



Aus dem Schatten der Krise heraustreten: Drei notwendige Schritte für die Weltwirtschaft

Ansprache von Jaime Caruana

Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank

am 29. Juni 2014 in Basel

Meine Damen und Herren

Der diesjährige Jahresbericht zeigt unsere Einschätzung der derzeitigen Herausforderungen und untersucht Maßnahmen, mit deren Hilfe wir vielleicht endlich aus dem langen Schatten der Krise heraustreten können. Unser Ansatz ist es, eine langfristige Perspektive einzunehmen – wir versuchen, Aufschluss sowohl über den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte vor der Krise als auch über deren Nachwirkungen zu geben.

In meinen Erläuterungen werde ich mich auf meine eigenen Kommentare zum Jahresbericht konzentrieren. Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, werden danach einige Punkte näher erläutern.

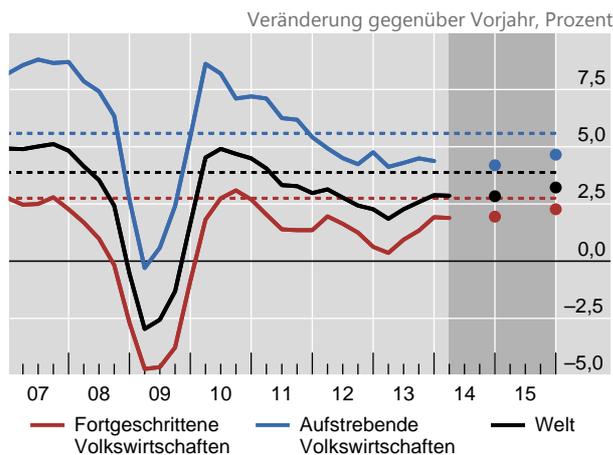
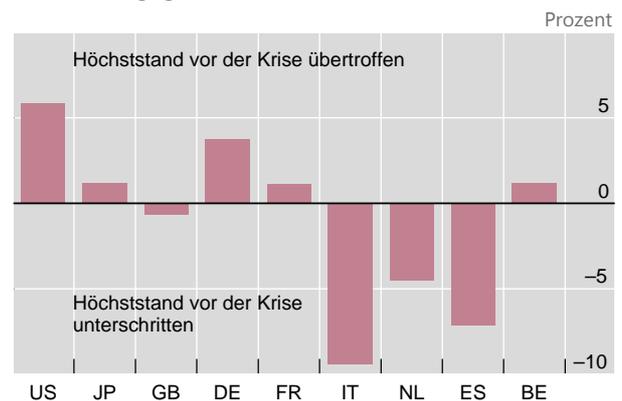
Auch noch nach sieben Jahren wirft die Große Finanzkrise diesen langen Schatten auf die Weltwirtschaft. Die gute Nachricht ist, dass sich die Weltwirtschaft erholt und dass das globale Wachstum im vergangenen Jahr an Fahrt gewonnen hat. Die Reformen haben gegriffen, wenn auch nicht überall gleich gut. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Erholung inzwischen breiter abgestützt. Der Euro-Raum ist endlich aus der Rezession herausgekommen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wiederum hat sich die Abkühlung anscheinend verflüchtigt. Es wird allgemein erwartet, dass die Weltwirtschaft schrittweise zu den Wachstumsraten vor der Krise zurückkehren wird (Grafik 1).

Die weniger gute Nachricht ist, dass weiterhin große Herausforderungen bestehen und dass neue Risiken aufkommen. Im historischen Vergleich ist der Aufschwung enttäuschend. Das sollte aber nicht überraschen. Verbraucher, Unternehmen und Banken in den Krisenländern sind immer noch mit der Sanierung ihrer Bilanzen beschäftigt und kämpfen mit einer übermäßig hohen Verschuldung. Am stärksten ist der Schuldenabbau des privaten Sektors in den USA vorangekommen. In anderen Ländern, nicht zuletzt in großen Teilen des Euro-Raums, bleibt noch viel zu tun. Während der Boomphase kam es zu einer gewaltigen Fehlallokation von Ressourcen – diese Ressourcen einem neuen und produktiveren Einsatz zuzuführen braucht Zeit. Derweilen sind zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften in die Spätphase eigener Finanzbooms eingetreten. Diese Booms haben zwar dazu beigetragen, die Weltwirtschaft aus der Großen Rezession herauszuholen, doch jetzt konfrontieren sie die aufstrebenden Volkswirtschaften mit einer Reihe wirtschaftlicher Risiken. Und diese Risiken lassen sich nicht gänzlich mit dem zusätzlichen Handlungsspielraum ausgleichen, den sich die aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren geschaffen haben.

Der weltweite Wirtschaftsaufschwung gibt uns jedoch die Chance, aus dem Schatten der Krise herauszutreten. Um diese Chance richtig zu nutzen, sind für die Weltwirtschaft drei Schritte notwendig: erstens die Abkehr von einem auf Schulden beruhenden Wachstum zugunsten eines nachhaltigeren Wachstums, zweitens die Normalisierung der Geldpolitik und drittens die Sicherstellung eines verlässlicheren Finanzsystems. Lassen Sie mich jeden dieser Schritte kurz erörtern.

Globales Wachstum weiterhin im Schatten der Krise

Grafik 1

 Reales BIP-Wachstum¹

 Produktion gegenüber Höchstständen vor der Krise²


BE = Belgien; DE = Deutschland; ES = Spanien; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IT = Italien; JP = Japan; NL = Niederlande; US = USA.

¹ Tatsächliches und erwartetes reales BIP; Punkte = Prognosen; gestrichelte Linien = durchschnittliches Jahreswachstum im Zeitraum 1996–2006. Fortgeschrittene Volkswirtschaften umfassen 10 große Volkswirtschaften, aufstrebende Volkswirtschaften umfassen 28 große Volkswirtschaften; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ² Höchststand vor der Krise berechnet für den Zeitraum 1996–2008.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Erster Schritt: Abkehr von einem auf Schulden beruhenden Wachstum

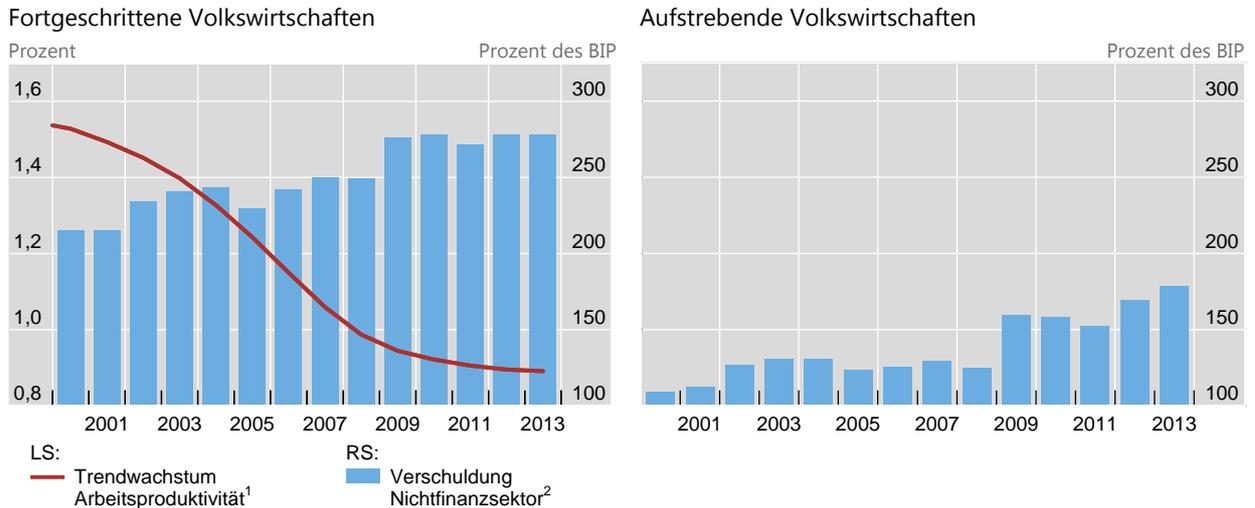
Seit einigen Jahrzehnten sind Schulden ein wichtiger Wachstumsmotor. In zahlreichen Volkswirtschaften haben Finanzbooms zu einer erheblichen Fehlallokation von Ressourcen geführt. Darüber hinaus verschleierten diese Booms eine Erosion des Wachstumspotenzials und in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften einen Trendrückgang des Produktivitätswachstums, der schon vor Jahrzehnten eingesetzt hat.

In den G20-Ländern ist das Verhältnis der Gesamtverschuldung des Nichtfinanzsektors zum BIP seit 2007 um über ein Fünftel gestiegen. Dies ist eine Folge der massiven fiskalpolitischen Stimulierung während der Großen Rezession in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der erheblichen Schuldtitelemmissionen von Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften. Inzwischen haben die fortgeschrittenen Volkswirtschaften beim Abbau ihrer Haushaltsdefizite gewisse Fortschritte erzielt. Dennoch wächst die Gesamtverschuldung weiter. Insgesamt betragen die Schuldenquoten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften jetzt 275% des BIP, in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind es 175%.

Dieser Anstieg der Verschuldung hat sicherlich dazu beigetragen, die aktuelle Nachfrage zu stützen. Weniger klar ist, ob er in den kommenden Jahren zu höheren Einkommen führen und damit für Nachhaltigkeit sorgen wird.

Ein nicht nachhaltiges Wachstumsmodell

Grafik 2



Fortgeschrittene Volkswirtschaften umfassen 10 große Volkswirtschaften, aufstrebende Volkswirtschaften umfassen 14 große Volkswirtschaften.

¹ Jährliches BIP-Wachstum je Beschäftigten berechnet anhand eines Hodrick-Prescott-Filters (HP-Filter). Die Gesamtgröße ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt auf der Basis des BIP zu aktuellen Kaufkraftparitäten. ² Einschl. Kreditvergabe an den privaten und den öffentlichen Sektor, umgerechnet in US-Dollar zu Marktwechsellkursen.

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

Ein negativer Aspekt dieses auf Schulden beruhenden Wachstumsmodells ist die relative Schwäche der Investitionen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Gewiss, auf globaler Ebene sind die gesamten Anlageinvestitionen im Verhältnis zum BIP dank einer rasanten Zunahme in den aufstrebenden Volkswirtschaften weiter gestiegen. Auch war in einigen Ländern eine Korrektur der Überinvestitionen im Wohnungsbau und generell im Bausektor überfällig. Andere Trends bei den Investitionen verheißen jedoch nichts Gutes für das künftige Wachstum. Beispielsweise halten sich in zahlreichen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Unternehmen mit Investitionen in Sachwerte und Ausrüstungsgüter zurück. Auch die Infrastrukturinvestitionen stagnieren, insbesondere in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, aber auch in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Der wachsende Schuldenberg im privaten und im öffentlichen Sektor hat mehrere Schwachstellen geschaffen. Je stärker die Verschuldung steigt, desto anfälliger wird die Tilgungsfähigkeit der Schuldner gegenüber einem Einkommensrückgang oder einem Zinsanstieg. Somit führt ein höherer Schuldenstand zu einer labileren Finanzlage und zu Finanzzyklen, die zunehmend destabilisierend wirken können. Der Umgang mit diesen Zyklen ist ein Schwerpunktthema des diesjährigen Jahresberichts, wie Claudio Borio gleich noch näher ausführen wird.

Aber wie steht es mit dem Risiko einer außergewöhnlich langen Stagnation? Die Verschuldung ist nicht die einzige Wachstumsbremse, auch strukturelle Mängel sind ein Problem. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften war das Produktivitätswachstum schon lange vor Ausbruch der Krise rückläufig, wobei dieser Trend durch den Finanzboom kaschiert wurde (Grafik 2). Auch die Belastung durch den demografischen Wandel ist wohlbekannt. Dazu kommen noch länderspezifische Faktoren wie



ein struktureller Rückgang der Erwerbsquoten oder eine sektorale Fehlallokation von Krediten und Ressourcen. All dies sind strukturelle Hemmnisse für Nachfrage und Wachstum.

Es ist nicht erkennbar, wie eine zusätzliche schuldenfinanzierte Nachfrage hier helfen könnte. Wie bereits letztes Jahr festgehalten, haben uns die geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen eine gewisse Atempause verschafft. Sie können aber Strukturreformen nicht ersetzen. Eine stetig wachsende Staatsverschuldung kann das Vertrauen nicht stützen, ebenso wenig können dies lang anhaltende außergewöhnlich niedrige Zinsen. Letztere können zwar die Risikobereitschaft fördern, aber es ist keineswegs sicher, dass dies zu produktiven Investitionen führt.

Vor allem aber können extrem niedrige Zinsen, wenn sie zu lange beibehalten werden, auf längere Zeit zu einer höchst unerwünschten Art von Gleichgewicht führen – einem Gleichgewicht von hoher Verschuldung, niedrigen Zinsen und sehr schwachem Wachstum.

Der richtige Weg zur Vermeidung dieser Falle ist, die strukturellen Probleme energisch anzupacken. Prioritär sind die Umkehr des rückläufigen Produktivitätswachstums und die Behebung struktureller Mängel. Hierzu bedarf es angebotsseitiger Reformen, die einen flexibleren und profitableren Einsatz von Ressourcen fördern und Vertrauen in die Beschäftigungs- und Einkommensaussichten schaffen. Diese Reformen müssen zwar auf die jeweiligen Gegebenheiten eines Landes abgestimmt werden, sie dürften jedoch eine weitere Liberalisierung der Arbeits- und Gütermärkte, eine Reform des Steuersystems sowie eine gezieltere Verteilung staatlicher Ausgaben umfassen. Und nicht zuletzt wird in einer flexibleren und weniger verschuldeten Wirtschaft die Geldpolitik wirksamer sein.

Zweiter Schritt: Normalisierung der Geldpolitik

Die lockere Geldpolitik stößt an ihre Grenzen. In der Erholungsphase einer Bilanzrezession verliert die Geldpolitik viel von ihrer Wirksamkeit – dann nämlich sind private Haushalte, Unternehmen und Banken alle mit der Sanierung ihrer Bilanzen beschäftigt, was die Gesamtnachfrage schwach hält. Zudem ist die Finanzstabilität gefährdet, da extrem niedrige Zinssätze die Anhäufung von Schulden und das Eingehen von Risiken begünstigen.

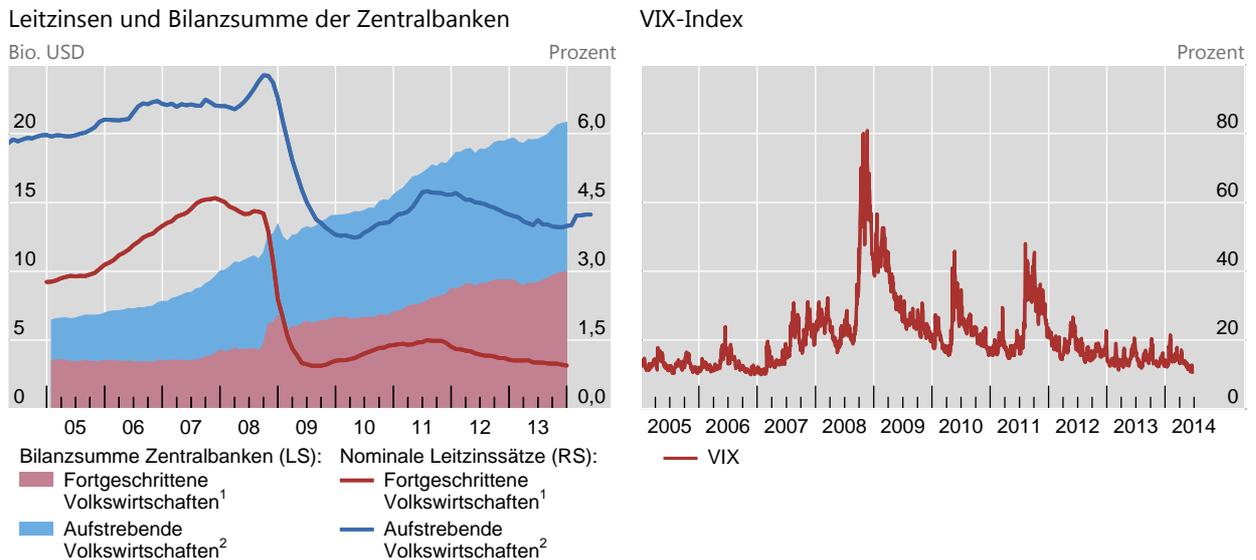
Bis zur Normalisierung der Geldpolitik ist es ein weiter Weg. Die Federal Reserve setzt mit ihrem „Tapering“ lediglich der Lockerung ein Ende. Weltweit haben sich die Bilanzsummen der Zentralbanken – einschließlich der Federal Reserve – weiter erhöht, und insgesamt übersteigen sie mittlerweile \$ 20 Bio. In den großen Währungsräumen verharren die Leitzinssätze an der Nullzinsgrenze, und in den aufstrebenden Volkswirtschaften liegen sie deutlich unter ihrem Vorkrisenniveau (Grafik 3). Global gesehen bleibt die Geldpolitik somit außerordentlich akkommodierend.

Der Weg zur Normalisierung dürfte holprig und voller Herausforderungen sein. Lassen Sie mich zwei nennen:

Die erste besteht darin, dass die Finanzmärkte unabhängiger von der Geldpolitik werden. In den letzten Monaten ist die Volatilität an den globalen Märkten auf historische Tiefstände gefallen (Grafik 3). Gleichzeitig hat sich das Renditestreben intensiviert, und die Renditenaufschläge sind gesunken. Es erscheint kaum glaubhaft, dass abnehmende weltweite Risiken der Grund dafür sind. Vielmehr sind die Marktteilnehmer offenbar zur Überzeugung gelangt, dass die monetären Bedingungen noch sehr lange sehr locker bleiben werden. Aber die Märkte könnten sich stärker in Sicherheit wiegen, als es den Zentralbanken recht ist, und möglicherweise ziehen sie nur ein sehr schmales Spektrum potenzieller Entwicklungen in Betracht. Solch blinder Optimismus ist gefährlich. Er kann dazu führen, dass übermäßige Risiken eingegangen werden, und den Druck auf die Zentralbanken verstärken, die Normalisierung der Geldpolitik auf die lange Bank zu schieben.

Weiterhin äußerst lockere monetäre und Finanzierungsbedingungen

Grafik 3



¹ Australien, Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich. ² 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.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Die zweite Herausforderung besteht darin, die internationalen Spillover-Effekte der Geldpolitik in den Griff zu bekommen. Viele aufstrebende Volkswirtschaften hatten mit Dominoeffekten der letztjährigen Verkaufswelle an den weltweiten Anleihemärkten zu kämpfen. Einige dieser Effekte wiesen Ähnlichkeiten mit früheren Stressphasen in aufstrebenden Volkswirtschaften auf, z.B. der starke Druck auf die Wechselkurse und die erhöhte Anfälligkeit von Volkswirtschaften mit schwachen Fundamentaldaten. Andere Aspekte sind jedoch neu, nicht zuletzt die starken Verflechtungen via die inländischen Anleihemärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften. Darin kommt die Verlagerung von der Bank- zur Kapitalmarktfinanzierung in den letzten Jahren zum Ausdruck – eine Verlagerung, die auch bei den Finanzstabilitätsrisiken während der Normalisierung der Geldpolitik eine Rolle spielen könnte. Wir wissen noch nicht, ob ein vom Markt ausgehender Boom mehr oder weniger Risiken birgt als ein von den Banken ausgehender Boom. Hyun Shin wird später noch mehr zu dieser „zweiten Phase globaler Liquidität“ sagen. Im Jahresbericht wird dieses Thema in Kapitel IV behandelt.

Die Spillover-Effekte der Geldpolitik zu berücksichtigen ist eine Aufgabe, die allen gemeinsam ist. Fortgeschrittene Volkswirtschaften müssen die internationalen Transmissions- und Rückkopplungsmechanismen einer sehr lockeren Geldpolitik besser verstehen und in ihre Entscheidungen einbeziehen. Dabei gilt es nicht nur die Rückkopplungseffekte inländischer geldpolitischer Maßnahmen über Wechselkursschwankungen und Handel zu betrachten. Es erfordert auch ein klares Gespür für finanzielle Verknüpfungen und Risiken sowie für die Auswirkungen von geldpolitischen Beschlüssen auf die Finanzmärkte. Die aufstrebenden Volkswirtschaften wiederum können sich nicht von weltweiten Schocks isolieren. Sie können aber makroökonomische und finanzwirtschaftliche Schwachstellen im eigenen Land verringern. Wesentlich ist hier, dass die Risiken im Zusammenhang mit der Spätphase eines inländischen Finanzbooms angegangen werden.

Das bringt mich zu der Frage der hartnäckig unter den Zielwerten liegenden Inflation und was dies für die Normalisierung der Geldpolitik bedeutet. Gewiss, aus der Sicht hochverschuldeter Akteure ist



ein Umfeld mit niedriger Inflation und schwachem Wachstum nicht hilfreich. Aber lassen Sie mich hier zwei Vorbehalte anbringen. Erstens deuten die Projektionen von Zentralbanken und gut verankerte langfristige Inflationserwartungen darauf hin, dass die Gefahr eines anhaltenden und sich selbst verstärkenden disinflationären Drucks gering ist. Zudem spricht einiges dafür, dass die rückläufige Inflation zumindest teilweise auf positive angebotsseitige Effekte in der Weltwirtschaft zurückzuführen ist. Ein stärkerer Wettbewerb an den Gütermärkten und zunehmend auch bei den Dienstleistungen verringert den Spielraum für Preiserhöhungen, und er könnte sogar Preissenkungen zur Folge haben. Der diesjährige Jahresbericht belegt, wie bedeutend solche globalen Faktoren bei der inländischen Teuerung sind. All dies weist auf erhebliche Unsicherheiten bei der Inflationsprojektion hin und auf die Notwendigkeit umfassenderer Forschungsarbeit zur neuen Inflationsdynamik, zur immer bedeutenderen Rolle globaler Faktoren sowie zur abnehmenden Reagibilität gegenüber der inländischen Produktionslücke.

Zweitens sind die weltweit niedrigen Inflationsraten ein weiteres Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik bei der Ankurbelung der Nachfrage im Zuge einer Bilanzrezession in der Regel weit weniger wirksam ist als in einer normalen Aufschwungphase. Ein Beleg hierfür ist die krasse Diskrepanz zwischen sehr lockeren Finanzierungsbedingungen einerseits und schleppenden Unternehmensinvestitionen andererseits. Daher ist es wichtig, kritisch zu überdenken, was die Geldpolitik zum jetzigen Zeitpunkt realistisch erreichen kann. Nach Jahren billigen Geldes müssen wir jetzt den Risiken einer zu späten Normalisierung mehr Aufmerksamkeit schenken.

Dritter Schritt: Sicherstellung eines verlässlicheren Finanzsystems

Bei der Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems sind erhebliche Fortschritte erzielt worden. Die Banken haben ihre Finanzkraft teilweise stärken können. Im Allgemeinen haben sie ihre Eigenkapitalausstattung aufgestockt, um die strengeren regulatorischen Anforderungen zu erfüllen. Insbesondere dank besserer Erträge konnten die Banken ihre Eigenkapitalbasis erhöhen (Grafik 4).

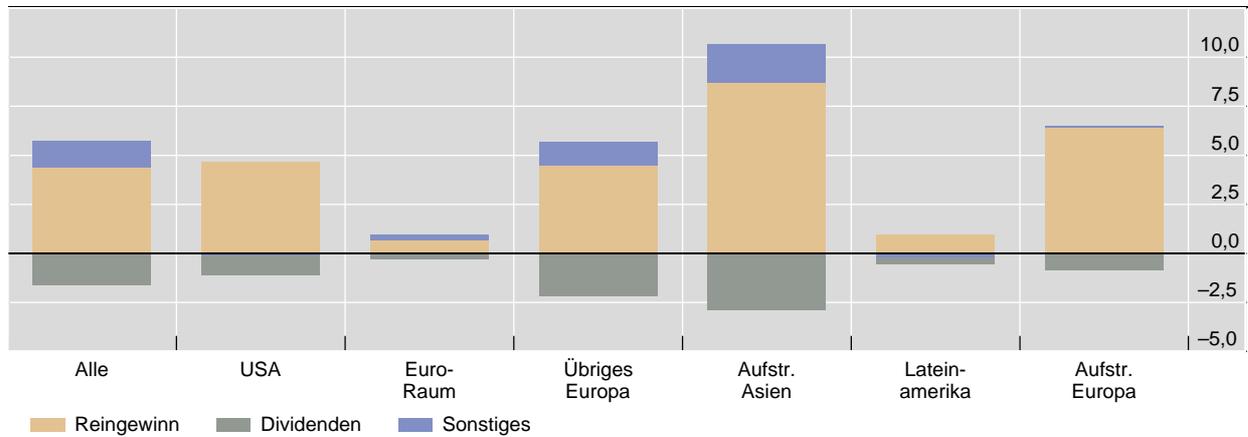
Doch einzelne Schwachstellen und Unsicherheiten bestehen fort, vor allem in Europa. Obwohl sich die Ertragslage insgesamt verbessert hat, sind für zahlreiche Institute die hohen Schuldenstände von Staaten und privaten Haushalten nach wie vor ein Problem. Auch die Einzelratings sind immer noch schwach. Und die Anleger ziehen die Qualität der Forderungsbestände weiterhin in Zweifel. In einigen Volkswirtschaften, die von den Folgen der Krise weitgehend verschont blieben, haben Finanzbooms neue Schwachstellen geschaffen.

Neuartige Aufsichtsinstrumente und -maßnahmen können solche Risiken verringern. In Europa bieten die Prüfung der Bilanzqualität durch die Aufsicht, ein rigoroser Stresstest sowie die Einführung der gemeinsamen Bankenaufsicht eine einmalige Gelegenheit, das Vertrauen in den Bankensektor wiederherzustellen – und ein wichtiges Wachstumshemmnis zu beseitigen, das insbesondere den Krisenländern zu schaffen macht. Auch makroprudenzielle Instrumente werden aktiver eingesetzt. Im Zuge eines allgemeinen Trends zur Einführung nationaler makroprudenzieller Ansätze wurde innerhalb von Basel III ein antizyklisches Kapitalpolster für Banken geschaffen. Aufstrebende Volkswirtschaften verwenden andere Instrumente, um die Widerstandskraft ihrer Banken zu stärken. Noch ist allerdings offen, wie wirksam solche Maßnahmen die mit der Spätphase eines Finanzbooms verbundenen Risiken begrenzen. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen benötigen die Hilfe der Geldpolitik.

Einbehaltene Gewinne erhöhen Eigenkapitalquoten der Banken¹

Herkunft des Eigenkapitals von Banken, Veränderung von Ende 2009 bis Ende 2013, Prozent

Grafik 4



¹ Alle Zahlen sind auf Basis der Bilanzsumme per Ende 2013 gewichtete Durchschnittswerte.

Quellen: B. Cohen und M. Scatigna, „Banks and capital requirements: channels of adjustment“, *BIS Working Papers*, Nr. 443, März 2014; Bankscope; Bloomberg.

Wichtige Regulierungsreformen nähern sich ihrem Abschluss. In den Vordergrund gerückt sind jetzt die Sicherstellung einer einheitlichen Umsetzung und die Beobachtung der – beabsichtigten und unbeabsichtigten – Auswirkungen. Die neuen Regulierungsbestimmungen decken ein breites Spektrum ab, von Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen über die „too-big-to-fail“-Problematik bis hin zu Abwicklungsmechanismen, Finanzmarktinfrastrukturen und Schattenbanken. Wichtig ist nun, für eine strenge Aufsicht zu sorgen.

Ein verlässliches Finanzsystem muss mehr als nur widerstandsfähig sein. Widerstandsfähigkeit ist zwar die Grundvoraussetzung, aber es gibt noch andere wichtige Aspekte.

Als Erstes ist das Vertrauen in das Risikomanagement der Banken zu nennen. Das betrifft die gesamte Risikokultur bis hin zu den Risikomodellen. Die gemeldeten großen Diskrepanzen bei der Berechnung der risikogewichteten Aktiva deuten darauf hin, dass noch viel Raum für Inkonsistenzen und vielleicht sogar für ein Umgehen der Regeln besteht. Eine strenge Regulierung kann dieses Problem mildern. Auflagen zu den Modellannahmen können die Vergleichbarkeit verbessern und Arbitrage einschränken. Wenn zudem die Höchstverschuldungsquote rigoros kalibriert wird, kann sie ein glaubwürdiges Korrektiv zu den risikogewichteten Quoten bilden. Konsequenterweise umgesetzt können schließlich globale Mindestanforderungen das Risiko der Fragmentierung entlang von Landesgrenzen vermindern und die Glaubwürdigkeit erhöhen. Aber keine Regulierung, ob einfach oder komplex, kann eine proaktive, strenge und einschneidende Aufsicht überflüssig machen. Eine solche Aufsicht ist die beste Garantie dafür, dass solide Liquiditäts- und Eigenkapitalpolster aufgebaut werden. Und sie ist ein gutes Mittel, um eine umsichtige Risikokultur zu fördern, die Diversität und Risikosensitivität zulässt, aber Versuche, die Regeln zu umgehen, verhütet bzw. bestraft.

Ein zweiter, allgemeiner Aspekt ist die Tatsache, dass ein verlässliches Finanzsystem vom Vertrauen der Öffentlichkeit abhängt. Dieses Vertrauen ist wiederholt durch Manipulationsvorwürfe an gewissen Finanzmärkten getrübt worden. Es muss wieder hergestellt werden, wenn das Finanzsystem ordnungsgemäß funktionieren soll.



Drittens muss ein verlässliches Finanzsystem wachsam gegenüber dem ständigen Wandel an den Finanzmärkten und dem Aufkommen neuer Risiken sein. Ich habe eingangs die zusätzlichen Forschungsarbeiten erwähnt, um den Charakter von marktbasierter Finanzbooms zu untersuchen. In solchen Booms kann das Verhalten von traditionell weniger stark fremdfinanzierten Instituten wie Kapitalanlagegesellschaften durchaus finanzielle Anspannungen auslösen. Die Anreize, die das Verhalten dieser Anleger steuern, könnten zu plötzlichen, nicht linearen, hebelähnlichen Verstärkungen der Marktdynamik führen.

Es ist Zeit, aus dem Schatten der Krise herauszutreten

Der Zeitpunkt, aus dem Schatten der Krise herauszutreten, ist gekommen. Durch ein kräftigeres Wachstum bietet sich die Chance, Strukturreformen voranzutreiben und Bilanzen wieder auf eine solidere Basis zu stellen. Wir können nicht erwarten, uns mit solchen Maßnahmen beliebt zu machen. Aber sie könnten sich bereits auf kurze Sicht auszahlen, wenn sie dazu beitragen, das Vertrauen wiederherzustellen.

Jetzt ist der richtige Zeitpunkt dafür, denn das Hinauszögern jedes der drei beschriebenen Schritte ist mit Gefahren verbunden. Eine erste Gefahr ist, dass Maßnahmen aus Furcht vor Marktvolatilität und einer Destabilisierung des Finanzsektors aufgeschoben werden könnten („financial dominance“). Eine zweite Gefahr ist die fiskalpolitische Beeinflussung der Geldpolitik („fiscal dominance“), d.h. der Druck, die Politik des billigen Geldes fortzusetzen, um hohe Schuldenstände zu stützen. Eine dritte Gefahr schließlich ist die Erwartungshaltung („expectations dominance“) und konkret die Folgen unrealistischer Erwartungen bezüglich dessen, was eine Zentralbank tun kann. Sollte auch nur einer der drei Schritte misslingen, wäre der Preis in Form von wachsenden Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und der Wirtschaft hoch.

Der Schlüssel, diese drei Schritte zu meistern, liegt in einer engen internationalen Zusammenarbeit. Seit der Krise ist Basel III zum Synonym für erfolgreiche Zusammenarbeit im Bereich der Finanzregulierung geworden. Infolgedessen sind die Argumente für engere Zusammenarbeit auch in anderen Bereichen schlagkräftiger geworden. Das vergangene Jahr hat daran erinnert, dass binnenpolitische Maßnahmen wohl immer häufiger globale Auswirkungen haben. Bei den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist dies offensichtlich, es gilt aber zunehmend auch für politische Entscheidungen in großen aufstrebenden Volkswirtschaften. Es ist daher wichtiger denn je, dass wir genauer verstehen, wie sich in einer stark verflochtenen Welt die Maßnahmen eines Landes auf andere auswirken. Die BIZ ist bereit, hierzu einen Beitrag zu leisten und diese Zusammenarbeit im Bereich der Währungs- und Finanzstabilität zu fördern.