

## BIZ-Wirtschaftsbericht 2018: Editorial

Ab diesem Jahr wird der bisherige BIZ-Jahresbericht durch zwei separate Publikationen ersetzt: eine Analyse der Weltwirtschaft (neu „Wirtschaftsbericht“) und einen Überblick über die Tätigkeiten der Bank („Geschäftsbericht“). Der Wirtschaftsbericht wurde neu strukturiert und präsentiert sich wie folgt: Die ersten drei Kapitel untersuchen weltweite Entwicklungen, Aussichten und Risiken, während zwei Sonderkapitel aktuelle Themen behandeln: makroprudenzielle Handlungsrahmen und Kryptowährungen. Dieses Editorial fasst den Inhalt und die Kernbotschaften des Wirtschaftsberichts zusammen.

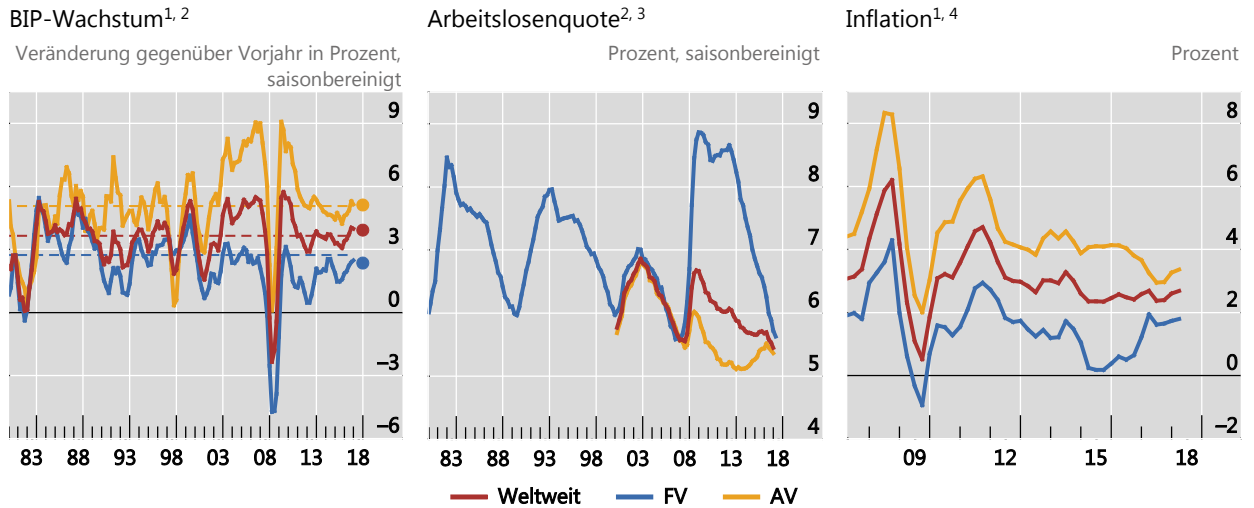
### Die Weltwirtschaft: Entwicklungen, Aussichten und Risiken

Es sind nun zehn Jahre vergangen, seit die Große Finanzkrise die Welt erschütterte. Damals wäre das globale Finanzsystem beinahe kollabiert, nachdem private Haushalte und Finanzinstitute Schulden in beispielloser Höhe angehäuften hatten. Dank der gemeinsamen Anstrengungen der Zentralbanken und ihrer expansiven Geldpolitik konnte eine Wiederholung der Großen Depression vermieden werden. Seither leisten historisch niedrige und sogar negative Zinssätze und eine noch nie dagewesene Ausweitung der Zentralbankbilanzen einen wichtigen Beitrag zur Unterstützung der Weltwirtschaft. Sie sorgen auch dafür, dass sich die Inflationsraten Schritt für Schritt den Zielvorgaben annähern. Allerdings waren es weitgehend die Zentralbanken alleine, die bei der Gewährleistung der Erholung die Hauptlast tragen mussten, während Unterstützung aus anderen Politikbereichen, nicht zuletzt angebotsseitige strukturelle Maßnahmen, ausblieb. Die Maßnahmen der Zentralbanken halfen, den Grundstein für das wiedereinsetzende Wachstum zu legen, das jetzt zu verzeichnen ist. Sie waren allerdings auch ein Grund dafür, dass sich die privaten und öffentlichen Bilanzen aufgebläht und die Schulden zugenommen haben – zwei Themen, die uns weiter begleiten werden. Jetzt, wo die Weltwirtschaft allmählich an die Grenzen ihres Potenzials stößt oder sie sogar überschritten hat, ist es an der Zeit, die günstigen Bedingungen für einen ausgewogeneren Maßnahmen-Mix zu nutzen, um ein nachhaltiges Wachstum der Wirtschaft zu ermöglichen. Dies ist jedoch keine leichte Aufgabe.

Dass sich die bisherigen Maßnahmen ausgezahlt haben, hat sich im vergangenen Jahr gezeigt – einem sehr erfolgreichen Jahr für die Weltwirtschaft (Grafik E.1 und Kapitel I). Der Aufschwung gewann an Dynamik und weitete sich aus. Die globalen Wachstumsraten erreichten im großen Ganzen die langfristigen Durchschnittswerte, die vor der Großen Finanzkrise verzeichnet worden waren, und der Aufschwung verlief weltweit praktisch synchron (Grafik E.1 links). Die Arbeitslosigkeit ging weiter zurück und war teilweise so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr, selbst in einigen der größten Volkswirtschaften (Grafik E.1 Mitte). Insgesamt näherten sich die Gesamtinflationen den Zielvorgaben der Zentralbanken an, während die Entwicklung der Kerninflation gedämpfter ausfiel. Tatsächlich war das vergangene Jahr der Höhepunkt einer stetigen Erholung der Weltwirtschaft, die sich seit geraumer Zeit abgezeichnet hatte. Wie bereits im BIZ-Jahresbericht der beiden Vorjahre geschildert, war das Bild der Wirtschaft bei Weitem nicht so düster, wie es oft gezeichnet wurde. Im letztjährigen Jahresbericht wurde zudem darauf hingewiesen, dass die Bedenken hinsichtlich einer säkularen Stagnation einem neuerlichen Optimismus gewichen

## Weltwirtschaft gewinnt weiter an Fahrt, und Inflationsraten gleichen sich einander an

Grafik E.1



Punkte im linken Feld = Prognosen von Consensus Economics für 2018; gestrichelte Linien = Durchschnitt 1982–2007. AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. <sup>2</sup> Euro-Raum: gewichteter Durchschnitt der einzelnen Mitgliedsländer vor 1995. <sup>3</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Erwerbsbevölkerung; kann je nach Land unterschiedlich definiert sein. <sup>4</sup> Verbraucherpreise.

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

waren und nun von wiedererweckter Risikobereitschaft der Wirtschaftsakteure die Rede war.

Für die kommenden zwei Jahre deuten die Prognosen von Experten auf einen anhaltenden Wachstumstrend hin, womit der gegenwärtige Aufschwung einer der längsten der Nachkriegszeit wäre (Grafik E.1 und Kapitel I). Ungeachtet der konjunkturellen Abschwächung im ersten Quartal 2018 und einiger Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften (siehe weiter unten) gehen die meisten Weltwirtschaftsprognosen nach wie vor von Wachstumsraten aus, die das Potenzial übersteigen, für einen weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit sorgen und die Volkswirtschaften an ihre Kapazitätsgrenze bringen werden. Es wird zudem erwartet, dass die Investitionen zunehmen und mit der Zeit zu einem Produktivitätszuwachs führen werden. Die fiskalische Expansion schließlich dürfte auf kurze Sicht für zusätzliche Impulse sorgen – und dies nicht nur in den USA: Die OECD rechnet damit, dass die Fiskalpolitik in rund drei Viertel ihrer Mitgliedsländer in diesem und im nächsten Jahr gelockert wird. Gleichzeitig wird ein Anziehen der Inflation vorausgesagt.

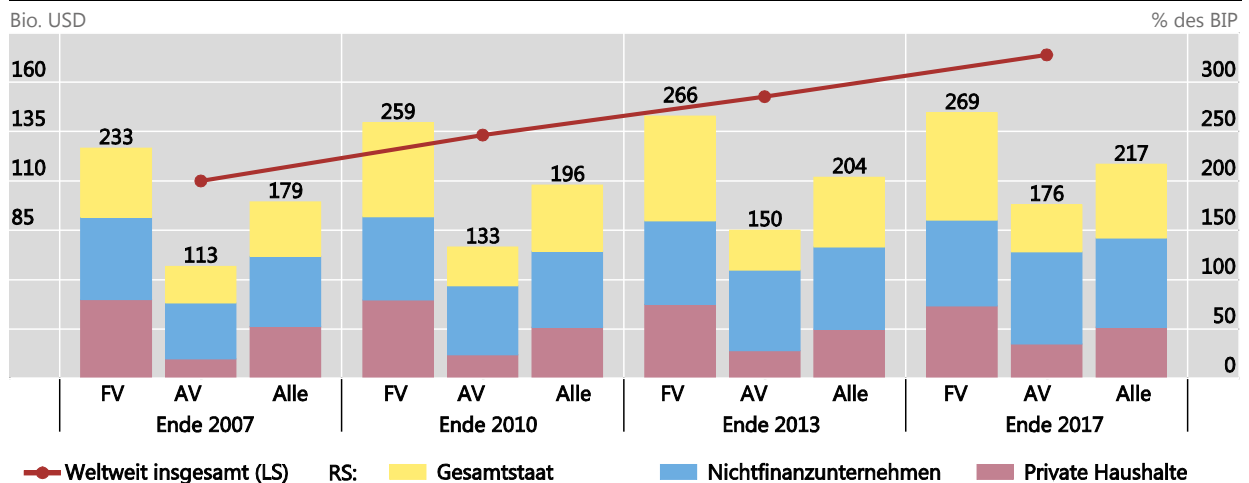
Das gegenwärtige Szenario ist für die Nachkriegszeit recht ungewöhnlich (Kapitel I). In einer so späten Phase des Aufschwungs, wenn schon Kapazitätsengpässe auftreten und es kaum Anzeichen für eine Inflationsgefahr gibt, ist normalerweise nicht mit einem derart starken Wachstum zu rechnen. Die Gründe für die aktuelle Wirtschaftslage sind Gegenstand intensiver Debatten. Die Unterauslastung der Wirtschaft könnte größer sein, als es den Anschein hat: Erstens hat die Krise womöglich viele Arbeitskräfte entmutigt, die bei einer Verbesserung der Lage bereit wären, auf den Arbeitsmarkt zurückzukehren. Zweitens könnten die wieder anziehenden Investitionen einige der Wunden, die die Krise geschlagen hat, heilen und das Produktionspotenzial erhöhen. Drittens wirken sich möglicherweise auch

längerfristige demografische Faktoren und Rentenreformen aus, worauf die Zunahme der Erwerbsquoten bei älteren Menschen hindeutet, die vielerorts zu beobachten ist (mit den USA als wichtiger Ausnahme). Außerdem, und darauf wurde in früheren BIZ-Jahresberichten immer wieder hingewiesen, ist der nachhaltige Einfluss der Globalisierung und des technischen Fortschritts auf die Inflation nicht zu unterschätzen – nicht zuletzt wegen ihrer Wirkung auf die Preissetzungsmacht von Arbeitnehmern und Unternehmen.

Besonders wichtige Impulse für den Aufschwung kamen im vergangenen Jahr einmal mehr von den Finanzierungsbedingungen, die zum Teil das Ergebnis der hohen Abhängigkeit von der Geldpolitik als Stütze der Erholung nach der Krise waren (Kapitel I und II). Zumindest bis vor Kurzem waren die globalen Finanzierungsbedingungen außerordentlich locker, und die Lockerung setzte sich sogar weiter fort, ungeachtet der langsamen, aber stetigen Normalisierung der US-Geldpolitik. Zwar zogen die Renditen langfristiger US-Schatzpapiere an, doch die Laufzeitprämien verharrten auf historisch niedrigem Niveau, und die Aktienbewertungen schienen weiterhin recht hoch; allerdings relativiert sich dies unter Berücksichtigung der niedrigen Zinssätze. Bedeutsam ist, dass die Kreditrisikoaufschläge inzwischen ungewöhnlich niedrig sind und häufig auf Vorkrisenwerten oder sogar noch darunter liegen und dass die Kreditmärkte offenbar zunehmend illiquide sind. Zudem hat der US-Dollar fast während des gesamten Berichtszeitraums an Wert verloren, was zu sehr günstigen Finanzierungsbedingungen geführt hat. Dies gilt insbesondere für die aufstrebenden Volkswirtschaften, die sich seit der Krise in hohem Maße in US-Dollar verschuldet haben und im vergangenen Jahr hohe Portfoliozuflüsse verzeichneten. In jüngster Zeit jedoch haben sich die Bedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder verschlechtert (siehe weiter unten).

Im BIZ-Wirtschaftsbericht werden auch die künftigen Risiken näher untersucht (Kapitel I). Unter dem Strich sind die mittelfristigen Risiken erheblich, auch wenn sich die Situation je nach Land unterschiedlich darstellt. In gewisser Hinsicht spiegeln die Risiken die unausgewogene Erholung seit der Krise und ihre übermäßige Abhängigkeit von der Geldpolitik wider. Dort, wo finanzielle Schwächen bereits vorhanden waren, ist es erwartungsgemäß zu einer graduellen und beständigen Verschärfung gekommen. Generell sind, wie oben erwähnt, an den Finanzmärkten Übersteigerungen festzustellen, und gemessen am BIP hat sich die globale Verschuldung sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor stetig erhöht (Grafik E.2). Damit hat sich ein Trend fortgesetzt, der bereits lange vor der Krise begann und mit einem langfristigen Rückgang der Zinssätze zusammenfiel (Kapitel II).

In mehreren Ländern, die von der Großen Finanzkrise weitgehend verschont geblieben waren, gibt es seit einiger Zeit Anzeichen für sich aufbauende finanzielle Ungleichgewichte. In diesen Ländern nämlich hat, anders als in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern, kein Schuldenabbau im privaten Sektor stattgefunden, sodass sich die Finanzexpansion entsprechend fortgesetzt hat. Ein Indikator für diese Ungleichgewichte ist die kräftige Zunahme von Krediten an den privaten Sektor, oftmals begleitet von einem vergleichbar starken Anstieg der Immobilienpreise – ein deutliches Zeichen für die Expansionsphase des inländischen Finanzzyklus. Diese Anstiege fielen ähnlich kräftig aus wie vor der Krise in Ländern, die später in Schwierigkeiten gerieten. Glücklicherweise ist viel getan worden, um die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu erhöhen. Die im Anschluss an die Krise ausgearbeiteten Finanzreformen, nicht zuletzt Basel III und die Einführung makroprudenzieller Handlungsrahmen, haben das Bankensystem deutlich gestärkt (Kapitel III und IV). In China – der größten unter den Volkswirtschaften, in denen Ungleichgewichte sichtbar sind – wurden zudem Maßnahmen ergriffen, um für einen



AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. Die Stichprobe umfasst sämtliche Berichtsländer ohne Irland, wo Umstrukturierungen großer multinationaler Konzerne zu hohen Schwankungen der Daten geführt haben.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Datenreihe der BIZ zum Gesamtkreditvolumen; Berechnungen der BIZ.

ausgewogeneren Aufschwung zu sorgen und einige der gravierendsten finanziellen Exzesse zu beheben.

Vor diesem Hintergrund könnten auf mittlere Sicht diverse Entwicklungen dazu führen, dass diese Risiken tatsächlich eintreten und das Wirtschaftswachstum gefährden (Kapitel I). Finanzielle Faktoren dürften hierbei stets eine wichtige Rolle spielen, entweder als Auslöser oder als Verstärkungsmechanismus. In der Tat hat die Bedeutung finanzieller Kräfte bei Konjunkturschwankungen seit Beginn der 1980er Jahre, als sich die Liberalisierung des Finanzsektors durchsetzte, beträchtlich zugenommen. Nach der Krise sind zudem Nichtbankintermediäre wie Kapitalanlagegesellschaften und institutionelle Anleger immer wichtiger geworden – mit bekannten, aber auch unerwarteten Auswirkungen auf die Dynamik künftiger Finanzkrisen (Kapitel III).

Ein erster möglicher Auslöser für eine Konjunkturabkühlung oder einen Wirtschaftsabschwung wäre eine Verschärfung protektionistischer Maßnahmen. Die Folgen könnten überaus gravierend sein, wenn sie als Bedrohung für das offene, multilaterale Handelssystem gewertet würde. Tatsächlich gibt es Hinweise darauf, dass die höhere Unsicherheit als Folge der ersten protektionistischen Maßnahmen und die verschärfte Rhetorik die Investitionstätigkeit bereits gebremst haben. Darüber hinaus würde der Handelsdialog erschwert, wenn die jüngste Umkehr der Dollarabwertung andauern sollte.

Als zweiter Auslöser könnte sich ein plötzlicher Anstieg der historisch niedrigen Renditen an den wichtigsten Staatsanleihemärkten erweisen, was insbesondere für die USA gilt. Ein solcher Renditeanstieg wäre eine mögliche Folge von überraschenden Inflationsentwicklungen und dem Eindruck, dass die Zentralbanken die Geldpolitik stärker straffen müssen als ursprünglich angenommen. In den USA ist diese Gefahr womöglich größer, weil das Land voraussichtlich in hohem Umfang Staatsschuldtitel emittieren wird und gleichzeitig die Anleihekäufe durch die US-Notenbank schrittweise zurückgefahren werden sollen. Der Überraschungsfaktor bräuchte nicht einmal sehr hoch zu sein, wie sich im Februar gezeigt hat, als Daten

zum US-Lohnwachstum, die leicht positiver als erwartet ausfielen, für Turbulenzen an den Finanzmärkten sorgten. Zudem wären die Auswirkungen angesichts der Bedeutung der US-Wirtschaft und der dominierenden Rolle des Dollars an den globalen Finanzmärkten weltweit spürbar.

Ein dritter möglicher Auslöser wäre ein genereller Rückgang der Risikobereitschaft, der unterschiedlichste Ursachen haben könnte: enttäuschend ausfallende Gewinnzahlen, die wachstumshemmenden Effekte der Abschwungphase in den Ländern, in denen bereits eine Wende des Finanzzyklus stattgefunden hat, eine skeptischere Haltung gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften oder problematische politische Ereignisse, die die Stabilität wichtiger Volkswirtschaften gefährden. Aus diesem Blickwinkel betrachtet geben die jüngsten Ereignisse im Euro-Raum Anlass zur Sorge, die denn auch in der Ausweitung der Renditeaufschläge auf italienische und spanische Staatsanleihen zum Ausdruck kommt. Anders als das Szenario eines plötzlichen Renditeanstiegs würde dieser dritte Auslöser überdies zu einem weiteren Rückgang der Laufzeitprämien an jenen wichtigen Staatsanleihemärkten führen, die von einer Flucht in sichere Anlagen profitiert haben.

Tatsächlich gab es im April Anzeichen für Anspannungen in den am stärksten gefährdeten aufstrebenden Volkswirtschaften – allen voran in Argentinien und der Türkei –, als der US-Dollar aufzuwerten begann und sich die Finanzierungsbedingungen an den internationalen Märkten verschärften. Es lässt sich aktuell noch nicht sagen, ob die Anspannungen begrenzt bleiben oder sich weiter ausbreiten werden. Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften sind heute besser in der Lage, finanzielle Anspannungen zu verkraften, als Mitte der 1990er Jahre. Sie sind besser gerüstet, beispielsweise dank des Aufbaus von Währungsreserven, der systematischeren Umsetzung makroprudenzieller Maßnahmen (Kapitel IV), der Verbesserung ihrer Leistungsbilanz und einer flexibleren Wechselkurspolitik. Damit dürften sie über größeren Handlungsspielraum verfügen, wenn sich die globalen Finanzierungsbedingungen weiter verschärfen sollten.

Einige Schwachstellen bleiben jedoch bestehen. Die Verlagerung bei der Finanzintermediation hin zu einer stärkeren Mittelaufnahme am Anleihemarkt hat zwar das Refinanzierungsrisiko verringert, gleichzeitig aber zu einem höheren Durationsrisiko geführt. Portfolioanleger, die Verluste nur begrenzt in Kauf nehmen wollen, könnten Preisschwankungen verstärken, wenn sie alle zur selben Zeit versuchten, ihre Positionen zu verringern. Ganz allgemein sind Nichtbanken die größten Schuldner. Geraten sie in finanzielle Schwierigkeiten, schränken sie womöglich ihre Aktivitäten ein und bauen Arbeitsplätze ab. Wenn sich die Finanzierungsbedingungen der aufstrebenden Volkswirtschaften weiter verschlechtern, könnte eine Abschwächung der Realwirtschaft das Risiko sein, das es im Auge zu behalten gilt.

Auf längere Sicht könnte der Aufschwung anhalten, wenn die Weltwirtschaft die vorstehend beschriebenen Herausforderungen erfolgreich meistert. Doch dann wäre es praktisch unvermeidlich, dass angesichts der lockeren Finanzierungsbedingungen die finanziellen Ungleichgewichte und insbesondere die Gesamtverschuldung in Relation zum BIP weiter zunehmen. Die Sorglosigkeit, die geringe Volatilität und die übermäßige Risikoübernahme an den Finanzmärkten würden andauern. Mangelnde Marktdisziplin würde weiter mit ineffizienter Ressourcenallokation einhergehen, nicht zuletzt weil eigentlich unrentable Firmen am Leben erhalten würden und der Staat wenig Anreiz hätte, für fiskalpolitischen Handlungsspielraum zu sorgen. All dies würde nachfolgende Anpassungen umso schmerzhafter machen. Ein fortgesetzter Anstieg der weltweiten Schuldenstände wäre besonders besorgniserregend (Kapitel I). Nicht nur würde er eine Anhebung der Zinsen auf normalere Niveaus

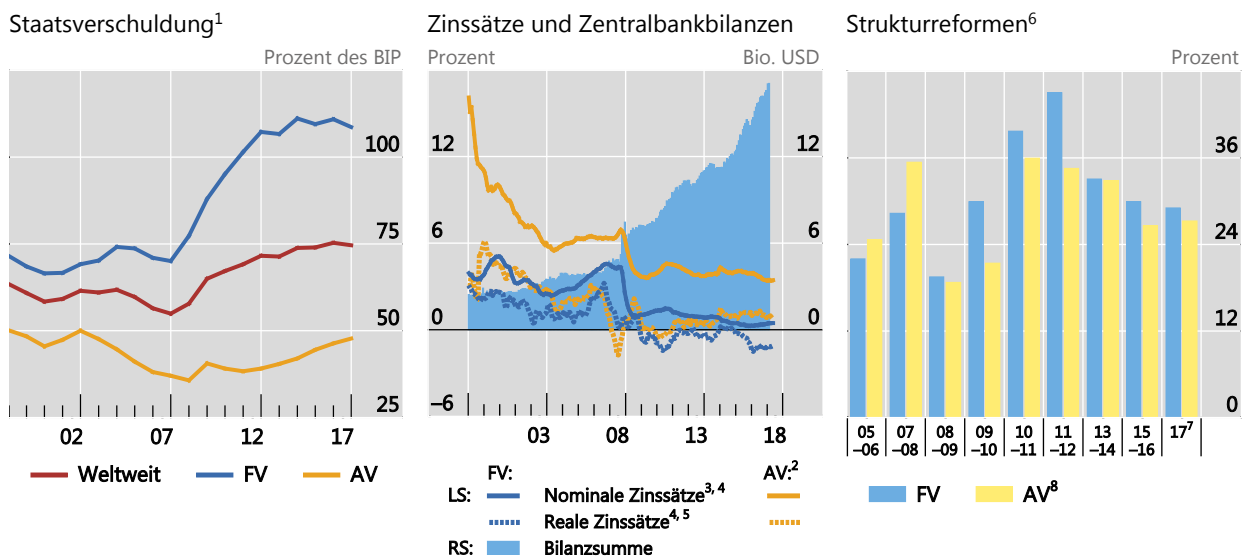
erschweren, wenn der Wirtschaftsaufschwung nicht gefährdet werden soll (da bei einer Anhebung der Zinssätze auch die Schuldendienstlast steigen würde – eine Art Schuldenfalle). Er würde auch den Handlungsspielraum mit Blick auf den nächsten Abschwung, der früher oder später kommen wird, verkleinern.

Was können die politischen Entscheidungsträger tun, damit der Aufschwung nachhaltiger und ausgewogener wird? Diese Frage ist umso dringlicher, als der Handlungsspielraum heute zweifellos deutlich kleiner ist als vor der Großen Finanzkrise. Die Schuldenquote des öffentlichen Sektors ist weiter gestiegen, was die Fiskalpolitik einschränkt (Grafik E.3 links). Gleichzeitig sind die Zinssätze erheblich niedriger, was die Geldpolitik einschränkt. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften kommt noch erschwerend hinzu, dass sich die Zentralbankbilanzen beträchtlich ausgeweitet haben (Grafik E.3 Mitte). Für mehr Handlungsspielraum zu sorgen ist deshalb ein vorrangiges Ziel.

Es gibt mehrere mögliche Maßnahmenbereiche. Wenn sie gemeinsam ins Spiel kommen, können sie sich gegenseitig unterstützen (Kapitel I). Grundsätzlich ist eine längerfristige Perspektive unabdingbar, denn sowohl eine expansive Geldpolitik als auch eine expansive Fiskalpolitik basieren in hohem Maße auf einer Beleihung der künftigen Nachfrage. Und wenn die Zukunft dann zur Gegenwart wird, muss dafür unweigerlich ein Preis bezahlt werden. Dies macht deutlich, wie wichtig es ist, die

## Schwindender Handlungsspielraum und Rückgang bei den Strukturreformen

Grafik E.3



AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

<sup>1</sup> Kernverschuldung des Gesamtstaats (falls nicht verfügbar: des Zentralstaats) zum Marktwert (falls nicht verfügbar: zum Nominalwert). Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. Rückdatiert anhand der Verschuldung des Zentralstaats (in % des BIP) oder der gesamten Staatsschuldtitel (in % des BIP) je nach Datenverfügbarkeit. <sup>2</sup> Einige Ausreißer mit einem nominalen Zinssatz von über 60% sind nicht dargestellt. <sup>3</sup> Leitzinsen oder naheliegendste Alternative. <sup>4</sup> Einfacher Monatsdurchschnitt der jeweiligen Volkswirtschaften. <sup>5</sup> Nominaler Zinssatz abzüglich Verbraucherpreisinflation. <sup>6</sup> OECD-Indikator für die Reformbereitschaft (RRI), basierend auf einem Punktesystem, bei dem Empfehlungen im Rahmen der „Going for Growth“-Beurteilungen mit 1 bewertet werden, wenn daraufhin wesentliche Maßnahmen ergriffen wurden, und mit 0, wenn dies nicht der Fall war. Einfacher Durchschnitt der jeweiligen Volkswirtschaften. Die Größe der Ländergruppen variiert im Zeitverlauf. <sup>7</sup> Summe der RRI für Reformen, die vollständig umgesetzt wurden oder deren Umsetzung im Gange ist. <sup>8</sup> Ohne HK, MY, PE, PH, SA, SG, TH und TW.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; OECD, *Going for Growth*; Datastream; Global Financial Data; Oxford Economics; Angaben der einzelnen Länder; Datenreihen der BIZ zu Leitzinssätzen und zum Gesamtkreditvolumen; Berechnungen der BIZ.

aktuell sehr günstigen Bedingungen zu nutzen, um wieder ein Gleichgewicht herzustellen. Die entsprechenden Anpassungen stünden mit der Umsetzung eines breit angelegten makrofinanziellen Stabilitätskonzepts in Einklang, bei dem sich die verschiedenen Politikbereiche alle um Wirtschafts- und Finanzstabilität bemühen, um auf lange Sicht für ein höheres nachhaltiges Wachstum zu sorgen (Kapitel IV).

Der erste Maßnahmenbereich betrifft die Strukturpolitik. Hier muss viel mehr getan werden, denn sie ist der einzige Weg, der zu einem höheren nachhaltigen Wachstum führt, ohne Inflationsdruck zu erzeugen. Dies ist umso wichtiger, als Vollbeschäftigung und Produktionspotenzial in vielen Volkswirtschaften die gängigen Messgrößen bereits erreicht oder gar übertroffen haben, obwohl das Wachstum seit der Krise zumeist eher enttäuschend war – ein Hinweis auf Angebotsengpässe. Insbesondere können strukturelle Maßnahmen die gegenwärtigen Zielkonflikte der Zentralbanken abschwächen, die ihren Handlungsspielraum einschränken. Wesentlich dabei ist, die Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten zu erhöhen, damit die Ressourcenallokation effizienter wird und technische Innovationen leichter absorbiert werden können. Ein wichtiger Punkt ist auch die Bewahrung der offenen, multilateralen Handelsordnung, die der Weltwirtschaft in den vergangenen Jahrzehnten ausgezeichnete Dienste erwiesen hat. Leider ist in Sachen Strukturreformen seit der Krise weit weniger passiert, als angezeigt gewesen wäre; seit 2011 hat sich das Umsetzungstempo sogar verlangsamt (Grafik E.3 rechts). Zudem lassen die jüngste protektionistische Rhetorik und die bereits ergriffenen Maßnahmen nicht viel Gutes für die Zukunft erwarten.

Der zweite Maßnahmenbereich betrifft die weitere Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems (Kapitel III und IV). Dazu müssen die Reformen zur Finanzsektorregulierung, die nach der Krise in Angriff genommen wurden, abgeschlossen und konsequent umgesetzt werden. Idealerweise sollten diese Reformen gegebenenfalls durch Maßnahmen ergänzt werden, die die strukturellen Hindernisse für eine nachhaltige Ertragsentwicklung von Banken beseitigen – diese ist für eine rasche und geordnete Bewältigung eventueller Verluste unerlässlich. Beispielsweise sollten Hemmnisse für die notwendige Konsolidierung und Kostensenkung abgebaut werden. Eine nachhaltige Ertragsentwicklung ist insbesondere im gegenwärtigen Umfeld wichtig, denn Banken stehen vor einer doppelten Herausforderung: Auf der einen Seite sind sie mit außerordentlich und anhaltend niedrigen Zinsen konfrontiert, die ihre Nettozinsmargen auffressen; auf der anderen Seite sind sie zunehmendem Wettbewerb durch neue technologieorientierte Akteure wie Bigtechs und Fintechs ausgesetzt. Für die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems ist es auch notwendig, makroprudenzielle Maßnahmen aktiv einzusetzen – und zwar in Ländern, in denen sich finanzielle Ungleichgewichte aufgebaut haben – und ganz allgemein die Verbesserung makroprudenzieller Handlungsrahmen voranzutreiben. In jedem Fall gilt es, dem Nichtbankensektor und insbesondere den Kapitalanlagegesellschaften und institutionellen Anlegern größere Aufmerksamkeit zu schenken und die eingeleiteten Initiativen zu Ende zu führen.

Der dritte Maßnahmenbereich betrifft die Sicherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte und die Vermeidung einer prozyklischen fiskalischen Expansion. Wie wichtig dies ist, kann nicht oft genug betont werden. Die Verschuldung des öffentlichen Sektors ist sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften so hoch wie nie zuvor in Friedenszeiten. Und wie uns die Geschichte lehrt, wird der fiskalpolitische Spielraum in Ländern, die finanzielle Ungleichgewichte aufweisen, wahrscheinlich überschätzt. Unter gebührender Berücksichtigung länderspezifischer Faktoren ist die Haushaltskonsolidierung eine vorrangige Aufgabe.

Der vierte Maßnahmenbereich schließlich betrifft die Geldpolitik. Um Handlungsspielraum zurückzugewinnen, ist die Normalisierung der Geldpolitik unabdingbar. Sie kann Spielraum für antizyklische Maßnahmen schaffen, helfen, das Risiko zu mindern, dass es überhaupt zu finanziellen Schwachstellen kommt, und einen Beitrag zur Begrenzung der Verschuldung leisten. Doch wie in Kapitel II ausführlicher erörtert, ist die Normalisierung der Geldpolitik eine heikle Gratwanderung, nicht nur weil die Ausgangslage völlig neu ist, sondern auch wegen der vielen Unsicherheiten und der anhaltend niedrigen Inflation in zahlreichen Ländern. Es gilt eine fein austarierte Balance zwischen konkurrierenden Überlegungen zu finden und zu halten, insbesondere zwischen dem Erreichen des Inflationsziels auf kurze Sicht und dem Abwenden der Gefahr, einem weiteren Aufbau finanzieller Schwachstellen auf lange Sicht Vorschub zu leisten.

Welches Vorgehen für ein Land das richtige ist, hängt natürlich von den jeweiligen Umständen ab, doch lassen sich zwei allgemeine Feststellungen treffen. Zum einen wird künftig Flexibilität bei der Verfolgung von Inflationszielen erforderlich sein. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Inflation nicht allzu weit unter dem Zielwert liegt, da immer noch strukturell bedingte, nicht schädliche disinflationäre Kräfte am Werk sind. Zum anderen müssen die politischen Entscheidungsträger beharrlich auf Kurs bleiben und eine Überreaktion auf vorübergehende Volatilitätsschübe vermeiden. Bei der aktuellen Ausgangslage wird der Weg zweifellos holprig sein. Turbulenzen an den Finanzmärkten werden nicht ausbleiben. Eine höhere Volatilität ist an sich kein Problem, solange sie begrenzt bleibt. Sie kann sogar gesund sein, wenn sie dazu beiträgt, einer ungezügelten Risikoübernahme vorzubeugen.

## Sonderkapitel

### Makroprudenzielle Handlungsrahmen

Die Einführung makroprudenzieller Handlungsrahmen ist ein wichtiges und begrüßenswertes Element der Finanzreformen nach der Krise. Dahinter steht die Erkenntnis, dass die Regulierungs- und Aufsichtsansätze aus der Zeit vor der Krise Mängel aufwiesen. Ihr Schwerpunkt lag nämlich hauptsächlich auf der Bewertung von Risiken auf Einzelinstitutsebene. Bei einem solchen „mikroprudenziellen“ Ansatz werden Schwächen auf systemweiter Ebene womöglich nicht erkannt und folglich nicht angegangen, obwohl sie die Hauptquelle von Systemkrisen sind, die hohe Kosten für die gesamte Wirtschaft verursachen. Oft sind Systemkrisen auf die prozyklische Natur des Finanzsystems zurückzuführen – die Tendenz, finanzielle Auf- und Abschwünge zu verstärken, was seinerseits zu einer Verstärkung der konjunkturellen Schwankungen führen kann. Der Finanzzyklus ist eine Folge solcher Kräfte.

Der Einsatz makroprudenzieller Instrumente ist besonders im gegenwärtigen Umfeld wichtig. Er kann helfen, finanzielle Schwachstellen zu begrenzen, die aufgrund der unausgewogenen Erholung nach der Krise nicht verschwunden sind. Er kann auch dazu beitragen, die Entstehung weiterer Risiken einzudämmen. Und gleichzeitig kann er bei der Normalisierung der Geldpolitik unterstützend wirken, indem er den Handlungsspielraum vergrößert. Das gegenwärtige günstige Wirtschaftsumfeld bietet eine Chance für den aktiven Einsatz solcher Instrumente, die nicht ungenutzt bleiben sollte.



In diesem Zusammenhang bietet Kapitel IV einen Überblick über die bisherigen Erfahrungen mit makroprudenziellen Handlungsrahmen und untersucht mögliche Ansätze. Dabei lassen sich eine Reihe von Schlüssen ziehen. Erstens ist festzuhalten, dass die Umsetzung dieser Handlungsrahmen die verantwortlichen Instanzen vor große Herausforderungen stellt, dass aber wesentliche Fortschritte erzielt wurden. So gilt es unter anderem, den Aufbau von Systemrisiken rechtzeitig zu erkennen, um korrigierend eingreifen zu können. Es müssen geeignete Instrumente gewählt werden, wobei ihr Einsatz durch politökonomische Zwänge begrenzt sein kann. Und es braucht wirksame institutionelle Rahmenbedingungen. Zweitens zielten die den makroprudenziellen Instanzen zur Verfügung stehenden Instrumente bisher vor allem auf Banken ab. Es ist jedoch wichtig, den Fokus auch auf andere Finanzinstitute, nicht zuletzt die Kapitalanlagegesellschaften, auszuweiten. Drittens werden makroprudenzielle Maßnahmen erfolgreich zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems genutzt. Doch so, wie sie bisher eingesetzt wurden, vermochte ihr zügelnder Einfluss auf Finanzbooms nicht immer den Aufbau bekannter finanzieller Ungleichgewichte zu verhindern. Viertens lässt sich der Schluss ziehen, dass makroprudenzielle Maßnahmen dann am effektivsten sind, wenn sie Teil eines ganzheitlicheren makrofinanziellen Stabilitätskonzepts sind, das auch struktur-, fiskal- und geldpolitische Maßnahmen umfasst. Fünftens schließlich kann die internationale Zusammenarbeit in diesem Bereich durchaus weiter gestärkt werden.

## Kryptowährungen

Vertrauen in etablierte Institutionen wie Geschäfts- und Zentralbanken könne, so versprechen es Kryptowährungen, durch Vertrauen in neue, vollständig dezentralisierte Systeme auf Basis des Blockchain-Konzepts und der damit zusammenhängenden Distributed-Ledger-Technologie ersetzt werden. Die Umwälzungen, die mit diesem Versprechen einhergehen, machen Kryptowährungen zu einem zentralen Thema für die Notenbanken.

Kapitel V untersucht, ob Kryptowährungen dieses Versprechen einlösen und als eine Form von Geld dienen können. Blickt man hinter den aktuellen Hype um digitales Geld, so zeigt sich, dass dies nicht der Fall ist. Über die mangelnde Eignung von Kryptowährungen als Zahlungsmittel, den Spielraum für betrügerische Machenschaften und die enorme Umweltbelastung ist schon viel gesagt worden. Wie es der Generaldirektor der BIZ jüngst ausdrückte, stellen Kryptowährungen eine „Mischung aus Finanzblase, Ponzi-System und Umweltkatastrophe“ dar.<sup>1</sup>

In Kapitel V werden weitere ökonomische Grenzen von Kryptowährungen aufgezeigt: Sie sind nur beschränkt in der Lage, den ureigensten Zweck von Geld als Koordinationsinstrument zu erfüllen, und ob sie ihr Vertrauensversprechen einlösen können, ist fraglich. Kryptowährungen können nicht mit der Transaktionsnachfrage mitwachsen, sind anfällig für Systemüberlastungen und unterliegen starken Kurschwankungen. Zudem kann das Vertrauen in Kryptowährungen jederzeit schwinden, da der dezentrale Konsens, mit dem Transaktionen erfasst und validiert werden, fragil ist. Damit ist nicht nur die Finalität einzelner Transaktionen infrage gestellt; auch der technische Ausfall einer Kryptowährung – und somit ein Totalverlust – ist nicht auszuschließen.

Die dezentralisierte Technologie von Kryptowährungen ist ungeachtet ihrer technischen Raffinesse keine zweckmäßige Alternative zum institutionell durch unabhängige und rechenschaftspflichtige Zentralbanken abgesicherten Geld. Die Technologie an sich könnte jedoch für andere Anwendungen interessant sein.

Insbesondere könnte sie vielleicht die administrative Abwicklung von Finanztransaktionen vereinfachen. Doch ob sie dazu in der Lage ist, muss sich erst noch zeigen.

Das Aufkommen von Kryptowährungen verlangt nach Antworten vonseiten der Politik. Ein weltweit koordiniertes Vorgehen ist nötig, um Missbräuchen vorzubeugen und Verflechtungen mit regulierten Finanzinstituten strikt zu begrenzen. Zudem stellen sich heikle Fragen in Bezug auf die mögliche Ausgabe von Digitalgeld durch die Zentralbanken selbst.

## Fußnote

- <sup>1</sup> Siehe A. Carstens, „Money in the digital age: what role for central banks?“, Vortrag im House of Finance der Goethe-Universität, Frankfurt, 6. Februar 2018.