung von Preisdifferenzen bei Vermögenswerten einzusetzen, weisen ebenfalls auf den Zusammenhang von Regulierung und Marktliquidität hin (Kapitel II).

Ob dem tatsächlich so ist, muss in einem größeren Kontext untersucht werden, da Veränderungen der Dynamik der Marktliquidität viele Ursachen haben. An den Festzinsmärkten beispielsweise spielen die Verbreitung elektronischer Handelsplattformen und der zunehmende Einsatz des algorithmischen und des Hochfrequenzhandels eine Schlüsselrolle. Ebenso dürfte das Wachstum der Kapitalanlagebranche die Nettonachfrage nach Liquiditätsdienstleistungen erhöht haben. Zudem beurteilen Geschäftsleitungen und Aktionäre von Banken das Risiko-Ertrags-Verhältnis von Handelsgeschäften seit der Krise viel vorsichtiger. Noch wichtiger ist, dass der Preis für Liquidität vor der Krise viel zu niedrig angesetzt wurde, was ihr Versiegen in der Stressphase beschleunigte. Zu einer derart massiven Unterbewertung sollte es keinesfalls noch einmal kommen. Die beste strukturelle Maßnahme gegen eine solche Schönwetter-Liquidität und ihr schädliches Potenzial ist, die Illusion permanent verfügbarer Marktliquidität nicht aufkommen zu lassen und die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten zu stärken. Höhere Eigenkapital- und Liquiditätsstandards sind nicht Teil des Problems, sondern ein wesentlicher Bestandteil der Lösung. Besser gewappnete Finanzintermediäre sorgen für robustere Marktliquidität.

Fiskalpolitik

Die Fiskalpolitik ist ein kritisches Element, das bisher in einem makrofinanziellen Stabilitätskonzept fehlte. Die Finanzstabilität im Allgemeinen und Finanzzyklen im Besonderen sind bei der Gestaltung der Fiskalpolitik kaum je ein Thema, ob es nun um kurzfristige gesamtwirtschaftliche Ziele oder langfristige Tragfähigkeit geht. Doch die Geschichte zeigt, dass sich Finanzkrisen verheerend auf die Haushaltslage auswirken können. Umgekehrt kann die Gestaltung der Fiskalpolitik die Finanzstabilität maßgeblich beeinflussen. Auch die Gefahr folgenschwerer Rückkopplungseffekte zwischen schwachen Bilanzen des öffentlichen und des privaten Sektors sollte man nicht unterschätzen. Aus diesem Grund wird diesem Thema ein ganzes Kapitel des vorliegenden Jahresberichts gewidmet (Kapitel V).

Wenn man den Staat vor Finanzstabilitätsrisiken schützen will, müssen diese Risiken sorgfältig ermittelt und im Staatshaushalt berücksichtigt werden. Weil Finanzbooms die Haushaltslage massiv beschönigen, wiegten sich die fiskalpolitischen Instanzen schon allzu oft in falscher Sicherheit. Übermäßige und nicht tragfähige Booms blähen die Schätzungen für Produktionspotenzial, Wachstum und beständige Steuereinnahmen künstlich auf, und es schleichen sich unbemerkt Eventualverbindlichkeiten ein, die erst in der Krise zum Tragen kommen, wenn öffentliche Gelder für die Sanierung des Finanzsektors eingesetzt werden müssen. In Kapitel V wird aufgezeigt, wie präzisere Schätzungen der tatsächlichen Haushaltslage erstellt und für die generelle Beurteilung des fiskalpolitischen Handlungsspielraums genutzt werden können.

Will man umgekehrt das Finanzsystem vor dem Staat schützen, gilt es, mehrere Dimensionen zu beachten. Beispielsweise stellt sich die Frage, wie das Länderrisiko in der Regulierung und Aufsicht zu behandeln ist. Wichtig ist hier das Kreditrisiko, dessen Behandlung in den Rahmenregelungen von Basel III derzeit überarbeitet wird. Als übergreifender Grundsatz sollte dabei gelten, dass der Aufsichtsstandard auf das Risiko abgestimmt sein muss. Dies würde auch die Gefahr begrenzen, dass ungleiche Wettbewerbsbedingungen für den privaten und den öffentlichen Sektor gelten, was eine weitere Wachstumsabschwächung zur Folge hätte. Doch der Teufel steckt im Detail, und von Staaten gehen vielfältige Risiken aus, sodass es unweigerlich zu Zielkonflikten kommt. Dass der Staat beispielsweise „Geld drucken kann“, mindert das Kreditrisiko zwar, eliminiert es aber nicht ganz. Wenn er aber Geld druckt, erhöht dies womöglich das Inflationsrisiko und folglich das Zinsänderungs- und Marktrisiko. Die Bilanz des Staates untermauert die Solidität einer Volkswirtschaft. Man kann vor etwas davonlaufen, aber es holt einen dann doch wieder ein. Letztlich gibt es keine Alternative zu einer soliden Haushaltslage mit genügend Spielraum, um bei Bedarf wirtschaftliche Instabilität zu verhindern und das Finanzsystem zu stützen.

Man kann noch einen Schritt weiter gehen und überlegen, wie die Fiskalpolitik aktiver eingesetzt werden könnte, um Finanzstabilitätsrisiken einzudämmen. Erstens könnte sie antizyklischer sein, d.h. symmetrischer über den Finanzzyklus hinweg agieren. Zweitens könnten – als strukturellere Maßnahme – implizite Garantien abgebaut werden, da sie womöglich das Eingehen von Risiken fördern. Drittens könnte die steuerliche Bevorzugung von Schulden gegenüber dem Eigenkapital verringert oder abgeschafft werden, oder das Steuersystem könnte eingesetzt werden, um Finanzzyklen zu glätten, beispielsweise mit zeitlich variierenden Immobiliensteuern. Natürlich sind diese einander ergänzenden Maßnahmen nicht leicht umzusetzen. Einige sind schon ergriffen worden. Doch alle verdienen es, ernsthaft in Betracht gezogen zu werden.

Geldpolitik

Die Geldpolitik steht am Scheideweg. Einerseits besteht zunehmend Einigkeit darüber, dass sie zur Instabilität des Finanzsystems beitragen kann, indem sie Finanzbooms und das Eingehen von Risiken befeuert. Auch dass Preisstabilität keine Finanzstabilität garantiert, wird immer mehr anerkannt. Andererseits zögert man, der Geldpolitik eine zentrale Rolle bei der Verhinderung eines instabilen Finanzsystems einzuräumen. Nach vorherrschender Meinung sollte sie nur dann zum Einsatz kommen, wenn die Aufsichtspolitik – die erste Verteidigungslinie – scheitert. Die Entwicklung makroprudenzieller Handlungsrahmen hat ein zusätzliches Argument für dieses Trennungsprinzip geliefert.

Wie in früheren BIZ-Jahresberichten wird im vorliegenden Bericht für eine aktivere Rolle der Geldpolitik geworben. Es wäre unklug, sich ausschließlich auf (makro)prudenzielle Maßnahmen zu stützen, denn Finanzzyklen sind schlicht zu mächtig. Davon zeugt der Aufbau finanzieller Ungleichgewichte in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen (makro)prudenzielle Maßnahmen rege eingesetzt wurden. Und es besteht eine gewisse Tendenz, gleichzeitig auf das Gas- und das Bremspedal zu drücken, beispielsweise wenn die Leitzinsen gesenkt und parallel dazu die Aufsichtsvorschriften verschärft werden, um die Auswirkungen der Zinssenkung auf die Finanzstabilität auszugleichen. Natürlich ist der relative Einsatz des geldpolitischen und des makroprudenziellen Instrumentariums auf die jeweiligen Rahmenbedingungen und nationalen Gegebenheiten abzustimmen, nicht zuletzt den Wechselkurs und die Kapitalströme (Kapitel IV). Doch die beiden Instrumentarien sind vermutlich am effizientesten, wenn sie in dieselbe Richtung arbeiten. Die geldpolitischen Handlungsrahmen sollten daher zumindest die Möglichkeit einer Straffung vorsehen, selbst wenn die Inflation auf kurze Sicht unter Kontrolle scheint.

In diesem Jahresbericht wird dieser Punkt ausführlicher betrachtet, insbesondere die damit verbundenen Zielkonflikte (Kapitel IV). Unter welchen Bedingungen sind die Kosten eines Einsatzes der Geldpolitik, um gegen finanzielle Ungleichgewichte vorzugehen, größer als der Nutzen? Die Antwort ist nicht ganz einfach. Es wird gezeigt, dass einige Standardanalysen den potenziellen Nutzen unterzeichnen könnten, indem die Kosten eines instabilen Finanzsystems und die Möglichkeit der Einflussnahme der Geldpolitik unterschätzt werden. Zudem besteht eine gewisse Tendenz, einen solchen Einsatz der Geldpolitik für die Finanzstabilität zu eng auszuliegen. Entsprechend verfolgt die Zentralbank die meiste Zeit über eine „normale“ inflationsorientierte Strategie und weicht nur dann davon ab, wenn Anzeichen finanzieller Ungleichgewichte sichtbar werden. Dies birgt die Gefahr, dass sie zu spät zu wenig unternimmt, oder noch schlimmer, dass sie dazu beiträgt, dass das, was sie zu verhindern sucht, erst recht eintritt.

Hilfreicher könnte sein, unter finanzstabilitätsorientierter Geldpolitik eine Geldpolitik zu verstehen, die finanzielle Entwicklungen *systematisch* berücksichtigt, und zwar in guten wie in schlechten Zeiten. Dabei gilt es, dafür zu sorgen, dass sich die finanzielle Seite der Wirtschaft im Lot befindet. Vorläufige Ergebnisse lassen teilweise darauf schließen, dass geldpolitische Regeln, wenn sie durch einfache Näherungswerte für den Finanzzyklus ergänzt werden, helfen könnten, finanzielle Auf- und Abschwünge einzudämmen und dabei beträchtliche Produktionszuwächse auf lange Sicht zu erzielen. Dadurch ließe sich auch der Rückgang des langfristigen Gleichgewichts- oder natürlichen Zinssatzes begrenzen – das Phänomen, dass niedrige Zinssätze zu noch niedrigeren Zinssätzen führen.

Selbstverständlich sind die analytischen Herausforderungen in diesem Zusammenhang enorm. Die in diesem Jahresbericht präsentierten Ergebnisse sind mit

einigen Vorbehalten behaftet und stellen nur einen einzelnen Beitrag in der laufenden Debatte dar. Sie zeigen jedoch, dass es unklug wäre, lediglich einen selektiven Einsatz der Geldpolitik für die Finanzstabilität vorzusehen. Sie propagieren zudem einen Handlungsrahmen, der genügend Flexibilität bietet, nicht nur dann, wenn bereits hohe finanzielle Ungleichgewichte bestehen, sondern während des gesamten Finanzzyklus, sowohl im Auf- als auch im Abschwung. Und sie machen deutlich, wie aktuelle Entscheidungen künftige Handlungsoptionen begrenzen können.

Was ist nun zu tun?

Die vorstehende Analyse zeigt, dass andere Maßnahmen womöglich zu einem besseren Ergebnis geführt hätten. Die Zielkonflikte haben sich verschärft, und die Politik verfügt über weniger Handlungsoptionen. Was also könnte man jetzt tun?

Ganz wesentlich ist eine Neuausrichtung des Maßnahmen-Mix, mit der die Geldpolitik entlastet wird – eine Notwendigkeit, die in der internationalen Gemeinschaft der politischen Entscheidungsträger inzwischen unbestritten ist. Dabei müssen neben den kurzfristigen insbesondere auch die längerfristigen Aspekte im Zentrum stehen. Aber wie ist das zu bewerkstelligen? Betrachten wir der Reihe nach Aufsichts-, Fiskal-, Geld- und Strukturpolitik.

In der Aufsichtspolitik gibt es neben dem Abschluss der Reformen zwei Schwerpunkte, die von den nationalen Gegebenheiten abhängig sind. In den von der Krise betroffenen Ländern muss unbedingt die – teilweise noch schleppende – Sanierung der Bankbilanzen zu Ende gebracht und die Grundlage für nachhaltige Rentabilität wiederhergestellt werden. Im Sinne einer Maximierung der bankeigenen Ressourcen sind gegebenenfalls auch Einschränkungen der Dividendenzahlungen ins Auge zu fassen. Wichtig dürfte hier die Unterstützung durch die Fiskalpolitik sein, da bei Bankenabwicklungen die Bilanz des öffentlichen Sektors eingesetzt wird. Der beste Weg, um Druck von anderen Politikbereichen zu nehmen und deren Wirksamkeit zu erhöhen, ist es, sicherzustellen, dass Banken über tadellose Bilanzen und eine ausreichende Eigenkapitalausstattung verfügen. Zur Wiederherstellung der langfristigen Rentabilität des Bankensektors müssen außerdem Überkapazitäten beseitigt werden, und dieser Prozess kann durch eine strenge Aufsicht beschleunigt werden.

In den nicht von der Krise betroffenen Ländern, in denen der finanzielle Aufschwung weiter fortgeschritten ist oder bereits der Abschwung eingesetzt hat, gilt es, sich gegen mögliche Spannungen im Finanzsystem zu wappnen. Die entsprechenden Instanzen sollten ihre makroprudenziellen Instrumente weiterhin aktiv nutzen und die Aufsicht intensivieren, um eine eventuelle Verschlechterung der Aktivaqualität umgehend zu erkennen und Gegenmaßnahmen zu ergreifen.

In der Fiskalpolitik liegt der Schwerpunkt auf der Stärkung der Grundlagen für ein nachhaltiges Wachstum und der Vermeidung einer destabilisierenden Schuldendynamik. Erstens ließe sich die *Qualität* der öffentlichen Ausgaben – die gemessen am BIP vielerorts schon fast Rekordhöhe erreicht haben – insbesondere durch eine Verschiebung weg von laufenden Transferzahlungen hin zu Investitionen in Sach- und Humankapital verbessern. Zweitens könnte die Bilanzsanierung unterstützt werden. Drittens könnte der fiskalpolitische Handlungsspielraum genutzt werden, um strukturelle Reformen zu flankieren. Viertens wären Investitionen in die Infrastruktur denkbar, die sorgfältig geplant und dort getätigt werden, wo sie notwendig sind und wo angemessene Kontrollmechanismen bestehen. Ganz wesentlich wäre fünftens die Beseitigung von Verzerrungen im Steuersystem und der steuerlichen Bevorzugung von Schulden gegenüber dem Eigenkapital.

Bei all dem ist es wichtig, den fiskalpolitischen Spielraum nicht zu überschätzen. Die langfristigen Verpflichtungen im Zusammenhang mit der Bevölkerungsalterung sind immens. Insgesamt ist die Verschuldung gemessen am Einkommen so hoch wie nie zuvor. Außerdem sind die für Finanzstabilitätsrisiken benötigten zusätzlichen Puffer womöglich beträchtlich (Kapitel V). In einigen Ländern ist durch den Verfall der Rohstoffpreise der fehlende Handlungsspielraum bereits sichtbar geworden, während in Ländern mit nicht tragfähigen Finanzbooms dieser Handlungsspielraum vermeintlich riesig erscheint. Die außerordentlich niedrigen Zinssätze sollten nicht als Richtschnur für langfristige Entscheidungen dienen. Sie verschaffen zwar etwas Luft, aber irgendwann werden sie auf ein normales Niveau zurückkehren müssen. Die Gefahr, dass die Geldpolitik sich der Fiskalpolitik unterordnen muss („fiscal dominance“), ist sehr real.

In der Geldpolitik sollte der Schwerpunkt auf der Neubewertung der Risiken im gegenwärtigen globalen Umfeld liegen. Die außerordentliche geldpolitische Lockerung stößt allmählich an ihre Grenzen. Das Kosten-Nutzen-Verhältnis verschlechtert sich zusehends (Kapitel IV). Teilweise haben die Marktteilnehmer begonnen, die Wirksamkeit einer weiteren Lockerung in Frage zu stellen, nicht zuletzt weil ihre Folgen für das Vertrauen ungewisser werden. Schritt für Schritt getroffene Maßnahmen verlieren an Relevanz, wenn das Blickfeld erweitert und der wachsende Abstand zur angestrebten Normalität in den Fokus rückt. Aus diesem Grund könnten der Aufbau von Risiken und die Notwendigkeit, geldpolitischen Spielraum zurückzugewinnen, die Entscheidungen stärker beeinflussen. In der Praxis bedeutet dies, natürlich in Abhängigkeit von den jeweiligen nationalen Gegebenheiten, jede sich bietende Gelegenheit zu nutzen und den Kosten des außergewöhnlichen geldpolitischen Kurses sowie den Risiken einer zu späten und zu langsamen Normalisierung mehr Beachtung zu schenken. Dies gilt insbesondere für große Volkswirtschaften mit einer Weltwährung, denn sie geben mit ihrer Geldpolitik für die übrige Welt den Ton an.

Für einen solchen Kurswechsel müssen mehrere Voraussetzungen erfüllt sein. Erstens braucht es eine kritischere Einschätzung dessen, was die Geldpolitik glaubhaft tun kann. Zweitens muss die Flexibilität der bestehenden Handlungsrahmen voll ausgeschöpft werden, um eine vorübergehende, aber möglicherweise auch dauerhafte Abweichung der Inflation von den Zielwerten zuzulassen, je nachdem, welches die Ursachen dieser Abweichung sind. Drittens muss die Gefahr anerkannt werden, dass sowohl die Kosten sinkender Preise als auch die Wahrscheinlichkeit destabilisierender Abwärtsspiralen überschätzt werden. Viertens braucht es Entschlossenheit und Beharrlichkeit, denn nach so vielen Jahren außerordentlicher geldpolitischer Lockerung und zunehmender Abhängigkeit der Finanzmärkte von den Zentralbanken dürfte der Weg zur Normalisierung holprig sein. Fünftens ist eine Kommunikationsstrategie gefragt, die all dem gerecht wird und nicht Gefahr läuft, die Wirtschaft schlechtzureden. Wenn man bedenkt, welcher Weg schon zurückgelegt wurde, sind die Herausforderungen gewiss groß, aber nicht unüberwindbar.

Die erforderliche Neuausrichtung des Maßnahmen-Mix misst strukturpolitischen Maßnahmen eine größere Bedeutung bei. Ihrer Umsetzung stehen fraglos schwerwiegende politökonomische Hindernisse im Weg. Zudem liefert diese Neuausrichtung nicht unbedingt rasche Ergebnisse; dies hängt allerdings von den konkreten Maßnahmen und ihrer Wirkung auf das Vertrauen ab. Doch strukturelle Maßnahmen sind der sicherste Weg, Wachstumshemmnisse zu beseitigen, das Potenzial der Wirtschaft freizusetzen und ihre Widerstandsfähigkeit zu stärken.

Leider ist in diesem Bereich die Diskrepanz zwischen dem, was erforderlich ist, und dem, was erreicht wird, besonders groß. Die Bedeutung struktureller Maßnahmen

ist klar erkannt worden, was beispielsweise in den Beratungen der G20 zum Ausdruck kommt. Ebenso hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass sie an die nationalen Gegebenheiten angepasst werden müssen, neben den vertrauten Postulaten, dass sie für Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten sorgen sowie Unternehmergeist und Innovation fördern müssen. Bisher wurde jedoch enttäuschend wenig umgesetzt, und in manchen Ländern sind die Resultate weit hinter den Vorhaben und Intentionen zurückgeblieben. Hier muss viel mehr getan werden.

Zur Verteidigung der Zentralbanken

Bei der erforderlichen wirtschaftspolitischen Neuausrichtung steht viel auf dem Spiel – für die Weltwirtschaft, die Marktteilnehmer, die Regierungen und nicht zuletzt die Zentralbanken. Verglichen mit ihren zögerlichen Anfängen im 17. Jahrhundert sind die Zentralbanken heute für die Wirtschafts- und Finanzstabilität unverzichtbar geworden. Was sie auf dem Höhepunkt der Krise geleistet haben, hat dies einmal mehr deutlich gemacht. Ihre Unabhängigkeit, gestützt auf Transparenz und Rechenschaftspflicht, hat es den Zentralbanken ermöglicht, mit der nötigen Entschlossenheit zu handeln und die Weltwirtschaft zurück auf den Wachstumspfad zu bringen.

Und doch führt die außergewöhnliche Last, die den Zentralbanken seit der Krise aufgebürdet wurde, allmählich zu wachsenden Spannungen. Während der „Großen Mäßigung“ begannen die Märkte und die Öffentlichkeit ganz allgemein die Zentralbanken als allmächtig zu betrachten. Seit der Krise erwarten sie von den Zentralbanken, dass sie die Wirtschaft lenken, Vollbeschäftigung wiederherstellen, für ein hohes Wachstum sorgen, Preisstabilität gewährleisten und das Finanzsystem narrensicher machen. Doch dies sind hohe Ansprüche, die von den Zentralbanken alleine nicht erfüllt werden können. Mit den außerordentlichen Maßnahmen, die die Zentralbanken ergriffen haben, um die Weltwirtschaft anzukurbeln, sind sie zuweilen an ihre Grenzen gestoßen. Infolgedessen sind die Risiken für ihren Ruf, ihre Legitimation in den Augen der Öffentlichkeit und ihre Unabhängigkeit gestiegen.

Diesen Risiken muss dringend begegnet werden, damit die Zentralbanken sich wirksam um die Währungs- und Finanzstabilität kümmern können. Zum einen müssten die Erwartungen, was die Zentralbanken leisten können und was nicht, realistischer sein. Andernfalls sind ihre Bemühungen längerfristig zum Scheitern verurteilt. Zum anderen gilt es, die Unabhängigkeit der Zentralbanken innerhalb eines breiter gefassten institutionellen Rahmens zu schützen, in dem die Verantwortlichkeiten von Zentralbanken und anderen politischen Entscheidungsträgern klar voneinander abgegrenzt sind. Dies ist im Bereich der Finanzstabilität vollends erkannt worden, und entsprechend wurden nach der Krise die Bemühungen verstärkt, um für diese gemeinsame Aufgabe klar strukturierte Vorkehrungen zu treffen. Im Bereich der traditionellen Wirtschaftspolitik aber, wo die Grenzen zwischen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen immer mehr verschwimmen, muss noch über die Abgrenzung der Verantwortlichkeiten nachgedacht werden. Unabhängigkeit, gestützt auf Transparenz und Rechenschaftspflicht, bleibt wichtig wie eh und je.

Zusammenfassung

Aus historischer Sicht ist die Entwicklung der Weltwirtschaft in Bezug auf Produktion, Beschäftigung und Inflation nicht so schwach, wie zuweilen behauptet wird. Tatsächlich dürfte selbst der Begriff „Erholung“ der gegenwärtigen Wirtschaftslage nicht wirklich gerecht werden (Kapitel III). Doch der Übergang zu einem robusteren, ausgewogenen und nachhaltigen Wachstum wird von einer „riskanten Dreierkonstellation“ bedroht: von Schuldenständen, die zu hoch sind, einem Produktivitätswachstum, das zu niedrig ist, und einem wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum, der zu eng ist. Das offensichtlichste Zeichen für diese Malaise sind die nach wie vor außerordentlich und anhaltend niedrigen Zinssätze, die im Berichtszeitraum sogar noch weiter gesunken sind. Die Weltwirtschaft kann es sich nicht leisten, noch länger auf das schuldenfinanzierte Wachstumsmodell zu setzen, das die gegenwärtige Situation herbeigeführt hat.

Ein solcher Umstieg erfordert eine dringende Neuausrichtung des Maßnahmen-Mix. Der Geldpolitik ist viel zu lange zu viel aufgebürdet worden. Die Aufsichts-, Fiskal- und vor allem die Strukturpolitik müssen in den Vordergrund rücken. Dabei muss unbedingt der Versuchung von vermeintlich schnellen Wegen oder Abkürzungen widerstanden werden. Die Maßnahmen müssen gezielt längerfristig ausgerichtet sein. Es sind Maßnahmen erforderlich, die wir nicht wieder bereuen, wenn die Zukunft zur Gegenwart wird.