



BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

Die gewonnene Zeit bestmöglich nutzen

Jaime Caruana, Generaldirektor der BIZ

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung
der Bank am 23. Juni 2013 in Basel



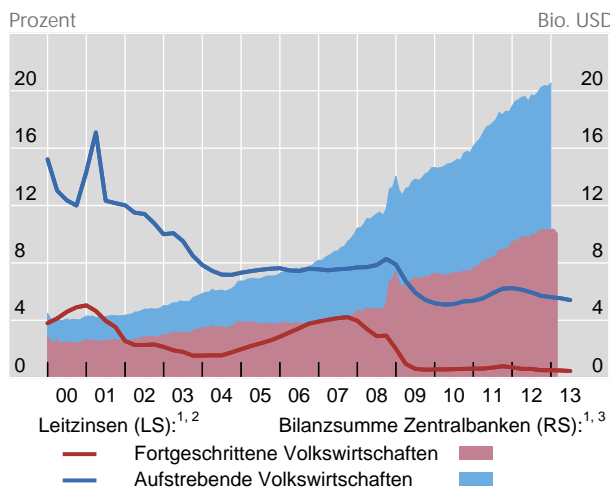
Meine Damen und Herren

Seit Beginn der Finanzkrise vor fast sechs Jahren haben Zentralbanken und Finanzbehörden die Weltwirtschaft mit beispiellosen Maßnahmen gestützt. In den größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurden die Leitzinsen nahe null gehalten. Die Bilanzsummen der Zentralbanken verdoppelten sich von \$ 10 Bio. auf über \$ 20 Bio. Und fast überall häuften die Finanzbehörden immer mehr Schulden an: Die öffentliche Verschuldung ist seit 2007 um \$ 23 Bio. gestiegen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften ist sie langsamer gewachsen als das BIP, in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hingegen viel schneller, sodass sie jetzt das BIP eines Jahres übersteigt. Grafik 1 veranschaulicht diese Trends.

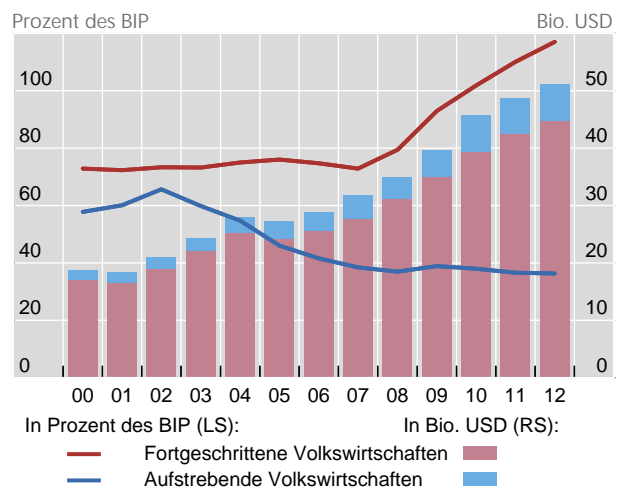
Geldpolitik und öffentliche Verschuldung

Grafik 1

Geldpolitischer Kurs



Verschuldung des öffentlichen Gesamthaushalts in den G20-Ländern



¹ Fortgeschrittene Volkswirtschaften: Australien, Dänemark, Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich; aufstrebende Volkswirtschaften: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ² Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ³ Summe aller aufgeführten Volkswirtschaften.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; Angaben der einzelnen Länder.

Ohne diese energischen und entschlossenen Gegenmaßnahmen wäre ein Kollaps des globalen Finanzsystems durchaus möglich gewesen – und die Weltwirtschaft wäre mit in den Abgrund gerissen worden. Doch die auf die Krise folgende globale Erholung ist nach wie vor stockend, ungefestigt und ungleichmäßig verteilt. In den USA expandiert die Wirtschaft weiter, wengleich in moderatem Tempo. In den großen aufstrebenden Volkswirtschaften büßt das Wachstum an Dynamik ein. In weiten Teilen Europas herrscht wieder eine Rezession. Gleichzeitig haben die politischen Entscheidungsträger dem allgemeinen Abwärtstrend des Produktivitätswachstums zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt.

Als die Risiken um die Jahresmitte 2012 herum zunahm, traten die Zentralbanken erneut als Retter in der Not auf. Die EZB beruhigte die Märkte mit dem Versprechen, sie werde im Rahmen ihres Mandats „alles Erforderliche“ („whatever it takes“) tun, um den Euro zu retten. Als Nächstes führte sie ein mit Auflagen verknüpftes Programm zum Ankauf von Staatsschuldtiteln



von Problemländern des Euro-Raums ein. Die Federal Reserve, die Bank of England und die Bank of Japan ergriffen ebenfalls zusätzliche expansive Maßnahmen.

Während die großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre geldpolitischen Sondermaßnahmen ausweiteten, senkten die Zentralbanken zahlreicher aufstrebender Volkswirtschaften den Zielwert ihrer Leitzinsen, in einigen Fällen auf den Stand von 2009.

Als die globalen Finanzierungsbedingungen lockerer wurden, wuchs das private Kreditvolumen in einigen Ländern rasant, die Kreditvergabestandards wurden gelockert, die Aktienkurse stiegen weltweit auf neue Höchststände, die langfristigen Renditen erreichten Rekordtiefs, und die Kreditspreads verengten sich. Selbst Unternehmen mit hohem Fremdfinanzierungsgrad konnten zu langfristigen Zinsen Kredit aufnehmen, die weit unter den Sätzen lagen, die sie vor der Krise zahlen mussten.

Aber der Ankurbelung des langfristigen Wachstums durch günstige Finanzierungsbedingungen sind Grenzen gesetzt, wenn Bilanzen nicht mehr voll werthaltig sind und eine umfangreiche Fehlallokation von Ressourcen besteht. In etlichen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind die privaten Haushalte ebenso wie die Nichtfinanzunternehmen immer noch hoch verschuldet. Wenn private Haushalte und Unternehmen sich darauf konzentrieren, ihre Schulden abzubauen, dann wirken sich günstige Preise für neue Kredite nicht nennenswert auf das Ausgabeverhalten aus. Tatsächlich nutzen viele große Unternehmen günstige Anleihefinanzierungen, um die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten zu verlängern, anstatt in neue Produktionskapazitäten zu investieren. Es spielt keine Rolle, wie attraktiv Kreditvergabe und Mittelaufnahme gemacht werden – private Haushalte und Unternehmen, die mit der Sanierung ihrer Bilanzen beschäftigt sind, werden keine neuen Schulden machen. Und das ist auch richtig so.

Am wichtigsten aber ist, dass weitere Ankurbelungsmaßnahmen nicht das Produktivitätswachstum beleben oder die Hindernisse beseitigen können, die einem Wechsel von Arbeitskräften in eine zukunftssträchtige Branche im Wege stehen. Das schuldenfinanzierte Wachstum hat den Abwärtstrend der Arbeitsproduktivität und das große Ausmaß der Fehlallokation von Ressourcen in zahlreichen Volkswirtschaften verschleiert. Noch mehr Schulden anzuhäufen wird weder den Finanzsektor stärken noch die Reallokation der Ressourcen fördern, die notwendig ist, um die Volkswirtschaften zu dem realen Wachstum zurückzuführen, das sowohl die Regierungen als auch die Bürger wünschen und erwarten.

Die Zentralbanken haben dem privaten und dem öffentlichen Sektor den für Korrekturen benötigten Zeitgewinn verschafft, aber sie können die Korrekturen nicht an ihrer Stelle vornehmen. Darüber hinaus ist der Zeitgewinn nicht kostenlos. Solange die Ankurbelungsmaßnahmen bestehen bleiben, vergrößern sie die Herausforderungen für die Normalisierung der Geldpolitik, sie erhöhen die Finanzstabilitätsrisiken, und sie verschlimmern die Fehlallokation von Kapital.

Schließlich setzt eine weitere Verlängerung der Phase sehr niedriger Zinssätze offene Volkswirtschaften Ansteckungsrisiken aus, die nun allgemein erkannt werden. Vor besonders großen Herausforderungen stehen die aufstrebenden Volkswirtschaften und kleineren fortgeschrittenen Volkswirtschaften, in denen das Kreditvolumen und die Immobilienpreise rasch steigen. Die Risiken eines solchen inländischen Kreditbooms in einer Spätphase des Konjunkturzyklus sind ohnehin schon schwierig zu handhaben. Starke Kapitalzuflüsse verschärfen sie noch und vergrößern die Herausforderungen für Marktteilnehmer und Behörden. Zudem



setzen sie die Volkswirtschaften der Gefahr eines plötzlichen und massiven Stimmungsumschwungs aus, wenn die Märkte mit einer Abkehr von der unkonventionellen Geldpolitik rechnen. Die Volatilität der letzten Wochen könnte ein Hinweis darauf sein.

Kurz: Das Kosten-Nutzen-Verhältnis der anhaltend lockeren Geldpolitik verschlechtert sich. Die gewonnene Zeit sollte genutzt werden, um das Fundament für ein solides langfristiges Wachstum wiederaufzubauen. Dazu gehören: die Beendigung der Abhängigkeit von Schulden, die Erhöhung der wirtschaftlichen Flexibilität, um das Produktivitätswachstum zu stärken, der Abschluss der Reformen des Finanzsektors sowie die Anerkennung der Grenzen, die dem Wirken von Zentralbanken gesetzt sind.

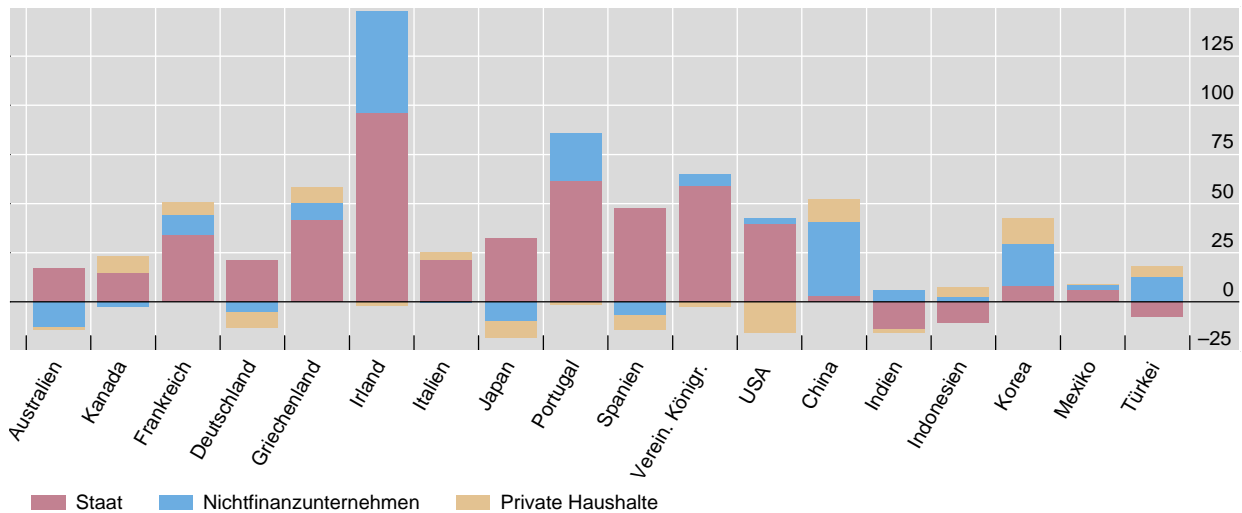
Beendigung der Abhängigkeit von Schulden

Werden die geldpolitischen Stimulierungsmaßnahmen weitergeführt, nimmt das den Druck von denjenigen, die eigentlich handeln müssten. Extrem niedrige Zinssätze fördern den Aufbau von noch mehr Schulden. Die gesamte – private und öffentliche – Verschuldung ist denn auch, gemessen am BIP, seit 2007 im Allgemeinen gestiegen, auch wenn in einigen Ländern die privaten Haushalte Schulden abbauten. Für die in Grafik 2 dargestellten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften ist sie um rund 20 Prozentpunkte des BIP bzw. \$ 33 Bio. gestiegen – und das hauptsächlich wegen der wachsenden Staatsschulden. All das ist ganz bestimmt nicht tragfähig.

Veränderung der Verschuldung, 2007–12

In Prozentpunkten des BIP

Grafik 2



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

Die niedrigen Zinssätze haben es dem öffentlichen Sektor erlaubt, die Haushaltkonsolidierung auf die lange Bank zu schieben – mit dem Risiko einer weiteren Verschlechterung der staatlichen Bonität und einer Beeinträchtigung des längerfristigen Wachstums. Es gibt reichlich Belege dafür, dass eine öffentliche Verschuldung, die etwa 80% des BIP übersteigt, zu einer Wachstumsbremse wird. Denn sie erhöht den Schuldendienstaufwand (und die Unsicherheit



hinsichtlich der künftigen Steuerlast), sie führt zu höheren Risikoprämien auf Staatsschuldtiteln, und sie engt den Spielraum für eine antizyklische Wirtschaftspolitik ein.

Die Regierungen müssen sich bei der Haushaltskonsolidierung ambitioniertere Ziele setzen. Das durchschnittliche Haushaltsdefizit der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist um etwa 3½ Prozentpunkte gesunken. Dies entspricht mehr oder weniger früheren Phasen fiskalpolitischer Korrekturen, reicht aber nicht aus, um die öffentliche Verschuldung wieder auf eine tragfähige Basis zu stellen. In vielen Fällen steigt die Staatsverschuldung weiter – trotz rekordtiefer Schuldendienstkosten. Äußerst niedrige langfristige Zinssätze vermitteln den Eindruck, staatliche Ausgaben seien billig. Es ist jedoch ein gefährlicher Irrglaube, dass für den Staat keine Ausgabenbegrenzung besteht. Die Anleiheanleger können einen Staat schnell und hart abstrafen, wenn sie den Eindruck haben, der Staatshaushalt sei nicht mehr auf einem tragfähigen Pfad – und sie tun es auch.

Besonders groß ist der Konsolidierungsbedarf für jene Staaten, die derzeit die niedrigsten Finanzierungskosten haben. Gemäß Berechnungen der BIZ, die auch die wachsenden Ausgaben im Gesundheits- und Rentenwesen berücksichtigen, müssten einige Länder, beispielsweise die USA oder das Vereinigte Königreich, ihren Primärsaldo um über 10 Prozentpunkte verbessern, um ihre öffentliche Verschuldung bis 2040 auf 60% zu senken. Das ist eine enorme Anpassung. Und die Zahlen für viele andere fortgeschrittene Volkswirtschaften sind nicht viel kleiner.

Bei kräftigem Wachstum ist es weniger schmerzhaft, Defizite und Schulden im Verhältnis zum BIP abzubauen – manche meinen sogar, es sei schmerzlos. Zudem kann die Verabschiedung eines Programms zur künftigen Haushaltskonsolidierung sofort Früchte tragen, da das Vertrauen gestärkt wird. Manche stellen daher die Frage: Warum nicht jetzt ein Konsolidierungsprogramm ankündigen, es aber erst später umsetzen, wenn die Zeiten besser geworden sind?

Die Antwort lautet: Wenn nicht jetzt energische Maßnahmen ergriffen werden, um das Problem an der Wurzel zu packen, ist die Glaubwürdigkeit gering, und die in den letzten Jahren wiederholt eingetretenen Enttäuschungen bezüglich des Wachstums dürften sich fortsetzen. Es ist sehr schwierig, den Handlungsspielraum künftiger Regierungen auf glaubwürdige Weise einzuschränken. Statt sie sofort in Angriff zu nehmen, wird die Haushaltskonsolidierung auf unbestimmte Zeit verschoben – oder wenigstens so lange, bis die Anleiheinvestoren sie doch durchsetzen. In diesem Fall aber wird sie sehr schmerzhaft und wahrscheinlich alles andere als wachstumsfördernd sein.

Wir sollten also nicht darüber diskutieren, *wann* die Konsolidierung durchgeführt werden soll, sondern *wie*. Die politischen Entscheidungsträger sollten die Konsolidierungsmaßnahmen sorgfältig so auswählen, dass die kurzfristigen Konsolidierungskosten minimiert und das Produktionspotenzial weitmöglichst erhöht werden. Wirkungsvolle Haushaltskonsolidierungen beruhen in der Regel vorwiegend auf Ausgabenkürzungen – vor allem bei öffentlichen Konsum- und Transferausgaben – und nicht auf Steuererhöhungen. Einnahmenseitige Vorschläge sollten Steuern bevorzugen, die weniger verzerrend wirken als Steuern auf Arbeit und Kapital.

Stärkung des Produktivitätswachstums

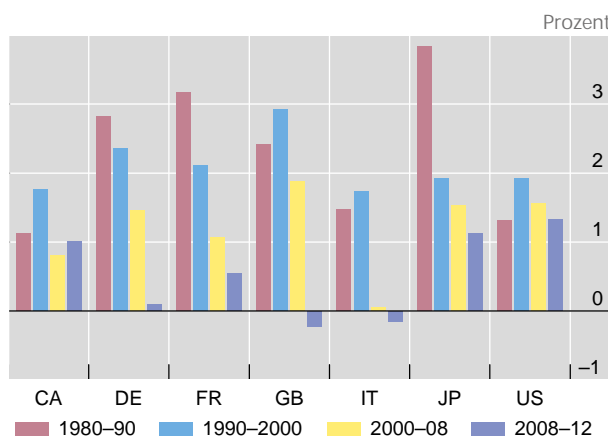
Ein schuldenfinanziertes Wachstum hat es den Behörden leichter gemacht, kontroverse Maßnahmen zur Beseitigung von Rigiditäten an den Arbeits- und Gütermärkten hinauszuzögern. Der Boom verschleierte den Reformbedarf in der Wirtschaft selbst dann noch, als die Ressourcenallokation immer ineffizienter wurde. Und die aufgrund der Krise ergriffenen wirtschaftlichen Stimulierungsmaßnahmen der vergangenen Jahre verschlimmerten diese Verzerrungen noch. Die Fortschritte bei der Reform von Arbeits- und Gütermärkten sind daher verhalten.

Damit das Wachstum wieder kräftig und nachhaltig wird, müssen die Reformen zur Erhöhung der wirtschaftlichen Flexibilität möglichst rasch durchgesetzt werden. Wie Grafik 3 zeigt, ist die Arbeitsproduktivität in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften gesunken. Das Wachstum wurde außerdem dadurch gebremst, dass sich große sektorale Ungleichgewichte aufgebaut hatten, insbesondere aufgeblähte Immobilien- und Finanzsektoren. Die Ungleichgewichte haben überdies die Schaffung neuer Arbeitsplätze behindert – wofür viele Menschen wie auch die Wirtschaft als Ganzes einen sehr hohen Preis zahlen. Diese Entwicklungen erfordern Maßnahmen zur Erhöhung der wirtschaftlichen Flexibilität: Es muss möglich sein, Arbeitskräfte dort einzusetzen, wo sie am produktivsten sind. Auch sollten Produktinnovationen und der Erschließung neuer Märkte keine Steine in den Weg gelegt werden.

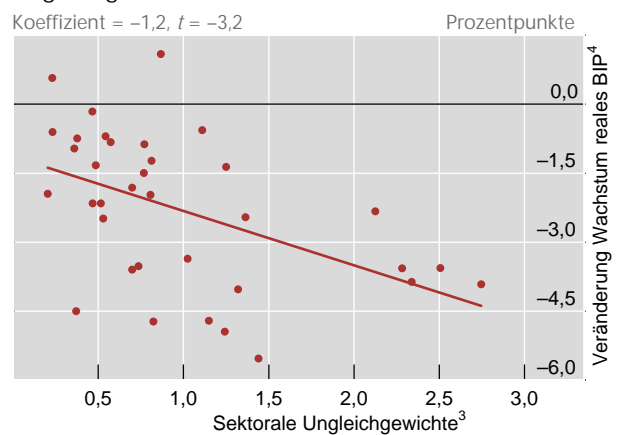
Produktivitätswachstum und sektorale Ungleichgewichte

Grafik 3

Wachstum der Arbeitsproduktivität¹



Veränderung des BIP-Wachstums und sektorale Ungleichgewichte²



CA = Kanada; DE = Deutschland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IT = Italien; JP = Japan; US = USA.

¹ Durchschnittliches jährliches reales BIP je Arbeitsstunde. ² Im Streudiagramm sind eine Reihe fortgeschrittener und aufstrebender Volkswirtschaften dargestellt. Nicht berücksichtigt ist Griechenland, das eine Veränderung des BIP-Wachstums um -11% und einen Indexwert für sektorale Ungleichgewichte von 0,3 verzeichnete. Wird Griechenland berücksichtigt, ergibt sich folgende Veränderung: Koeffizient = -0,8, $t = -1,4$. ³ Definiert als durchschnittliche absolute Veränderung des Anteils der Beschäftigung im jeweiligen Sektor an der Gesamtbeschäftigung vom Beginn bis zum Ende der Großen Rezession, also von 2007 bis 2009. ⁴ Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für 2010–12 abzüglich der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate für 2001–07.

Quellen: Europäische Kommission; IWF, *World Economic Outlook*; OECD; Berechnungen der BIZ.



Reformen durchzusetzen und Verhaltensänderungen herbeizuführen ist immer schwierig, denn die Kosten dafür fallen sofort an, der Nutzen hingegen wird erst über längere Zeit sichtbar. Derzeit sind Reformen aber zusätzlich mit wirtschaftlichen und finanziellen Bremsfaktoren konfrontiert, während Zinssätze nahe null und massive Zentralbankeingriffe sie weniger dringlich scheinen lassen.

So schwierig sie auch sein mögen – Reformen sind entscheidend dafür, dass Vertrauen geschaffen und bewahrt wird. Und sie sind wesentlich, um das menschliche Leid und den wirtschaftlichen Schaden von langfristiger Arbeitslosigkeit zu begrenzen. Am eindeutigsten sind die diesbezüglichen Fortschritte denn auch in den Ländern, die dem stärksten Druck seitens der Märkte ausgesetzt sind. Es bleibt jedoch noch viel zu tun.

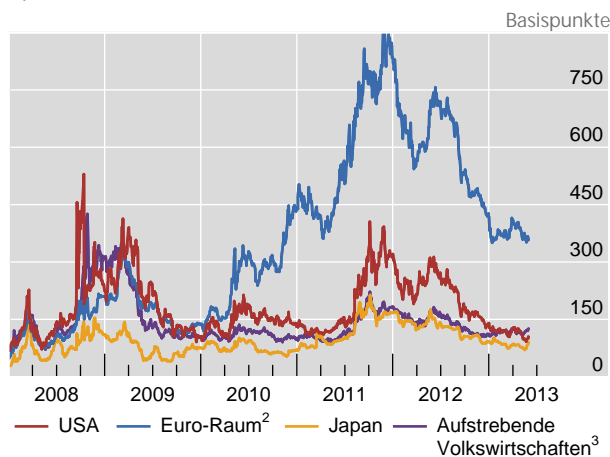
Abschluss der Reformen des Finanzsektors

Ein gesundes Finanzsystem ist das Rückgrat einer dynamischen Wirtschaft. Wachstum, Innovation und die Schaffung von Arbeitsplätzen erfordern eine solide Finanzierung. Die Fortschritte der Banken bei der Stärkung ihrer Bilanzen sind uneinheitlich. Abzulesen sind sie aus der Entwicklung des Eigenkapitals der Banken und aus den Spreads auf Credit-Default-Swaps (CDS). In einigen Ländern müssen die Banken jedoch noch mehr daran arbeiten, notleidende Aktiva auszuweisen und ihre Refinanzierung stabiler zu machen, um das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen.

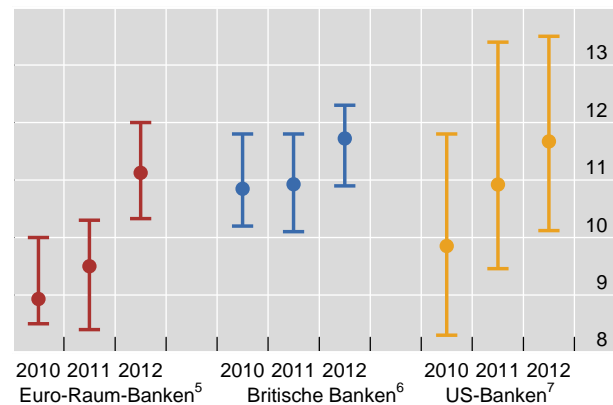
CDS-Spreads und Eigenkapital von Banken

Grafik 4

Spreads von Bank-CDS¹



Harte Kernkapitalquote Mittelwert und Bandbreite, Jahresende⁴



¹ Aktuelle 5-jährige CDS-Spreads in US-Dollar; einfacher Durchschnitt ausgewählter Banken. ² Belgien, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Portugal, Spanien. ³ Brasilien, China, Singapur. ⁴ Mittelwert: einfacher Durchschnitt ausgewählter Banken. ⁵ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banco Santander, BNP Paribas, Commerzbank, Deutsche Bank, Société Générale, UniCredit. ⁶ Barclays, HSBC, Lloyds TSB Group, Standard Chartered. ⁷ Bank of America, Bank of New York Mellon, Citigroup, JP Morgan Chase & Wells Fargo.

Quellen: Bankscope; Markit; Berechnungen der BIZ.

Die CDS-Spreads in Grafik 4 links deuten darauf hin, dass der Nachholbedarf im Euro-Raum besonders groß ist. Die dortigen Banken haben zwar beim Aufbau ihrer Eigenkapitalpolster Fortschritte gemacht, aber es gibt noch Unsicherheiten, insbesondere bezüglich der Verbindung zwischen der Finanzlage von Banken und jener von Staaten. Diese Verbindung



aufzulösen erfordert eine stetige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und vor allem weitere entschlossene Schritte in Richtung einer vollständigen europäischen Bankenunion; diese würde nicht nur einheitliche Vorschriften und eine einheitliche Aufsicht beinhalten, sondern auch ein einheitliches Abwicklungsverfahren und eine gemeinsame Einlagensicherung.

Das Fundament für ein deutlich solideres Finanzsystem ist gelegt: Der Prozess begann mit der Umsetzung der Eigenkapital- und Liquiditätsstandards von Basel III, setzte sich fort mit der Arbeit an Abwicklungsmechanismen und konzentriert sich inzwischen auf Reformen der Märkte für außerbörsliche Derivate und das Schattenbankensystem.

Für die Wiederherstellung des Vertrauens in die Widerstandskraft der Finanzmärkte und -institute wird eine transparente und kohärente Umsetzung der neuen Regelungen nötig sein. Kohärenz ist jedoch nicht gleichbedeutend mit Uniformität – Diversität ist notwendig, wenn wir dynamische und stabile Märkte wollen. Die Frage ist, wie die Anreize für Banken, ein möglichst hohes regulatorisches Eigenkapital auszuweisen, am besten unterbunden werden können.

Ein wirksamer Regulierungsrahmen muss risikosensitiv sein und den Marktteilnehmern vergleichbare und verlässliche Informationen über die von den Banken eingegangenen Risiken liefern. Er muss aber auch robust gegenüber den unvermeidlichen Unsicherheiten der Risikomessung sein. Heißt das, dass eine einfache Verhältniszahl für die Einschätzung des Risikos die Lösung ist? Wahrscheinlich nicht. Selbst die einfachste Quote oder Regel wird komplex, wenn sie in Vorschriften umgesetzt wird. Eine Kombination von risikosensitiven Bilanzkennzahlen und einer einfacheren Verschuldungsquote kann jedoch zu einer Regelung führen, die der Komplexität und den Unsicherheiten jeglicher Risikoeinschätzung in einem komplexen Finanzsystem Rechnung trägt.

Ganz allgemein werden nationale und grenzüberschreitende Mechanismen, mit denen notleidende Finanzinstitute ohne den Einsatz öffentlicher Mittel abgewickelt werden können, das Vertrauen in das Finanzsystem zusätzlich stärken. Diese Mechanismen sind entscheidend, um bei Banken, die „too big to fail“ sind, die impliziten staatlichen Subventionen und den Moral Hazard zu beseitigen.

Anerkennung der Grenzen, die dem Wirken von Zentralbanken gesetzt sind

Bei den zusätzlichen Stimulierungsmaßnahmen der Zentralbanken im vergangenen Jahr ragen drei Trends heraus:

- Erstens intervenierten sie verstärkt an den Staatsanleihemärkten. Die Federal Reserve und die Bank of England halten nun beträchtliche Anteile des Umlaufs ihrer jeweiligen Staatsanleihen. Rechnet man im Falle der Federal Reserve die Anleihen hinzu, die von ausländischen Zentralbanken im Zuge ihrer Devisenmarktinterventionen erworben wurden, halten Zentralbanken rund ein Drittel sämtlicher umlaufenden US-Schatztitel.
- Zweitens nahmen die Zentralbanken für ihre Eingriffe ganz bestimmte Teile des geldpolitischen Transmissionsmechanismus ins Visier. Zu den eingesetzten Instrumenten gehören besondere Kreditprogramme wie das „Funding for Lending Scheme“ der Bank of England, der Ankauf von Staatsanleihen bestimmter Länder wie das Programm für die Wertpapiermärkte der EZB, aber auch die anhaltenden Ankäufe von hypotheckenunterlegten Wertpapieren durch die Federal Reserve oder die Kreditsubventionie-



zung der Bank of Japan („Measures to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth“).

- Drittens gingen die Zentralbanken Verpflichtungen für die Zukunft ein. Meist waren sie bedingt, wie die Zusicherung der Federal Reserve, ihre Bilanzausweitung mindestens so lange fortzusetzen, bis die Arbeitslosigkeit auf ein bestimmtes Maß gesunken sei, oder die Versicherung der EZB, dass sie mittels ihrer geldpolitischen Outright-Geschäfte Staatsanleihen von Ländern kaufen werde, die spezifische Auflagen erfüllten.

Noch vor fünf Jahren wären die meisten, wenn nicht alle dieser Maßnahmen undenkbar gewesen. Dass es sie nun gibt, zeigt, wie viel Verantwortung und Lasten die Zentralbanken übernommen haben.

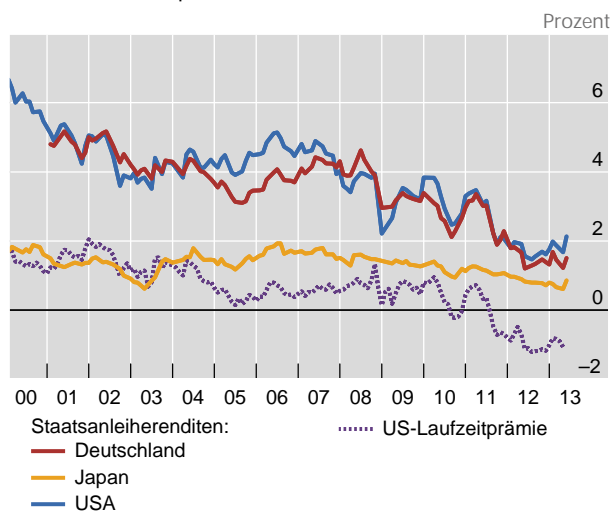
Doch diese übermäßige Abhängigkeit von Zentralbanken stellt die Wirtschaft als Ganzes vor erhebliche Herausforderungen. Fortschritte bei Sanierung und Reformen würden es für die Zentralbanken leichter machen, die Geldpolitik zu normalisieren.

Ein Anstieg der langfristigen Zinssätze gegenüber den außergewöhnlich niedrigen Niveaus, die aus Grafik 5 links ersichtlich sind, bliebe natürlich nicht ohne Folgen für die Wirtschaft und das Finanzsystem. Wie stark diese Folgen wären, hängt entscheidend von der Dynamik des Zinsanstiegs ab. Die Erfahrung legt nahe, dass der Aufwärtstrend der langfristigen Zinssätze abrupt einsetzen und volatil sein könnte – und die Komplexität des globalen Finanzsystems macht es unmöglich vorauszusagen, wie die Reaktion aussehen würde.

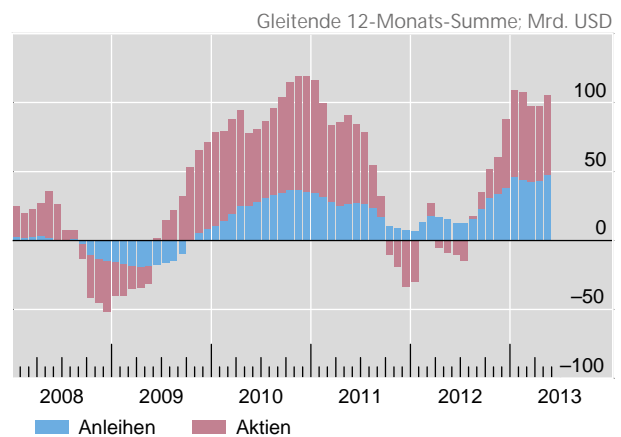
Langfristige Zinssätze und Kapitalströme

Grafik 5

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen und US-Laufzeitprämie



Nettozuflüsse in Fonds aufstrebender Volkswirtschaften



Quellen: Bloomberg; EPFR; Berechnungen der BIZ.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften könnten von einem plötzlichen Anstieg der Marktvolatilität besonders betroffen sein, und die jüngsten starken Kapitalzuflüsse, die in Grafik 5 rechts gezeigt werden, könnten sich umkehren. Die zuletzt großen Schwankungen von Zinssätzen, Aktienkursen und Wechselkursen aufstrebender Volkswirtschaften bestätigen diese Sichtweise.



Niemand weiß genau, wie die Zentralbanken ihren Ausstieg bewerkstelligen werden oder wohin der Ausstieg sie führen wird. Auf jeden Fall wird sowohl bei der Umsetzung als auch bei der Kommunikation des Ausstiegs viel Fingerspitzengefühl gefragt sein. Die Zentralbanken verfügen heute über mehr Instrumente als vor sechs Jahren. Aber wenn die Zeit gekommen ist, werden sie die Flexibilität benötigen, diese Instrumente nach Bedarf einsetzen zu können. Und sie werden Entscheidungen mit weit weniger Sicherheit treffen müssen, als ihnen wahrscheinlich lieb ist – das Warten auf unwiderlegbare Daten kann den Ausstieg erschweren und sich als kostspielig erweisen. Je größer das Ausmaß und die Tragweite ihrer Interventionen, desto schwieriger wird es sein, sie zurückzufahren.

Aber abgesehen von den Fragen im Zusammenhang mit dem Ausstieg: Die Rolle der Zentralbanken wandelt sich. Ein auf Preisstabilität ausgerichteter geldpolitischer Handlungsrahmen ist nach wie vor das Fundament für ein kräftiges und nachhaltiges Wachstum. Die Krise hat uns jedoch gezeigt, dass das Ziel einer eher kurzfristigen Preisstabilität mit Finanzstabilitätsaspekten ergänzt werden muss, wozu auch ein symmetrischerer Umgang mit Finanzzyklen und der Einbezug von internationalen Spillover-Effekten in die Entscheidungsfindung gehört. Damit diese Herausforderungen erfolgreich gemeistert werden können, muss man die Grenzen dessen kennen und akzeptieren, was eine Zentralbank tun kann und soll.

Eine gemeinsame Verantwortung

Bei allen Reformbemühungen sind Fortschritte erzielt worden. Aber die Zeit, die durch die akkommodierende Wirtschaftspolitik gewonnen wurde, muss von allen bestmöglich genutzt werden.

Ist das ein Aufruf zu einer undifferenzierten, gleichzeitigen und umfassenden Straffung an allen Fronten? Die kurze Antwort lautet: Nein. Konkrete Maßnahmen müssen auf die landesspezifischen Umstände und Bedürfnisse abgestimmt werden. Und es muss auch nicht alles gleichzeitig gemacht werden, wobei es manchenorts schwierig sein könnte, ein generelles Zurückfahren der Stimulierungsmaßnahmen zu vermeiden, weil einige doch schon eindeutig an ihre Grenzen stoßen.

Vielmehr rufen wir dazu auf, jetzt verantwortungsvoll zu handeln, um das Wachstum zu stärken und noch kostspieligere Anpassungen zu einem späteren Zeitpunkt zu vermeiden. Und wir rufen dazu auf, anzuerkennen, dass die Rückkehr zu Stabilität und Prosperität eine gemeinsame Verantwortung ist. Die Geldpolitik hat das Ihre getan. Für die Erholung sind jetzt unterschiedliche Ansätze erforderlich – mit Betonung auf der Stärkung der wirtschaftlichen Flexibilität und Dynamik sowie der Stabilisierung der öffentlichen Finanzen.

Die heutigen umfangreichen grenzüberschreitenden Ströme von Gütern, Dienstleistungen und Kapital machen die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität zu einer gemeinsamen internationalen Verantwortung. Die grenzüberschreitenden Auswirkungen innenpolitischer Maßnahmen sind ein Merkmal der Globalisierung. Diese Spillover-Effekte zu verstehen und Wege zu finden, um die unbeabsichtigten Nebenwirkungen zu vermeiden, ist ein zentraler Aspekt der Arbeit der BIZ. Die laufenden Gespräche zwischen Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen – die von der BIZ gefördert und unterstützt werden – sind wesentlich für die Überwindung von national geprägten politischen Strategien. Eine solche nationale Ausrichtung birgt die Gefahr, dass die Globalisierung untergraben und damit der Weg zu einem nachhaltigen Wachstum der Weltwirtschaft versperrt wird.