

I. Auf dem Weg zu widerstandsfähigem Wachstum

Wie sehr kann sich die Weltwirtschaft doch in einem Jahr verändern! Das gilt für Fakten und mehr noch für die allgemeine Stimmung. Die Fakten zeichnen ein erfreulicheres Bild. Das Wachstum hat sichtlich an Schwung gewonnen. In den wichtigsten Volkswirtschaften hat sich die Unterauslastung weiter verringert, und in einigen Ländern ist die Arbeitslosenquote sogar auf Werte gesunken, die mit Vollbeschäftigung gleichzusetzen sind. Die Inflationsraten haben sich den Zielwerten der Zentralbanken angenähert, und das Deflationsrisiko kommt in den wirtschaftlichen Projektionen nicht mehr vor. Mehr noch als die Fakten hat sich die Stimmung gewandelt. Pessimismus ist der Zuversicht gewichen. Letztes Jahr wurde an dieser Stelle argumentiert, dass die Wirtschaftsleistung nicht so desolat sei, wie oft behauptet werde. Inzwischen haben sich die Bedenken hinsichtlich einer säkularen Stagnation verflüchtigt. Es ist nur noch von den „wiedererweckten Lebensgeistern“ der Wirtschaftsakteure und von Reflation dank boomender Finanzmärkte die Rede. Zudem stellte die US-Präsidentschaftswahl insofern einen Wendepunkt dar, als politische Ereignisse die Ankündigungen der Zentralbanken als wichtigste Triebkraft für die Entwicklungen an den Finanzmärkten abgelöst haben.

Die kurzfristigen Aussichten sind zwar so gut wie seit Langem nicht mehr, doch gibt es viele paradoxe Sachverhalte und Spannungen. Die Volatilität an den Finanzmärkten ist massiv zurückgegangen, obwohl die Indikatoren der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in die Höhe geschneit sind. Die Aktienmärkte haben sich dynamisch entwickelt, doch die Anleiherenditen sind nicht in vergleichbarem Ausmaß gestiegen. Und die Globalisierung, ein wichtiger Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, hat sich abgeschwächt und wird durch protektionistische Tendenzen bedroht.

Vor diesem Hintergrund ist das Hauptthema des diesjährigen Jahresberichts die Nachhaltigkeit des gegenwärtigen Aufschwungs. Welche Risiken bestehen auf mittlere Sicht? Was sollte die Wirtschaftspolitik dagegen unternehmen? Und können wir die Chancen nutzen, die eine stärkere Wirtschaft bietet?

Es gibt – von den geopolitischen Risiken abgesehen – vier Risiken, die der Nachhaltigkeit des Aufschwungs schaden könnten und die im vorliegenden Jahresbericht untersucht werden. Erstens könnte ein erheblicher Anstieg der Inflation den Aufschwung abwürgen, indem er die Zentralbanken zwingt, die Geldpolitik stärker als erwartet zu straffen. Dieses typische Nachkriegsszenario rückte im vergangenen Jahr in den Fokus, obwohl es keinerlei Hinweise auf ein Wiederaufflammen der Inflation gab. Ein zweites und weniger beachtetes Risiko sind schwerwiegende finanzielle Anspannungen, wenn der Finanzzyklus seinen Höhepunkt erreicht und es in der Abschwungphase zu gravierenden Turbulenzen käme. Dies war auf höchst spektakuläre Weise in der Großen Finanzkrise der Fall. Blieben schwerwiegende finanzielle Anspannungen aus, könnte sich drittens der Konsum unter der Schuldenlast abschwächen, und die Investitionen wären womöglich nicht in der Lage, dessen Rolle als wichtigster Wachstumsmotor zu übernehmen. Es gibt Hinweise darauf, dass konsumgetriebenes Wachstum kurzlebiger ist, nicht zuletzt da es einen zu geringen Zuwachs des Produktivkapitals bewirkt. Viertens könnte ein zunehmender Protektionismus die offene Weltwirtschaftsordnung in Frage stellen. Die Geschichte lehrt uns, dass angespannte Handelsbeziehungen die Weltwirtschaft schwächen können.

Diese vier Risiken mögen voneinander losgelöst erscheinen, doch sie sind es nicht. Beispielsweise könnte eine geldpolitische Straffung zur Eindämmung eines

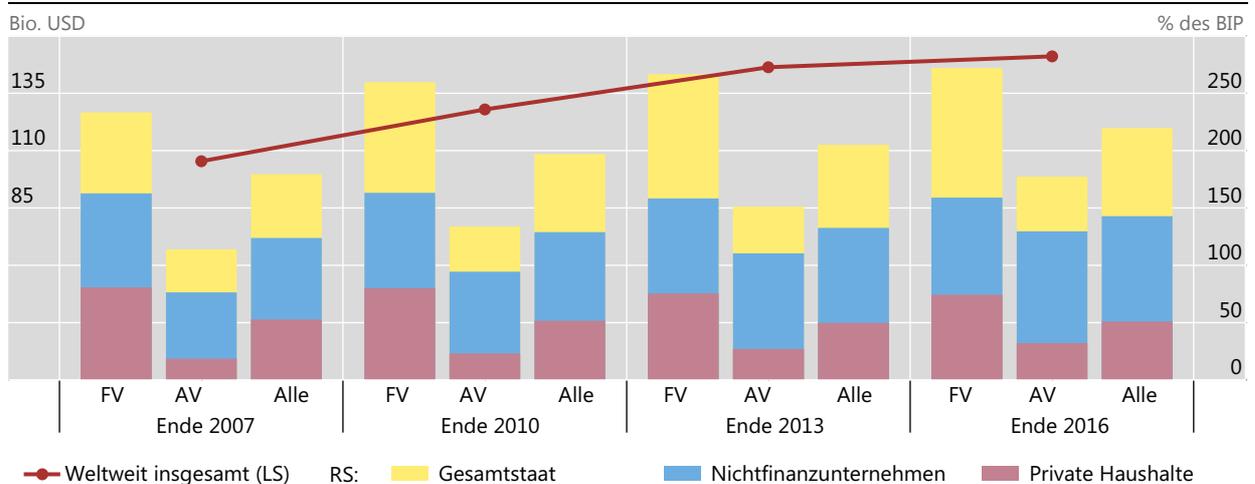
Inflationsanstiegs in anfälligeren Ländern einen finanziellen Abschwung auslösen oder verstärken. Dies wäre insbesondere der Fall, wenn höhere Leitzinssätze mit einer abrupten Aufwärtskorrektur bei den Anleiherenditen und einer Aufwertung des US-Dollars zusammenfielen: Der beträchtliche Aufbau von US-Dollar-Schulden nach der Krise hat nämlich die Anfälligkeit vor allem einiger aufstrebender Volkswirtschaften erhöht. Die Reagibilität der Weltwirtschaft gegenüber höheren Zinsen aufgrund des anhaltenden Schuldenaufbaus im Verhältnis zum BIP ist in der Tat ein grundlegendes Problem und erschwert die Normalisierung der Geldpolitik (Grafik I.1). Ein weiteres Beispiel für die Verflechtung der vier Risiken ist, dass eine Rückkehr zum Handelsprotektionismus finanzielle Anspannungen auslösen könnte und einen Inflationsanstieg wahrscheinlicher machen würde. Und auch hier könnte das Auftreten systemweiter finanzieller Anspannungen – oder auch einfach ein erheblich langsames Wachstum – die Bedrohung, die von protektionistischen Tendenzen ausgeht, über das kritische Maß hinaus ansteigen lassen.

Einige dieser Risiken haben ihren Ursprung in jahrzehntelangen Entwicklungen, doch sie sind alle ganz entscheidend durch die Große Finanzkrise und die unausgewogene Antwort darauf geprägt worden. So kam es zu der „riskanten Dreierkonstellation“, auf die im letztjährigen Jahresbericht eingegangen wurde: einem ungewöhnlich niedrigen Produktivitätswachstum, ungewöhnlich hohen Schuldenständen und einem ungewöhnlich engen wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum.¹

Angesichts der mittelfristigen Risiken erscheint es am vielversprechendsten, die aktuell günstige Lage zu nutzen, um die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit auf nationaler und internationaler Ebene zu stärken. Auf nationaler Ebene bedeutet dies eine wirtschaftspolitische Neuausrichtung hin zu Strukturreformen, eine Entlastung der Geldpolitik, der zu viel aufgebürdet wurde, und die Umsetzung ganzheitlicher politischer Handlungsrahmen, die den Finanzzyklus systematischer berücksichtigen. Letzterer ist ein mittelfristiges Phänomen und eine maßgebliche Quelle für Anfälligkeiten. Die Steigerung des Wachstumspotenzials der Wirtschaft ist von entscheidender Bedeutung. Auf internationaler Ebene gilt es den multilateralen Ansatz

Weltweiter Schuldenaufbau hält an

Grafik I.1



AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

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

entschlossener zu verfolgen – nur mit diesem Ansatz lassen sich die gemeinsamen Herausforderungen meistern, denen sich die Länder weltweit stellen müssen.

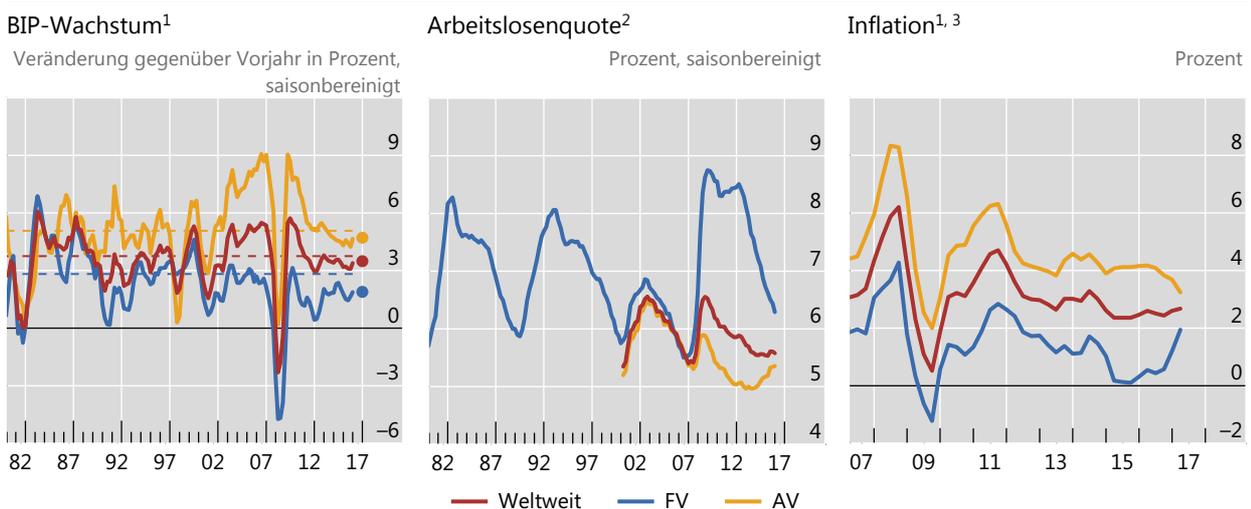
In diesem einleitenden Kapitel des BIZ-Jahresberichts werden zunächst die Entwicklungen des vergangenen Jahres im Rückblick betrachtet. Danach werden die mittelfristigen Risiken für die Nachhaltigkeit des Aufschwungs beleuchtet, und zum Schluss werden mögliche wirtschaftspolitische Maßnahmen erörtert.

Das Jahr im Rückblick

Das globale Wachstum hat sich seit dem letzten Jahresbericht deutlich beschleunigt und die Erwartungen übertroffen (Kapitel III sowie Grafik I.2 links). Der Prognosemittelwert liegt derzeit bei 3,5% für das Jahr 2017. Dieser Wert stünde im Einklang mit dem langfristigen Durchschnitt, läge allerdings unter den fast 4%, die im „goldenen Jahrzehnt“ vor der Krise verzeichnet wurden. Die Beschleunigung des Wachstums war besonders markant in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo die Indikatoren des Konsum- und Geschäftsklimas zu Beginn des Jahres 2017 die höchsten Werte seit vielen Jahren erreichten. Das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften verlief weniger einheitlich, obwohl sich auch dort die Wirtschaftsleistung gestützt durch höhere Rohstoffpreise verbesserte. Insbesondere kam es in China nicht zum befürchteten Wachstumseinbruch: Die Behörden griffen einmal mehr zur Stützung der Wirtschaft ein, erhöhten dadurch aber die Schuldenlast der chinesischen Volkswirtschaft noch mehr.

Weltwirtschaft gewinnt nochmals an Fahrt, und Inflationsraten gleichen sich einander an

Grafik I.2



Punkte im linken Feld = Prognosen von Consensus Economics für 2017; gestrichelte Linien = Durchschnitt 1982–2007. AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

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*; OECD, *Economic Outlook* und *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Mit der fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung verringerte sich die Unterauslastung weiter, vor allem an den Arbeitsmärkten (Kapitel III sowie Grafik I.2 Mitte), und in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sank die Arbeitslosigkeit weiter. In einigen Ländern, die von der Großen Finanzkrise am stärksten betroffen gewesen waren, beispielsweise dem Vereinigten Königreich und den USA, kehrte die Arbeitslosenquote auf ihr Vorkrisenniveau zurück. In anderen Ländern, wie z.B. Japan, lag sie deutlich darunter. Im Euro-Raum war sie zwar nach wie vor vergleichsweise hoch, doch sie war ebenfalls rückläufig und erreichte Werte, die zuletzt vor rund acht Jahren zu beobachten gewesen waren.

Die Inflation näherte sich im Allgemeinen den Zielwerten der Zentralbanken an (Kapitel IV sowie Grafik I.2 rechts). In erheblichem Ausmaß angetrieben vom höheren Ölpreis, erhöhte sich die Gesamtinflation in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften leicht, während die Entwicklung der Kerninflation gedämpfter ausfiel. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen die Inflation über dem Zielwert gelegen hatte, war die Inflation sogar rückläufig, nicht zuletzt aufgrund von Wechselkurschwankungen. Der Prognosemittelwert für 2017 deutet auf einen leichten Inflationsanstieg weltweit hin.

Der Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten war bemerkenswert (Kapitel II). Nach der US-Präsidentchaftswahl verschlechterte sich die Stimmung vorübergehend, verbesserte sich dann aber wieder, als sich die Befürchtungen eines verhaltenen künftigen Wachstums verflüchtigten und neuerlicher Optimismus aufkam. In der Folge untermauerten positivere Wirtschaftsdaten die optimistische Stimmung, und der „Reflation Trade“ blieb monatelang marktbestimmend. Die Aktienkurse schnellten in die Höhe, und die Volatilität fiel auf ein sehr niedriges Niveau – ein Zeichen für hohe Risikobereitschaft. Der Anstieg der Anleiherenditen, der bereits im Juli 2016 eingesetzt hatte, beschleunigte sich. Unter dem Strich bewegten sie sich allerdings immer noch in historisch niedrigen Bandbreiten, und bis Mai 2017 hatten sie einen beträchtlichen Teil des Anstiegs wieder verloren, da der „Reflation Trade“ abebbte. Der US-Dollar zeigte eine noch prägnantere Auf-und-ab-Bewegung: Er wertete bis Anfang 2017 stark auf und büßte anschließend seine Gewinne wieder ein.

Nicht minder bemerkenswert war die Verlagerung bei den wichtigsten Triebkräften für die Marktentwicklung (Kapitel II). Die Zentralbanken wurden weniger stark beachtet, und stattdessen rückten politische Ereignisse in den Vordergrund, insbesondere das Votum der Briten für einen Austritt aus der Europäischen Union (Brexit) und noch mehr die US-Präsidentchaftswahl. Entsprechend wurden die nach der Krise üblicherweise aufeinanderfolgenden Phasen von zu- und abnehmender Risikobereitschaft, die im Einklang mit den Worten und Taten der Zentralbanken standen, durch stärker differenzierte Reaktionen auf politische Ereignisse und Verlautbarungen abgelöst. Dies gilt insbesondere für die Preise von finanziellen Vermögenswerten in verschiedenen Anlagekategorien, Sektoren und Regionen, die sich nach der US-Präsidentchaftswahl und angesichts der sich verändernden Aussichten auf expansive Finanzpolitik, Steuersenkungen, Deregulierung und Protektionismus deutlich heterogener entwickelten. Diese Verlagerung bei den Triebkräften für die Marktentwicklung ging einher mit einer beispiellosen Diskrepanz zwischen den Indikatoren der wirtschaftspolitischen Unsicherheit, die in die Höhe schnellten, und den Indikatoren der Finanzmarktvolatilität, die sich verringerten.

Dennoch übten Zentralbanken weiterhin erheblichen Einfluss auf die Märkte aus. Zwischen den Zinsstrukturkurven für US-Dollar einerseits und für Yen und Euro andererseits traten ungewöhnlich große Unterschiede zutage, was weitgehend auf

den jeweiligen geldpolitischen Ausblick und die Wertpapierankäufe durch die Zentralbanken zurückzuführen war. Dies trug zu beträchtlichen währungsübergreifenden Portfolioströmen bei, häufig mit Absicherung des Währungsrisikos, was wiederum eine schwer nachvollziehbare Marktanomalie erklären hilft: den Zusammenbruch der gedeckten Zinsparität (Kapitel II). Der entsprechende Aufschlag bei US-Dollar-Refinanzierungen am Devisenmarkt im Verhältnis zu US-Dollar-Refinanzierungen am Geldmarkt deutete zudem auf eine geringere Ausnutzung der Bilanzkapazität durch die Banken hin: Sie waren im Vergleich zur Vorkrisenzeit weniger zu Arbitragegeschäften bereit, die sich stark auf die Bilanz auswirken (Kapitel V).

Die Verfassung der Finanzinstitute und die kurzfristigen Prognosen für die Finanzbranche verbesserten sich, es blieben aber Herausforderungen bestehen (Kapitel V). Die Aussicht auf höhere Zinssätze und eine stärkere Wirtschaft trug dazu bei, dass sich Bankaktien besser entwickelten als der Gesamtmarkt. Die Gewinne in den von der Krise betroffenen Ländern erhöhten sich leicht, was den Banken die Aufstockung ihrer Kapitalpolster erleichterte. In den Ländern, die einen starken Aufschwung des Finanzzyklus erlebten, war die Rentabilität allgemein besser. Dennoch blieben die Marktteilnehmer skeptisch, was in vergleichsweise niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnissen oder Kreditratings vieler Banken zum Ausdruck kam. Die Banken im Euro-Raum standen besonders unter Druck, da sie mit Überkapazitäten und teilweise hohen Beständen an notleidenden Krediten zu kämpfen hatten. Die Rentabilität des Versicherungssektors war in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nahezu unverändert. Sie wurde noch stärker durch die anhaltend niedrigen Zinsen beeinträchtigt als die Rentabilität des Bankensektors.

Nachhaltigkeit

Dieser kurze Rückblick auf das vergangene Jahr zeigt, dass sich die Wirtschaftsleistung weltweit deutlich verbessert hat und dass die kurzfristigen Aussichten so gut erscheinen wie lange nicht mehr. Zudem deuten die Prognosen von privaten und offiziellen Stellen zumeist auf eine weitere schrittweise Verbesserung hin. Demnach werden die hemmenden Einflüsse abnehmen, die Weltwirtschaft wird an Dynamik gewinnen, die Geldpolitik wird allmählich normalisiert werden, und der Aufschwung wird sich verfestigen und von Nachhaltigkeit geprägt sein. Tatsächlich entspricht die Stimmung an den Finanzmärkten diesem Ausblick.

Doch wie immer gibt es keine Garantie, dass sich dieses Szenario bewahrheiten wird. Die Erwartungen der Märkte und offiziellen Stellen sind seit der Großen Finanzkrise wiederholt enttäuscht worden. Und im Allgemeinen sind wirtschaftliche Prognosen über den kurzfristigen Horizont hinaus wenig stichhaltig. Konzeptionsbedingt setzen sie eine Rückkehr zu langfristigen Trends voraus, was eine Erklärung dafür ist, wieso sie keine Rezessionen vorhersehen. Zudem ist der gegenwärtige Aufschwung ungeachtet seiner insgesamt mäßigen Ausprägung bereits einer der längsten, der je verzeichnet wurde.

Vor diesem Hintergrund lohnt es sich, die wichtigsten mittelfristigen Risiken für diesen Ausblick zu untersuchen. Im Folgenden werden nacheinander betrachtet: ein Anstieg der Inflation, Risiken im Zusammenhang mit dem Finanzzyklus, das Unvermögen, dass Investitionen den sich womöglich abschwächenden Konsum als Wachstumsmotor ablösen, und protektionistische Tendenzen, die den Handel einschränken und das Rad der Globalisierung zurückdrehen könnten.

Inflation

Ein Anstieg der Inflation, der die Zentralbanken zwingt, die Geldpolitik erheblich zu straffen, war in der Nachkriegszeit der typische Auslöser für eine Rezession. Die jüngste Rezession allerdings war eine Ausnahme: Die Geldpolitik wurde zwar etwas gestrafft, dennoch kam es unabhängig davon zum Zusammenbruch eines Finanzbooms – dem Hauptgrund für die Rezession. Ist es möglich, dass sich nun wieder das typische Muster der Nachkriegszeit durchsetzt (Kapitel IV)?

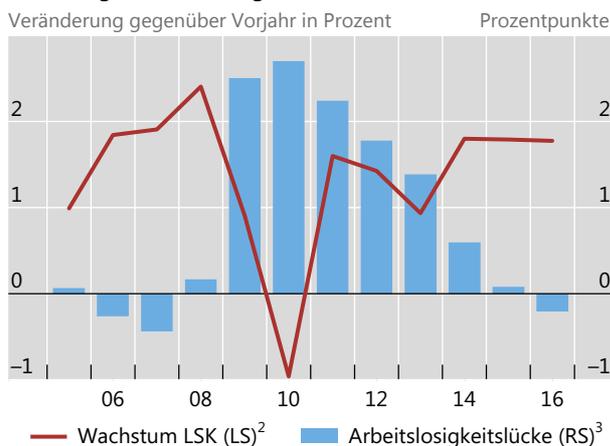
Vordergründig spricht einiges dafür, dass die Inflation deutlich ansteigen könnte (Grafik I.3 links). Sie hat bereits angezogen. Wichtiger noch: Die Unterauslastung verringert sich. Darauf deuten vor allem die Arbeitsmarktindikatoren, aber auch Schätzungen des Zusammenhangs zwischen Produktion und Produktionspotenzial (sog. Produktionslücke) hin. Zudem ist dies in mehreren Ländern gleichzeitig zu beobachten – was nicht zu unterschätzen ist, da globale Messgrößen der Unterauslastung zusätzlich zu den nationalen Messgrößen einen Beitrag zur Inflationsprognose leisten können. All dies legt nahe, dass es unklug wäre, sich damit zufrieden zu geben, dass der jüngste Inflationsanstieg hauptsächlich auf einen höheren Ölpreis zurückzuführen ist. Es könnte eine höhere Inflationsdynamik bevorstehen.

Gleichzeitig scheint ein starkes und anhaltendes Aufflammen der Inflation unwahrscheinlich (Kapitel IV). Der Zusammenhang zwischen Unterauslastung und Preisauftrieb ist schon seit einiger Zeit nicht klar erkennbar (Grafik I.3 rechts). Dagegen erscheint der entsprechende Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Unterauslastung an den Arbeitsmärkten und der *Lohninflation* umso deutlicher. Dennoch gibt es Hinweise darauf, dass dieser Zusammenhang im Zeitverlauf schwächer geworden ist, im Einklang mit dem Verlust der Preissetzungsmacht des Faktors Arbeit, wie er in den Arbeitsmarktindikatoren zum Ausdruck kommt (Grafik I.3

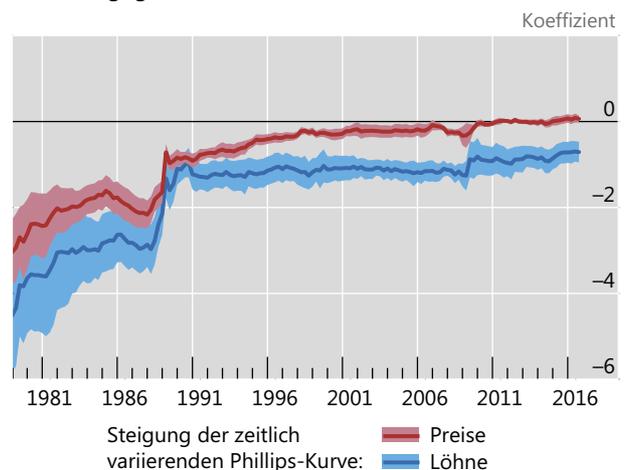
Weisen angespanntere Arbeitsmärkte auf Aufwärtsrisiken für die Inflation hin?

Grafik I.3

Steigender Lohndruck aufgrund rückläufiger Arbeitslosigkeit¹



Löhne reagieren nach wie vor auf Arbeitslosigkeit, Preise dagegen nicht⁴



¹ CA, DE, GB, JP, US; Prognosen nach 2015. ² LSK = Lohnstückkosten. Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten (jeweils rollierend). ³ Arbeitslosenquote abzüglich der inflationsstabilen Arbeitslosenquote; gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Erwerbsbevölkerung. ⁴ Schätzungen anhand eines rollierenden 15-Jahres-Fensters und Konfidenzbänder der G7-Volkswirtschaften. Für Einzelheiten siehe Kapitel IV.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; Schätzungen der BIZ.

rechts). Und der Zusammenhang zwischen höheren Lohnstückkosten und dem Preisauftrieb ist seinerseits überraschend schwach.

Über die genauen Gründe für diese Entwicklungen herrscht Unklarheit. Vielleicht sind sie Ausdruck der gewachsenen Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung. Oder sie spiegeln hauptsächlich längerfristigen Disinflationsdruck wider, der auf die Globalisierung und den Eintritt von Billigpreisproduzenten wie China und ehemaligen kommunistischen Ländern in den Welthandel zurückzuführen ist. Zusätzlich zum technologischen Druck dürfte dies sowohl die Verhandlungsmacht der Arbeitskräfte als auch die Preissetzungsautonomie der Unternehmen verringert haben, womit die Wahrscheinlichkeit einer Neuauflage der in der Vergangenheit beobachteten Lohn-Preis-Spiralen sinkt.

Daraus lässt sich schließen, dass ein Inflationsanstieg zwar nicht ausgeschlossen werden kann, dass er aber zumindest auf kurze Sicht wohl nicht die Hauptgefahr für das Wirtschaftswachstum darstellt. Die aktuellen Preise von finanziellen Vermögenswerten lassen vermuten, dass die Finanzmarktteilnehmer diese Sicht der Dinge teilen.

Risiken aufgrund des Finanzzyklus

Angesichts der vorstehenden Überlegungen zum Inflationsanstieg rückt die mögliche Bedeutung von Risiken im Zusammenhang mit dem Finanzzyklus in den Vordergrund. Vielleicht wird der Auslöser der nächsten Rezession ähnlich sein wie der letzte: das Platzen der Blase am Höhepunkt des Finanzzyklus. Tatsächlich wiesen die Rezessionen in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu Beginn der 1990er Jahre bereits einige ähnliche Merkmale auf, allerdings ohne das Ausmaß und die Verbreitung der jüngsten Rezession zu erreichen: Ihnen war ein übermäßiger Anstieg des Kreditvolumens und der Immobilienpreise vorausgegangen, der sich umkehrte, als die geldpolitische Straffung begann, was zu Anspannungen an den Finanzmärkten und im Bankensektor führte. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wiederum waren Finanzkrisen recht häufig mit Turbulenzen in der Abschwungphase des Finanzzyklus verbunden, wobei die Krise oft durch den Verlust von Auslandsfinanzierungen ausgelöst oder verstärkt wurde – man denke beispielsweise an die Asien-Krise vor rund 20 Jahren.

Vorlaufindikatoren von finanziellen Anspannungen, die sich auf die oben beschriebenen Merkmale stützen, zeigen tatsächlich potenzielle Risiken an (Kapitel III). Allerdings ist dies nicht der Fall in den von der Großen Finanzkrise am stärksten betroffenen Ländern, in denen der inländische Finanzboom bereits zusammengebrochen ist, beispielsweise in den USA, im Vereinigten Königreich oder in Spanien. In diesen Ländern hat ein gewisser Schuldenabbau des privaten Sektors stattgefunden, und der Aufschwung des Finanzzyklus hat erst vor relativ kurzer Zeit eingesetzt. Die Tatsache, dass es nicht allen Krisenländern gelungen ist, die Bankbilanzen vollständig zu sanieren, ist ein Hauptgrund für Bedenken auf kurze Sicht. Dies gilt insbesondere für einige Länder des Euro-Raums, in denen auch der Staatshaushalt fragil erscheint (Kapitel V). Politische Unsicherheiten tragen noch zu dieser Besorgnis bei.

Die klassischen Signale von Risiken aufgrund des Finanzzyklus sind vielmehr in mehreren Ländern sichtbar, die von der Großen Finanzkrise weitgehend verschont wurden und in denen der Aufschwung des Finanzzyklus nach der Krise an Dynamik gewonnen hat. Zu diesen Ländern zählen mehrere aufstrebende Volkswirtschaften, darunter die größten, sowie einige fortgeschrittene Volkswirtschaften, insbesondere

einige Rohstoffexporteure, die sich aufgrund des seit der Krise anhaltenden Rohstoffbooms im Aufwind befinden. Natürlich sind die Zinssätze in all diesen Ländern äußerst niedrig oder sogar negativ, während die Inflation ungeachtet der robusten wirtschaftlichen Entwicklung gemäßigt ausfällt oder sich gar in eine Deflation gekehrt hat. Diese Länder befinden sich in unterschiedlichen Phasen des Finanzzyklus. Teilweise hält der Boom an oder nähert sich seinem Höhepunkt, wie in China, während in anderen Fällen, so beispielsweise in Brasilien, bereits der Abschwung eingesetzt hat und es zu einer Rezession – wenn auch nicht zu einer ausgewachsenen Finanzkrise – gekommen ist.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind mit einem zusätzlichen Problem konfrontiert, nämlich dem vergleichsweise hohen Anteil an Fremdwährungsschulden, vor allem in US-Dollar (Kapitel III, V und VI). Dollarschulden haben in der Vergangenheit bei Finanzkrisen in aufstrebenden Volkswirtschaften gewöhnlich eine entscheidende Rolle gespielt, entweder als Auslöser, beispielsweise bei einer Umkehr der Bruttokapitalströme in US-Dollar, oder als Verstärker. Das Zusammenfallen einer Abwertung der Landeswährung und eines Anstiegs der US-Dollar-Zinsen kann bei hohen Währungsinkongruenzen gravierende Auswirkungen haben. Von 2009 bis Ende 2016 erhöhten sich die US-Dollar-Kredite an Nichtbanken außerhalb der USA – ein führender BIZ-Indikator der globalen Liquidität – sprunghaft um rund 50% auf mittlerweile etwa \$ 10,5 Bio. Davon entfallen \$ 3,6 Bio. allein auf Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften, mehr als doppelt so viel wie noch Anfang 2009.

Anders als früher wird das Risiko im Zusammenhang mit der Fremdwährungsverschuldung durch mehrere Faktoren abgeschwächt: Vielerorts sind flexiblere Wechselkurssysteme eingeführt worden, die zwar kein Allheilmittel darstellen, aber einen Währungszusammenbruch weniger wahrscheinlich machen und ex ante zu einer geringeren Risikobereitschaft in Bezug auf Fremdwährungen führen dürften. Zudem sind hohe Währungsreserven aufgebaut worden, die die Auswirkungen finanzieller Anspannungen abfedern sollten. Und schließlich sind die Fremdwährungsschulden im Verhältnis zum BIP unter dem Strich noch immer nicht so hoch wie vor früheren Finanzkrisen. Tatsächlich haben mehrere Länder in den letzten Jahren hohe Wechselkursschwankungen absorbiert. Dennoch sollten Anfälligkeiten nicht auf die leichte Schulter genommen werden, zumindest nicht dort, wo eine hohe Fremdwährungsverschuldung mit einem übermäßigen inländischen Finanzboom zusammenfällt. Unter anderem aus diesem Grund könnten eine Straffung der US-Geldpolitik und eine Aufwertung des US-Dollars einen Rückzug aus internationalen Finanzinvestitionen und eine höhere Risikoaversion ankündigen, mit dem Dollar als eine Art Angstbarometer.²

Generell gesprochen vermitteln Vorlaufindikatoren von finanziellen Anspannungen zwar ein allgemeines Gefühl für den Aufbau von Risiken, aber sie sind auch mit einigen Einschränkungen behaftet. Insbesondere sind sie in Bezug auf den genauen Zeitpunkt des Auftretens von Anspannungen, ihre Intensität oder ihre konkrete Dynamik wenig aussagekräftig. Schließlich haben die politischen Entscheidungsträger nach der Krise wichtige Schritte zur Stärkung von Regulierung und Aufsicht unternommen, die die aus den Daten ersichtlichen statistischen Korrelationen verändern könnten. Beispielsweise haben viele aufstrebende Volkswirtschaften eine breite Palette an makroprudenziellen Maßnahmen ergriffen, um den Finanzzyklus besser in den Griff zu bekommen. Die Maßnahmen vermochten zwar nicht den Aufbau von übermäßigen Finanzbooms zu verhindern, doch können sie das Finanzsystem widerstandsfähiger gegen den anschließenden Abschwung machen. Wie die Erfahrung Brasiliens zeigt, können diese Maßnahmen keine Rezession verhindern, aber sie

vermögen das Risiko einer Finanzkrise einzudämmen. Diese Einschränkungen legen einen vorsichtigen Umgang mit den Indikatoren nahe.

Konsum und Investitionen

Wenn es nicht zu schwerwiegenden finanziellen Anspannungen kommt, könnte der Aufschwung durch eine schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Inland abgewürgt werden (Kapitel III). Das jüngste Wirtschaftswachstum war vielerorts konsumgetrieben, d.h. das Konsumwachstum überflügelte das BIP-Wachstum. Dagegen waren die Investitionen bis vor Kurzem vergleichsweise verhalten. Könnte sich der Konsum abschwächen? Und besteht Aussicht auf eine anhaltende Belebung der Investitionen? Natürlich wäre der Aufschwung nachhaltiger, wenn die Investitionen zum wichtigsten Wachstumsmotor würden: Die Produktivität würde angekurbelt, und der Inflationsdruck bliebe mittelfristig unter Kontrolle. Empirische Daten, die darauf hindeuten, dass konsumgetriebenes Wachstum weniger nachhaltig ist, untermauern diese Sichtweise.

Der Konsum könnte infolge rückläufiger Beschäftigungszuwächse bei Erreichen der Kapazitätsgrenze abnehmen; schwerwiegendere Anfälligkeiten ergeben sich jedoch durch den anhaltenden Schuldenaufbau, der zuweilen durch die historisch hohen Preise von Vermögenswerten begünstigt wird. Ein Rückgang der Vermögenspreise könnte die Bilanzen unter Druck setzen, insbesondere wenn er mit höheren Zinssätzen einherginge. Tatsächlich haben Forschungsarbeiten der BIZ ergeben, dass die Schuldendienstlast ein wichtiger, wenn auch unterschätzter Treiber für die Ausgaben ist (Kapitel III).

Eine Analyse der schuldendienstindizierten Zinsreagibilität des Konsums lässt Schwachstellen erkennen (Kapitel III sowie Grafik I.4). Dies gilt insbesondere für Länder – u.a. mehrere kleine offene und einige aufstrebende Volkswirtschaften –, die nach der Krise einen Kreditboom bei den privaten Haushalten erlebt haben, der oft von kräftigen Preissteigerungen bei Immobilien begleitet war. Ein Anstieg der Zinssätze über das am Markt bereits eingepreiste Niveau hinaus könnte den Verbrauch erheblich schwächen. Demgegenüber bestehen in einigen von der Krise betroffenen Ländern, beispielsweise den USA, dank dem bereits erfolgten Schuldenabbau deutlich größere Sicherheitsreserven.

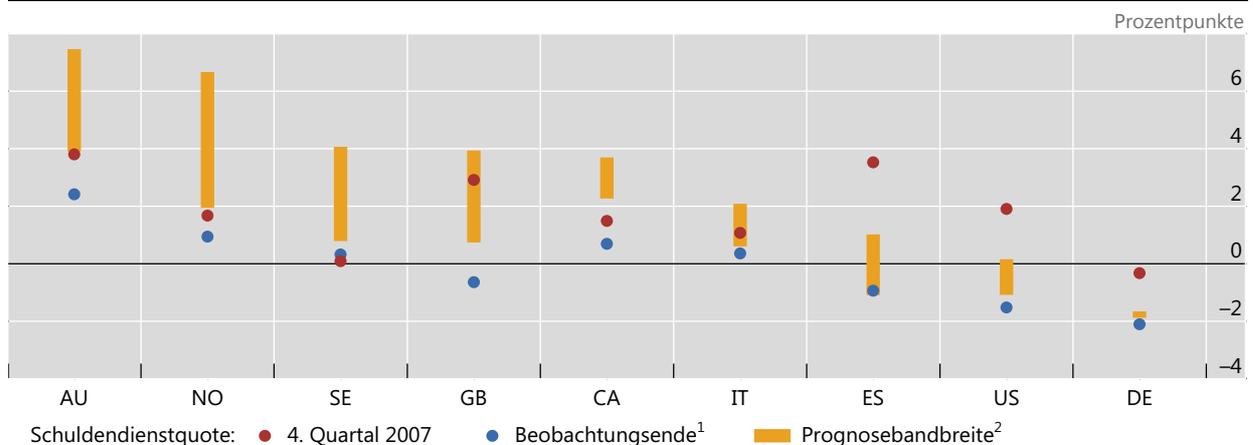
Die Investitionen im Verhältnis zum BIP waren zumindest in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach der Krise relativ schwach (Kapitel III). Teilweise war der Investitionsrückgang Ausdruck einer Korrektur bei den Wohnungsbauinvestitionen als Antwort auf den Boom vor der Krise. Ein weiterer Grund war die rückläufige Entwicklung bei allen anderen Investitionen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigten sich die Investitionen im Allgemeinen robuster, namentlich als Folge des Aufschwungs in China und des damit verbundenen Anstiegs der Rohstoffpreise. Die schwachen Investitionen nach der Krise im Zusammenspiel mit einer Fehlallokation von Ressourcen haben zweifelsohne zu einer weiteren Abschwächung des Produktivitätswachstums beigetragen. Könnte das jüngste willkommene Anziehen der Investitionen an Schwung verlieren?

Obwohl Zinssätze für Investitionen wichtig sind, spielen Gewinne, Unsicherheit und Cashflows eine noch größere Rolle. So gesehen können sehr hohe Werte der Indikatoren der wirtschaftspolitischen Unsicherheit zwar Anlass zur Sorge geben, doch bislang haben sie den jüngsten Investitionsanstieg nicht beeinträchtigt. In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften ist die massive Zunahme der Unternehmensverschuldung, zuweilen in Fremdwährung, besorgniserregend. Empirische

Zinsreagibilität der Schuldendienstquote privater Haushalte

Abweichung vom länderspezifischen langfristigen Durchschnittswert

Grafik I.4



¹ 4. Quartal 2016; für AU, IT, NO und US: 3. Quartal 2016. ² Prognosen der Schuldendienstquote privater Haushalte für die kommenden drei Jahre gemäß unterschiedlichen Zinsszenarien. Basierend auf länderspezifischen Vektorautoregressionen, die das Verhältnis der Kredite privater Haushalte zum Einkommen, die Zinssätze des gesamten Schuldenbestands der privaten Haushalte, die realen Wohnimmobilienpreise, das reale BIP und den 3-monatigen Geldmarktsatz einbeziehen. Für Einzelheiten siehe Kapitel III.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

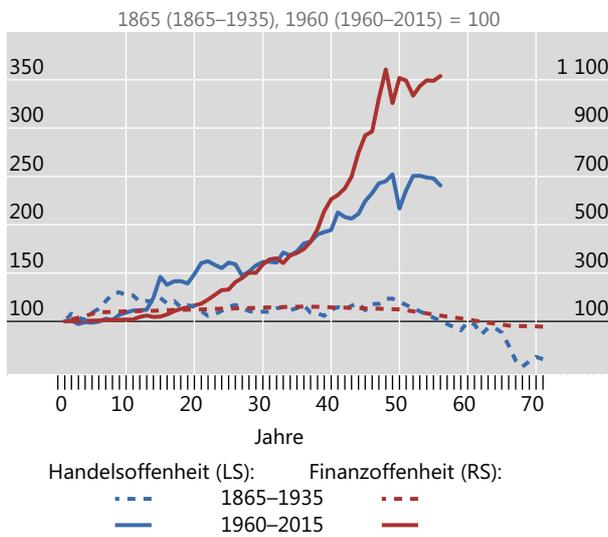
Daten deuten tatsächlich auf einen Zusammenhang zwischen US-Dollar-Aufwertung und Investitionsschwäche in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften hin (Kapitel III). China sticht in dieser Hinsicht hervor, angesichts der Kombination aus beispiellosen schuldenfinanzierten Investitionsquoten und Anzeichen für Überkapazitäten und unrentable Geschäftsaktivitäten. Käme es hier zu einer deutlichen Abschwächung der Investitionen, könnte dies viel weitreichendere Folgen für die aufstrebenden Volkswirtschaften haben, nicht zuletzt aufgrund einbrechender Rohstoffpreise.

Entglobalisierung

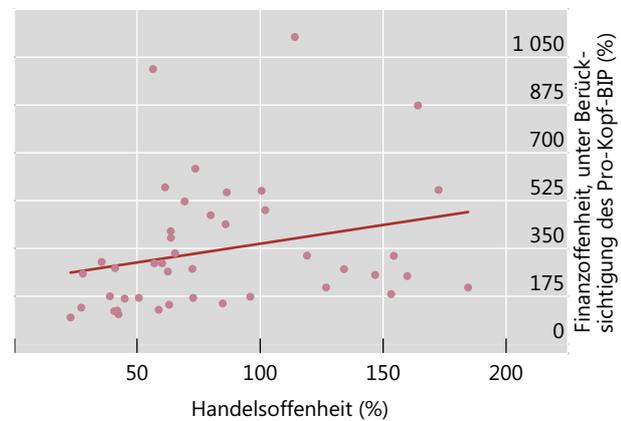
Seit der Großen Finanzkrise gewinnen protektionistische Tendenzen an Boden. Sie sind Teil einer allgemeineren gesellschaftlichen und politischen Gegenreaktion auf die Globalisierung. Würde das Rad der Globalisierung zurückgedreht, würde dies den Aussichten auf ein nachhaltiges und robustes Wirtschaftswachstum einen schweren Schlag versetzen. Die Investitionen würden als Erstes Schaden nehmen, da sie mit dem Handel eng verflochten sind. Doch eine solch seismische Veränderung der institutionellen Rahmenbedingungen und wirtschaftspolitischen Systeme hätte weitreichendere und nachhaltigere Folgen. Es lohnt sich, diese genauer unter die Lupe zu nehmen, weshalb im diesjährigen Jahresbericht der Globalisierung ein ganzes Kapitel gewidmet wird (Kapitel VI).

Bekanntlich ist der allmählich fortschreitende Prozess zunehmender Integration, der seit dem Zweiten Weltkrieg in der Weltwirtschaft stattgefunden und nach dem Ende des Kalten Kriegs einen Quantensprung erlebt hat, nicht der erste in der Geschichte (Grafik I.5 links). Zu einer ersten Globalisierungswelle kam es bereits ab der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts. Sie gewann in der Zeit des Goldstandards an Schwung und erlitt während des Ersten Weltkriegs einen schweren Rückschlag, bevor sie schließlich ein Jahrzehnt später im Zuge der Großen Depression endete.

Liberalisierung des Finanzsystems und des Handels im Zeitverlauf



Offenheit des Finanzsystems und des Handels in den einzelnen Ländern, 2015



Quellen: Für Einzelheiten siehe Kapitel VI.

Zwischen diesen beiden Globalisierungswellen gibt es Gemeinsamkeiten, aber auch wichtige Unterschiede. Beide Male kam es zu einer bedeutenden Zunahme der real- und finanzwirtschaftlichen Integration, forciert von politischen Entscheidungen und unterstützt von technologischer Innovation. Wirtschaftlich gesehen war die jüngste Globalisierungswelle allerdings sowohl tiefgreifender als auch weitreichender, obwohl sie in geringerem Maße auf Migrationsströmen aufbaute. Davon zeugen die beispiellose Ausbreitung globaler Wertschöpfungsketten und das Rekordwachstum bei den grenzüberschreitenden finanziellen Forderungen.

Obwohl man automatisch dazu tendiert, real- und finanzwirtschaftliche Globalisierung getrennt zu betrachten, sind sie miteinander verflochten. Exporte und Importe sind stark auf internationale Finanzierungen angewiesen. Länderübergreifende Eigentumsverhältnisse bei Unternehmen in Form von ausländischen Direktinvestitionen kurbeln den Handel an, sorgen für eine weite Verbreitung von organisatorischem und technischem Know-how und bringen weltweit tätige Unternehmen hervor. Banken und andere Dienstleistungsanbieter folgen in der Regel ihren Kunden rund um die Welt. Die Finanzdienstleistungen selbst haben einen stetig wachsenden Anteil an der Wirtschaftstätigkeit und dem Handel. Und die Relevanz von Landesgrenzen wird zusätzlich geschwächt durch die enorme Verwendung einer Handvoll internationaler Leitwährungen – insbesondere des US-Dollars – als Zahlungsmittel und Rechnungseinheit für Handelsgeschäfte und Finanzkontrakte.

Eine Analyse der Daten bestätigt die enge Verflechtung von real- und finanzwirtschaftlicher Globalisierung. In den einzelnen Ländern bilden die Finanzbeziehungen die Handelsbeziehungen recht genau ab (Kapitel VI sowie Grafik I.5 rechts). Historisch gesehen gab es Zeiten, beispielsweise in der Bretton-Woods-Ära, in denen die politischen Entscheidungsträger eine stärkere Handelsintegration anstrebten, gleichzeitig aber die Finanzintegration gezielt zu unterbinden suchten, um sich größeren Handlungsspielraum zu sichern. Doch mit der Zeit erwies sich diese Strategie als unhaltbar, und die finanzielle Integration gewann an Fahrt.

Allerdings hat die finanzielle Seite der Globalisierung auch eine Art Eigenleben entwickelt. In den einzelnen Ländern widerspiegelt dies insbesondere Ballungsvorteile, die dazu führen, dass sich das Finanzgeschäft an einem Finanzplatz konzentriert, sowie Steuer-Arbitrage, die Unternehmen dazu bewegt, ihren Hauptsitz in einem bestimmten Land anzusiedeln. Seit Anfang der 1990er Jahre übersteigen die Finanzbeziehungen die Handelsbeziehungen bei weitem; dies war den verfügbaren Daten zufolge bei der ersten Globalisierungswelle nicht der Fall.

Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass sich die Globalisierung nach der Krise verlangsamt hat, doch sie befindet sich nicht auf dem Rückzug. Der Handel gemessen am weltweiten BIP und die Verbreitung der globalen Wertschöpfungsketten haben sich stabilisiert. Und während sich die finanzielle Integration in ihrer weitgefassten Definition offenbar abgeschwächt hat, ist die Bankkreditvergabe zurückgegangen. Eine genauere Analyse der BIZ-Statistiken aber zeigt, dass dieser Rückgang hauptsächlich auf die Banken des Euro-Raums zurückzuführen ist und regionalen Charakter hat. Banken in Asien und anderen Ländern haben die Lücke gefüllt, und die Integration dort hat nicht nachgelassen. Zudem übersteigt der Wertpapierabsatz inzwischen die Bankkreditvergabe, im Einklang mit dem Aufstieg von institutionellen Anlegern und Kapitalanlagegesellschaften.

Aus wirtschaftspolitischer Sicht sind die Gründe für die Verlangsamung der Globalisierung von Bedeutung. Die Verlangsamung wäre weniger ein Thema, wenn sie lediglich zyklische Faktoren und freie wirtschaftliche Entscheidungen widerspiegeln würde – und ein Großteil des Rückgangs bei den Handels- und Finanzbeziehungen scheint tatsächlich auf diese beiden Ursachen zurückzugehen. Die Verlangsamung wäre dagegen mehr Anlass zur Sorge, wenn sie Ausdruck von wirtschaftsnationalen Tendenzen wäre. Sowohl beim Handel als auch im Finanzgeschäft scheint eine solche Entwicklung eingesetzt zu haben, wenn man die zunehmenden Maßnahmen zur Handelsbeschränkung und zur Abschirmung des Finanzsektors als Maßstab nimmt. Natürlich mögen einige dieser Maßnahmen durchaus gerechtfertigt sein, doch sie könnten Vorboten einer allgemeineren und schädlicheren Gegenreaktion auf die Globalisierung sein.

Formelle statistische Daten, Beobachtungswerte und pure Logik deuten darauf hin, dass die Globalisierung bei der Stützung des Weltwirtschaftswachstums und der Verbesserung des Lebensstandards eine wichtige Rolle gespielt hat. Sie hat dazu beigetragen, großen Teilen der Weltbevölkerung aus der Armut zu helfen und die Ungleichheit zwischen den einzelnen Ländern zu verringern. Es ist schlicht undenkbar, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften so stark hätten wachsen können, wären sie nicht in die Weltwirtschaft integriert worden. Grundsätzlich sorgt Integration für die Verbreitung von Know-how, sie fördert die Spezialisierung und verlagert die Produktion dorthin, wo die Kosten niedriger sind. Sie entspricht dem, was die Volkswirte eine Reihe von positiven Angebotschocks nennen würden, die ihrerseits die Nachfrage ankurbeln.

Bekanntlich bringt die Globalisierung aber auch Probleme mit sich. Erstens können die Vorteile ungleichmäßig verteilt sein, vor allem, wenn die Volkswirtschaften nicht anpassungswillig oder -fähig sind. Der Handel verdrängt Arbeitskräfte und Kapital in jenen Wirtschaftssektoren, die dem internationalen Wettbewerb stärker ausgesetzt sind. Und er erhöht womöglich die Einkommensungleichheit in gewissen Ländern. Die Liberalisierung des Handels mit Ländern, die über ein reichliches Angebot an billigen Arbeitskräften verfügen, setzt die Löhne in Ländern mit knapperem und teurerem Arbeitskräfteangebot unter Druck. Sie kann somit dazu führen, dass die Preissetzungsmacht des Faktors Arbeit abnimmt, die Einkommensverteilung

sich zugunsten des Kapitals verschiebt und die Schere zwischen qualifizierten und unqualifizierten Arbeitskräften sich öffnet. Eine zweite Herausforderung sind die höheren finanziellen Risiken, die entstehen können, wenn der Kapitalverkehr ohne ausreichende Sicherheitsvorkehrungen liberalisiert wird.

Die Auswirkungen der Globalisierung auf die Arbeitsmärkte und die Einkommensverteilung werden durch empirische Daten bestätigt, aber auch relativiert (Kapitel VI). Jobs für Geringqualifizierte verlagerten sich in Niedrigkostenländer, und große Industriezweige in weniger konkurrenzfähigen Ländern verloren an Bedeutung. Und obwohl Studien den Einfluss der Globalisierung auf die Einkommensungleichheit belegen, kamen sie im Allgemeinen zu dem Schluss, dass der technologische Fortschritt weit bedeutsamer war: Es sind ähnliche Mechanismen im Spiel, die sich natürlich gegenseitig beeinflussen, doch der verbreitete Einsatz von Technologien in allen Bereichen der Wirtschaft hat dafür gesorgt, dass ihr Einfluss viel durchdringender ist.

Inzwischen wird auch weithin anerkannt, dass eine Liberalisierung des Finanzsystems finanzielle Instabilität mit sich bringen kann. Und unabhängig davon, ob die Liberalisierung auf nationaler Ebene oder im Rahmen der Globalisierung stattfindet: Ohne ausreichende Sicherheitsvorkehrungen kann sie die Auf- und Abschwünge des Finanzzyklus verstärken – die sog. Prozyklizität des Finanzsystems. Im 85. *BIZ-Jahresbericht* wurde diesem Thema ein ganzes Kapitel gewidmet, in dem die Schwachstellen des internationalen Währungs- und Finanzsystems untersucht wurden.³ Der freie Kapitalverkehr über Grenzen und Währungen hinweg kann ein Überschießen des Wechselkurses verursachen, den Aufbau von Risiken intensivieren und finanzielle Anspannungen verstärken – unter dem Strich also zu einem Anstieg der übermäßigen Elastizität des Finanzsystems führen. Die dominierende Rolle des US-Dollars als internationale Leitwährung trägt zu dieser Schwachstelle bei, da sich die Diskrepanz zwischen den Interessen des Ausgabelandes dieser Währung und denjenigen der übrigen Welt vergrößert.⁴ Daraus erklärt sich der übermäßige Einfluss der US-Geldpolitik auf die geldpolitischen und finanziellen Rahmenbedingungen weltweit.

Diese Nebeneffekte der Globalisierung bedeuten nicht, dass sie rückgängig gemacht werden sollte. Vielmehr zeigen sie, dass die Globalisierung angemessen geregelt und gesteuert werden muss (siehe weiter unten). Eine Entglobalisierung hätte schädliche kurz- und langfristige Folgen. Auf kurze Sicht würde ein verstärkter Protektionismus die globale Nachfrage schwächen und die Nachhaltigkeit und Stärke des Aufschwungs gefährden: Der Handel würde Schaden nehmen, und es bestünde die Gefahr eines Investitionsstopps und plötzlich ausbleibender ausländischer Direktinvestitionen. Auf längere Sicht wären die durch die größere Offenheit erreichten Produktivitätssteigerungen gefährdet, und die Inflation könnte wieder aufflammen. In geschlosseneren Volkswirtschaften, in denen möglicherweise finanzielle Repression herrscht, könnte die Versuchung zunehmen, die Schulden durch Inflation zu verringern, und Lohn-Preis-Spiralen könnten wieder wahrscheinlicher werden. Dadurch könnte das Risiko einer Rückkehr zur Stagflation vergangener Jahre steigen.

Wirtschaftspolitische Maßnahmen

Was können die politischen Entscheidungsträger angesichts der mittelfristigen Risiken unternehmen, damit sich der aktuelle Aufschwung in nachhaltiges und robustes globales Wachstum kehrt? Im vergangenen Jahr hat sich ein breiter Konsens

gebildet, dass eine Neuausrichtung des Maßnahmen-Mix erforderlich ist, der die Geldpolitik entlastet und mehr auf fiskalpolitische Maßnahmen und Strukturreformen setzt. Dennoch herrscht Uneinigkeit darüber, welche Maßnahmen Priorität haben sollten. Um zu entscheiden, welcher Weg verfolgt werden muss, sollte man einen Schritt zurücktreten und den Fokus auf einige grundlegende Fragen im Zusammenhang mit dem derzeitigen analytischen Rahmen richten.

Ein Großteil der gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Debatte gründet auf zwei Annahmen. Erstens wird davon ausgegangen, dass die politischen Entscheidungsträger in der Lage sind, eine Feinsteuerung der Wirtschaft vorzunehmen, indem sie Hebel in Gang setzen, die die Gesamtnachfrage, die Produktion und die Inflation auf maßgebliche und berechenbare Weise beeinflussen. Die zweite Annahme ist, dass zwischen dem kurzfristigen Ziel der Erhaltung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und dem langfristigen Ziel der Erhaltung des gesamtwirtschaftlichen Angebots eine klare Trennlinie existiert.

Während beiden Annahmen etwas Wahres anhaftet, ist die Wirklichkeit weit vielschichtiger. Die Geschichte hat wiederholt gezeigt, dass die Fähigkeit der politischen Entscheidungsträger, die Wirtschaft zu steuern, allzu leicht überschätzt wird. Zudem beeinflussen sich Gesamtnachfrage und Gesamtangebot gegenseitig, sodass sich die kurz- und langfristigen Ziele überlagern.

Die Erfahrungen nach der Krise sind ein ernüchterndes Beispiel für diese Vielschichtigkeit. Es erwies sich ungeachtet der beispiellosen Maßnahmen als weit schwieriger als erwartet, das Wachstum und die Inflation anzukurbeln. Und die Rezession – selbst eine Hinterlassenschaft des vorausgegangenen nicht tragfähigen Finanzbooms – scheint tiefe Spuren hinterlassen zu haben: enorme Produktionseinbußen und ein dauerhaft niedrigeres Produktivitätswachstum.

Diese Erfahrungen unterstreichen die Notwendigkeit, die Wirtschaftspolitik in einem langfristigen Zusammenhang zu beurteilen. Maßnahmen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt ergriffen wurden, haben lang anhaltende Auswirkungen, ob sie nun auf die Nachfrage oder das Angebot abzielen. Und indem sie beispielsweise die Schuldenstände oder den Handlungsspielraum beeinflussen, gestalten sie die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit, die die politischen Entscheidungsträger als gegeben oder exogen betrachten, wenn die Zukunft zur Gegenwart wird.⁵ Wenn diese Auswirkungen nicht angemessen berücksichtigt werden, kann sich das Spektrum möglicher Maßnahmen im Laufe der Zeit beträchtlich verringern. Dies scheint in den vergangenen zehn Jahren der Fall gewesen zu sein.

Aus dieser Perspektive betrachtet, scheint es nicht angezeigt, eine Feinsteuerung der Wirtschaft anzustreben. Vielversprechender wäre es, die aktuell günstige Lage zu nutzen, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft auf nationaler und internationaler Ebene zu stärken. Mit dem Ziel der Widerstandsfähigkeit vor Augen ließe sich die Falle vermeiden, den politischen Entscheidungsträgern eine zu große Einflussnahme auf die Wirtschaft zuzutrauen. Und der Blick verschöbe sich hin zu einem längerfristigen Zeithorizont, der so wichtig ist, um die Wirtschaftspolitik im angemessenen zeitlichen Kontext zu betrachten.

Widerstandsfähigkeit bedeutet in ihrer allgemeinen Definition nicht nur die Fähigkeit, unvorhergesehene Entwicklungen oder Schocks zu verkraften. Es bedeutet auch, die Wahrscheinlichkeit zu verringern, dass es überhaupt zu einem Schock kommt, indem die wirtschaftspolitische Unsicherheit und der Aufbau von Schwachstellen, beispielsweise aufgrund von finanziellen Ungleichgewichten, begrenzt werden.⁶ Und es bedeutet, die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft an langfristige

Trends zu erhöhen – Trends im Zusammenhang mit der Alterung der Bevölkerung, der Verlangsamung der Produktivität, dem technologischen Wandel oder der Globalisierung. Im Folgenden wird diskutiert, wie die Stärkung der Widerstandsfähigkeit dazu beitragen kann, die derzeitigen nationalen und globalen Herausforderungen zu meistern

Stärkung der Widerstandsfähigkeit: nationale Herausforderungen

Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit auf nationaler Ebene ist eine vielschichtige Herausforderung. Betrachten wir der Reihe nach die geld-, fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen sowie ihre Rolle beim Bestreben, den Finanzzyklus besser in den Griff zu bekommen.

Es ist inzwischen weitgehend unbestritten, dass der Geldpolitik viel zu lange zu viel aufgebürdet wurde. Sie ist zur einzigen Option geworden. Dabei haben sich die Zentralbankbilanzen aufgebläht, die Leitzinssätze sind seit Langem extrem niedrig, und die Zentralbanken haben ihren unmittelbaren Einfluss weiter entlang der Renditenstrukturkurve von Staatsanleihen und auf andere Anlageklassen wie Schuldtitel des privaten Sektors und sogar Aktien ausgeweitet.

Zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit wäre eine Ausweitung des geldpolitischen Handlungsspielraums besonders wichtig, um für die nächste Rezession besser gewappnet zu sein. Dies wiederum würde bedeuten, dass die aktuell günstige Lage der Wirtschaft zu nutzen wäre, um die Normalisierung mit Beharrlichkeit zu verfolgen, soweit es die inländischen Umstände erlauben. Letzteres ist eine wichtige Relativierung, denn länderspezifische Faktoren – sowohl die wirtschaftliche Situation als auch der geldpolitische Handlungsrahmen – bestimmen, inwieweit eine Normalisierung möglich ist. Dies ist je nach Land sehr unterschiedlich. Dennoch könnte die allgemeine *Handlungsstrategie* für alle gelten.

Eine Normalisierung stellt die Zentralbanken vor enorme Herausforderungen (Kapitel IV). Viele davon ergeben sich aufgrund der Ausgangslage: den beispiellosen geldpolitischen Bedingungen, die seit der Krise vorherrschen. Da sich die Märkte an die stützende Hand der Zentralbanken gewöhnt haben, sind die Schuldenstände weltweit weiter gestiegen; zudem erscheint die Bewertung einer Vielzahl von Vermögenswerten hoch und von weiterhin sehr niedrigen Zinssätzen und Anleiherenditen abhängig (Kapitel II). Einerseits verleitet eine höhere Unsicherheit die Zentralbanken natürlich dazu, die Zinsen in sehr kleinen Schritten anzuheben und bei ihren Bilanzen noch vorsichtiger vorzugehen, wobei sie Veränderungen sorgfältig ankündigen. Andererseits bremst genau dieses graduelle Vorgehen die Ausweitung des Handlungsspielraums. Und es könnte auch zu höherer Risikoübernahme führen und ein Umfeld hervorbringen, das einen reibungslosen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik erschwert. Die Gefahr, dass es zu einer abrupten Aufwärtskorrektur beispielsweise bei den Anleiherenditen kommt, ist groß.⁷ Die möglichen weltweiten Spillover-Effekte nationaler Maßnahmen, vor allem im Falle des US-Dollars, verschärfen die Zielkonflikte noch.

Der Weg wird also holprig sein. Die Zentralbanken werden entsprechend den sich ändernden Rahmenbedingungen gangbare Wege auskundschaften, und so wird die Normalisierung wohl nicht linear verlaufen, sondern mit Anlaufschwierigkeiten und Rückschlägen. Aber es ist wichtig, dass die Finanzmärkte und die Wirtschaft ganz allgemein ihre ungewohnte Abhängigkeit von den beispiellosen geldpolitischen Maßnahmen überwinden.

Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit durch fiskalpolitische Maßnahmen hat zwei Dimensionen. Erstens müssen für den Einsatz jeglichen verfügbaren fiskalpolitischen Spielraums Prioritäten festgelegt werden. Verschiedene Maßnahmenbereiche sind denkbar: Beispielsweise sollten wachstumsfreundliche Struktur-reformen prioritär gefördert werden (siehe weiter unten). Zudem sollte die Akzeptanz der Globalisierung erhöht werden, indem ihre negativen Auswirkungen eingedämmt werden. In dieser Hinsicht scheinen generelle Ansätze geeigneter als konkret auf bestimmte Zielgruppen ausgerichtete Ansätze, denn die einzelnen Unternehmen und Privatpersonen dürften schwer auszumachen sein. Grundsätzlich gilt es, Menschen zu retten, nicht Arbeitsstellen, und entsprechend müssen Umschulung und flexible Ressourcenallokation gefördert werden. Nicht zuletzt hat auch die staatliche Unterstützung von Bilanzsanierungen Priorität, wenn die privaten Quellen ausgeschöpft sind. Die Lösung des Problems notleidender Kredite ist allesentscheidend, um die Finanzierung produktiver Investitionen anzukurbeln (Kapitel V). Was zum jetzigen Zeitpunkt unklug wäre: dort, wo die Wirtschaft den Punkt der Vollbeschäftigung fast erreicht hat, einfach auf schuldenfinanzierte Staatsausgaben zu setzen. Dies schließt eine Vereinfachung der Steuersysteme oder umsichtige und gut geplante öffentliche Investitionen nicht aus. Doch wie immer kommt es auf die Umsetzung an. Die Erfahrung zeigt, dass sie keineswegs einfach ist.

Die zweite Dimension der fiskalpolitischen Maßnahmen betrifft die Ausweitung des Handlungsspielraums im Zeitverlauf. Voraussetzung ist hier eine vorsichtige Einschätzung dieses Spielraums. Wie im letztjährigen Jahresbericht ausführlich dargelegt, müssen die gegenwärtigen Schätzmethoden eine Reihe von Faktoren einbeziehen, die oft nicht voll berücksichtigt oder sogar ausgeklammert werden: die Notwendigkeit eines Puffers für potenzielle Finanzrisiken, eine realistische Antwort der Finanzmärkte auf höhere Länderrisiken und die Belastung durch die Bevölkerungsalterung. Zu berücksichtigen ist auch die Wirkung, die die Verknüpfung der Gefahr eines plötzlichen Renditeanstiegs mit den großvolumigen Anleihekäufen durch Zentralbanken auf die Zinsreagibilität von Haushaltsdefiziten haben kann (Kapitel IV). Allgemeiner betrachtet könnte eine vorsichtige Einschätzung des fiskalpolitischen Handlungsspielraums als Richtschnur für die erforderliche mittelfristige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen dienen.

Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit durch strukturpolitische Maßnahmen ist von entscheidender Bedeutung. Es sind die einzigen Maßnahmen, die tatsächlich für eine Anhebung des langfristigen Wachstumspotenzials sorgen und ein für langfristige Investitionen förderliches Umfeld schaffen können. Leider hat sich die Umsetzung solcher Maßnahmen keineswegs beschleunigt, sondern im Gegenteil noch verzögert. Und dies, obwohl empirische Daten zeigen, dass viele Maßnahmen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht einmal kurzfristig beeinträchtigen – womit eine verbreitete Annahme widerlegt wird.⁸ Die politischen Kosten von Struktur-reformen übersteigen offensichtlich die wirtschaftlichen Kosten. Wie bei der Globalisierung ist es auch hier die Konzentration der Kosten auf bestimmte Gruppen, die den Ausschlag geben.

Die erforderlichen Strukturreformen sind weitgehend länderspezifisch. Ihr gemeinsamer Nenner besteht in der Förderung unternehmerischen Handelns und der raschen Nutzung von Innovationen, während es rein auf Gewinne ausgerichtete Verhalten einzudämmen gilt. Ein weiterer Aspekt, der vielfach unterschätzt wurde und erst langsam Beachtung findet, ist, dass die Ressourcenallokation flexibel gestaltet werden sollte, weil strukturelle Rigiditäten die Fähigkeit der Wirtschaft, Schocks zu verkraften, und das Produktivitätswachstum beeinträchtigen können. Maßnahmen in diese Richtung würden auch erheblich dazu beitragen, die negativen Auswirkungen

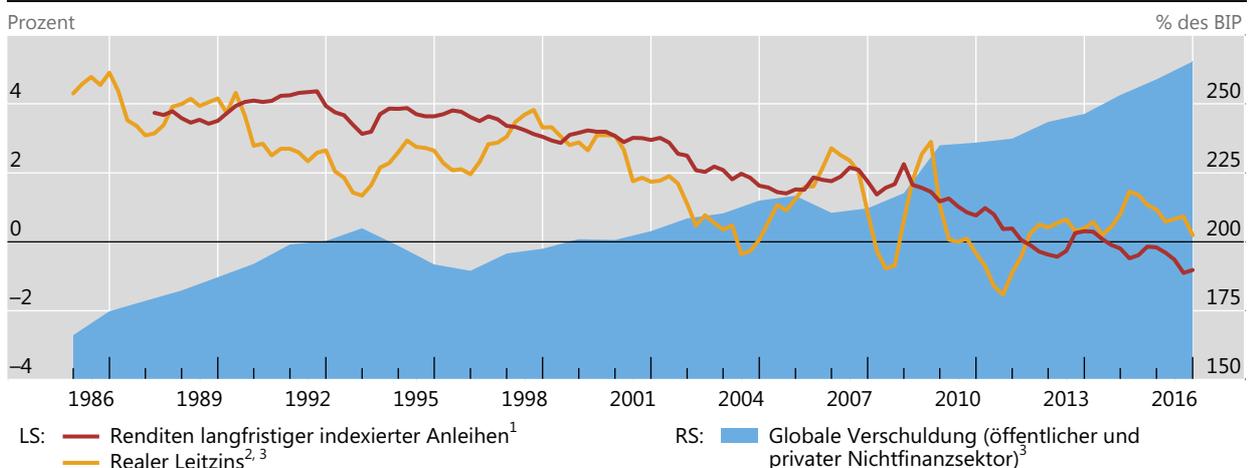
der Globalisierung einzudämmen. Besonders besorgniserregend ist der hohe Anteil von Unternehmen, die ungeachtet historisch niedriger Zinssätze nicht in der Lage sind, ihre Zinslast mit Gewinnen zu kompensieren, die sog. Zombiefirmen (Kapitel III). Dies weist auf erhebliche Hindernisse für Bemühungen hin, die Ressourcen einem produktiveren Einsatz zuzuführen.

Auf mittlere Sicht wäre es wichtig, dass die geld-, fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen Teil einer Neuausrichtung der politischen Handlungsrahmen wären mit dem Ziel, eine maßgebliche Quelle für Schwachstellen – den Finanzzyklus – besser in den Griff zu bekommen. Dass dies bisher nicht gelungen ist, ist tatsächlich einer der Hauptgründe für die unerfreuliche Entwicklung der Weltwirtschaft und den begrenzten wirtschaftspolitischen Spielraum.⁹ Und wie in früheren BIZ-Jahresberichten ausführlich erörtert, wäre es unklug, zur Eindämmung von finanziellen Auf- und Abschwüngen ausschließlich auf Aufsichtspolitik oder gar nur auf makroprudenzielle Maßnahmen zu setzen.¹⁰ Die jüngsten Erfahrungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wo diese Maßnahmen in hohem Maße eingesetzt werden, bestätigen, dass sie *allein* den Aufbau von Ungleichgewichten nicht verhindern können.

Um den Finanzzyklus besser in den Griff zu bekommen, wären symmetrischere Maßnahmen erforderlich. Wenn Finanzbooms nicht eingedämmt werden, die Geldpolitik aber in der Abschwungphase jeweils energisch und über längere Zeit gelockert wird, könnte dies langfristig zu einer Serie von schwerwiegenden finanziellen Anspannungen, einem fortschreitenden Verlust von Handlungsoptionen und einer Schuldenfalle führen. Bei der Schuldenfalle beispielsweise würden die Zinssätze sinken und die Schulden weiter steigen, wodurch es irgendwann schwierig würde, die Zinsen anzuheben, ohne der Wirtschaft Schaden zuzufügen (Grafik I.6). Von dieser Warte aus betrachtet, gibt es derzeit besorgniserregende Entwicklungen: Die Geldpolitik stößt an ihre Grenzen, die Haushaltslage erscheint in einigen Volkswirtschaften nicht tragfähig, insbesondere angesichts der Belastung durch die Bevölkerungsalterung, und der Anstieg der globalen Schuldenquoten setzt sich weiter fort.

Zinssätze sinken, während die Verschuldung rasant steigt

Grafik I.6



¹ Ab 1998: einfacher Durchschnitt von FR, GB und US; davor nur GB. ² Nominaler Leitzinssatz abzüglich Verbraucherpreisinflation. ³ Gewichteter Durchschnitt der G7-Volkswirtschaften sowie CN 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.

Stärkung der Widerstandsfähigkeit: globale Herausforderungen

Zwar kann die nationale Wirtschaftspolitik vieles tun, um die Widerstandsfähigkeit zu stärken, doch bestimmte Herausforderungen erfordern ein globales Vorgehen. Ziel ist die Erarbeitung eines klaren und konsistenten multilateralen Rahmenkonzepts – die Festlegung von Spielregeln also –, damit entsprechende Maßnahmen entweder auf nationaler Ebene oder gemeinsam auf internationaler Ebene ergriffen werden. Natürlich würden sich diese Spielregeln je nach Anwendungsgebiet in Bezug auf ihren Konkretisierungs- und Verbindlichkeitsgrad unterscheiden und von allgemeinen Grundsätzen bis hin zu gemeinsamen Standards reichen. Im Folgenden werden fünf Schlüsselbereiche für die Festlegung solcher Spielregeln vorgestellt: Aufsichtsstandards, Krisenmanagement, Handel, Besteuerung und Geldpolitik.

Eine erste Priorität ist der Abschluss der begonnenen Finanzaufsichtsreformen (Kapitel V und VI). Ein Minimum an gemeinsamen Mindeststandards im Finanzbereich ist eine Grundvoraussetzung für globale Widerstandsfähigkeit in einer integrierten Finanzwelt. Auf diese Weise lässt sich ein gefährlicher Wettlauf vermeiden, bei dem die Standards immer weiter gesenkt werden. Die angestoßenen Reformen sind nicht perfekt, doch dies ist nicht der Zeitpunkt für eine Schwächung der Sicherheitsvorkehrungen oder für die Schaffung zusätzlicher Unsicherheitsfaktoren, die die notwendigen Anpassungen der Finanzbranche behindern würden (Kapitel V).

Unter den Reformen ist eine Einigung über Mindestanforderungen an das Eigenkapital und die Liquidität – Basel III – besonders wichtig angesichts der Rolle, die Banken im Finanzsystem spielen. Es gilt, eine Einigung zu erzielen, ohne dass dabei die Standards verwässert werden in dem falschen Glauben, dass dadurch das Wirtschaftswachstum gestärkt würde. Es gibt zahlreiche empirische Belege dafür, dass stärkere Finanzinstitute mehr Kredit vergeben und die Wirtschaft in schwierigen Zeiten besser unterstützen können.¹¹ Solide internationale Vereinbarungen, die durch zusätzliche Maßnahmen auf nationaler Ebene unterstützt und mit wirksamen makroprudenziellen Handlungsrahmen kombiniert werden, würden es auch weniger reizvoll erscheinen lassen, die finanzielle Integration rückgängig zu machen.

Eine zweite Priorität ist die Sicherstellung angemessener Mechanismen für das Krisenmanagement. Ungeachtet der Qualität der Präventivmaßnahmen lassen sich finanzielle Anspannungen auf internationaler Ebene ja nicht ausschließen. Ein kritisches Element ist dabei die Fähigkeit, Liquidität bereitzustellen, damit sich die Anspannungen nicht ausbreiten. Und diese Liquidität kann nur in einer internationalen Leitwährung denominiert sein, allen voran dem US-Dollar mit seiner führenden Rolle (Kapitel V und VI). Dazu müssten zumindest die nach der Krise eingerichteten Swapkreditlinien unter Zentralbanken weiterhin bei Bedarf aktiviert werden können.

Als dritte Priorität ist sicherzustellen, dass der Freihandel nicht protektionistischen Tendenzen zum Opfer fällt. Die Liberalisierung des Handels, der auf multilateralen Organisationen gründet und von ihnen unterstützt wird, hat sich in der Nachkriegszeit als ein Schlüsselfaktor für den wirtschaftlichen Erfolg erwiesen. Auch hier ist keineswegs alles perfekt. Bekanntlich sind beispielsweise die Welthandelsrunden der Welthandelsorganisation zum Stillstand gekommen, und die Streitbeilegungsinstanz der Organisation ist überlastet. Dennoch wäre es falsch, den Multilateralismus aufzugeben – die Gefahr, dass alles auf ein „Wie du mir, so ich dir“ zwischen den einzelnen Ländern hinauslaufen würde, ist schlicht zu groß. Zwar stellt uns der Freihandel vor beträchtliche Herausforderungen, doch ihn aufzugeben wäre ebenso waghalsig, wie technologische Innovationen rückgängig zu machen.

Ergänzend dazu sind als vierte Priorität die Bemühungen um einheitlichere Spielregeln in der Besteuerung zu nennen. Steuer-Arbitrage zwischen den einzelnen Ländern ist ein Faktor, der für viel Kritik an der Globalisierung gesorgt und zur Einkommens- und Vermögensungleichheit innerhalb der einzelnen Länder beigetragen hat, nicht zuletzt weil es dadurch zu einer Art Wettlauf um die tiefsten Unternehmenssteuern gekommen ist. Unter der Führung der G20 sind mehrere Vorstöße gemacht worden. Doch hier könnte noch mehr getan werden.

Die fünfte Priorität betrifft den Spielraum für eine stärkere geldpolitische Zusammenarbeit, der weiter ausgelotet werden sollte. Wie in früheren BIZ-Jahresberichten ausführlich erörtert, ist sie deshalb wünschenswert, weil die Spillover-Effekte von Ländern mit einer internationalen Leitwährung beträchtlich sind, die Isolierwirkung von Wechselkursen gegenüber externen Entwicklungen aber begrenzt ist. Die Zusammenarbeit würde helfen, den destabilisierenden Auf- und Abbau von finanziellen Ungleichgewichten einzudämmen. Zu den Optionen gehören, mit steigendem Schwierigkeitsgrad: ein aufgeklärtes Eigeninteresse, gemeinsame Entscheidungen zur Verhinderung des Aufbaus von Schwachstellen und die Festlegung neuer Spielregeln, die für mehr Disziplin bei den nationalen Maßnahmen sorgen würden. Die Bedingungen für eine engere Zusammenarbeit sind derzeit noch nicht erfüllt, doch auf dem Weg dorthin ist ein vertiefter Dialog unabdingbar, um größere Einigkeit über die Diagnose und die Heilmittel zu erzielen.

Die zu ergreifenden Maßnahmen haben einen gemeinsamen roten Faden. Sie anerkennen, dass die Globalisierung – genau wie der technologische Fortschritt – eine unschätzbare gemeinsame Ressource darstellt, die enorme Chancen bietet. Nun gilt es sicherzustellen, dass sie auch als Ressource wahrgenommen wird, nicht als Hindernis, und dass ihre Chancen genutzt werden. Es ist gefährlich, wenn Regierungen die Globalisierung zum Sündenbock für die Unzulänglichkeiten ihrer eigenen Maßnahmen machen. Nicht minder gefährlich aber ist es, die Kosten der Anpassungen, die die Globalisierung mit sich bringt, nicht anzuerkennen. Zudem kann die Globalisierung nicht allein auf nationaler Ebene gesteuert werden. Dazu sind robuste multilaterale Regeln notwendig. Für dauerhaften Wohlstand auf der ganzen Welt gibt es keinen anderen Weg als das zuweilen ermüdende und frustrierende Geben und Nehmen einer engen internationalen Zusammenarbeit.

Fußnoten

- ¹ Siehe Kapitel I im 86. BIZ-Jahresbericht.
- ² Für eine Erläuterung dieses Angstbarometers als Alternative zum vielbeachteten VIX-Index siehe H. S. Shin „The bank/capital markets nexus goes global“, Vorlesung an der London School of Economics and Political Science, 15. November 2016.
- ³ Siehe Kapitel V im 85. BIZ-Jahresbericht.
- ⁴ Für eine Erörterung der Rolle des US-Dollars im Finanzsystem siehe C. Borio. „More pluralism, more stability?“, Vortrag bei der siebten gemeinsam von der Schweizerischen Nationalbank und dem Internationalen Währungsfonds veranstalteten und hochrangig besetzten Konferenz zum Thema „International Monetary System“, Zürich, 10. Mai 2016.
- ⁵ Siehe Kapitel I im 86. BIZ-Jahresbericht.
- ⁶ Siehe „Economic resilience: a financial perspective“, BIZ-Notiz an die G20 am 7. November 2016.
- ⁷ Für die Beschreibung und Analyse eines der zugrundeliegenden Mechanismen siehe D. Domanski, H. S. Shin und V. Sushko, „The hunt for duration: not waving but drowning?“, BIS Working Papers, Nr. 519, Oktober 2015.
- ⁸ Für eine detaillierte Analyse der empirischen Daten siehe R. Bouis, O. Causa, L. Demmou, R. Duval und A. Zdzienicka, „The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis“, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 949, März 2012.
- ⁹ Siehe C. Borio, „Secular stagnation or financial cycle drag?“, Ansprache anlässlich der 33. Economic Policy Conference der National Association for Business Economics, Washington D.C., 5.-7. März 2017. Siehe auch Kapitel I im 84., 85. und 86. Jahresbericht.
- ¹⁰ Für eine Erörterung eines solchen makrofinanziellen Stabilitätskonzepts siehe Kapitel I im 84. und 85. BIZ-Jahresbericht.
- ¹¹ Siehe Kapitel V im 86. BIZ-Jahresbericht.