



## Eine neue, längerfristige Sichtweise

Ansprache von Jaime Caruana

Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank

Basel, 28. Juni 2015

Guten Morgen, meine Damen und Herren

Ich begrüße Sie herzlich zur Präsentation des diesjährigen Jahresberichts der BIZ. Der Bericht stellt unseren Beitrag zur laufenden Debatte der politischen Entscheidungsträger, des privaten Sektors und wissenschaftlicher Kreise über die Weltwirtschaft nach der Krise dar.

Als Erstes werde ich vier Beobachtungen aus dem Jahresbericht aufgreifen. Sie alle weisen auf die Notwendigkeit hin, eine längerfristige Sichtweise einzunehmen – eine Sichtweise, die es gestattet, die Finanzwirtschaft stärker in unsere Analyse der Weltwirtschaft einzubeziehen. Danach werden Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, jeweils einige dieser Punkte näher ausführen.

## Die derzeitigen sehr niedrigen Zinsen stellen kein neues Gleichgewicht dar

Lassen Sie mich mit einer Beobachtung anfangen, die sich auf die Frage bezieht, ob die sehr niedrigen oder sogar negativen Zinsen die „neue Normalität“ darstellen.

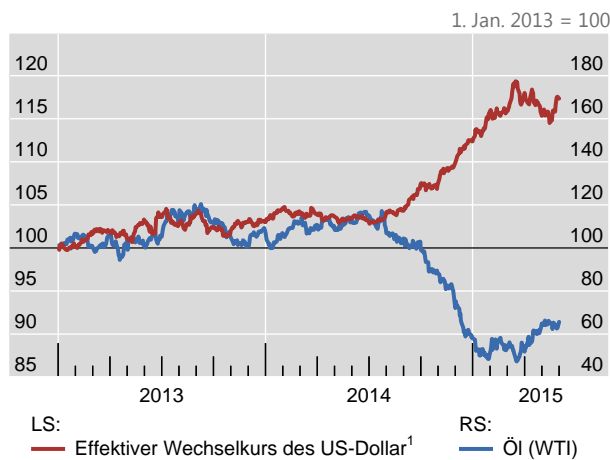
Im vergangenen Jahr haben drei Entwicklungen an den globalen Märkten das Verhältnis von wirtschaftlichen und finanziellen Risiken verändert. Im zweiten Halbjahr 2014 sind die Ölpreise in Dollar gerechnet um rund 50% gefallen, und der US-Dollar hat auf breiter Basis kräftig aufgewertet (Grafik 1 links). Die wohl außergewöhnlichste Entwicklung war jedoch, dass die langfristigen Zinssätze weiter sanken, an einigen Märkten sogar in den negativen Bereich (Grafik 1 rechts). In den ersten fünf Monaten 2015 wurden Staatsschuldtitel – vorwiegend europäische – im Durchschnittswert von rund \$ 2 Billionen zu negativen Renditen gehandelt.

Diese Entwicklungen spiegeln den Wandel der Einschätzung der weltweiten Wirtschaftsaussichten durch die Marktteilnehmer wider: veränderte Erwartungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften, Unsicherheit über die divergierenden geldpolitischen Maßnahmen der wichtigsten Volkswirtschaften sowie Besorgnis über ungelöste wirtschaftliche Probleme auf lange Sicht.

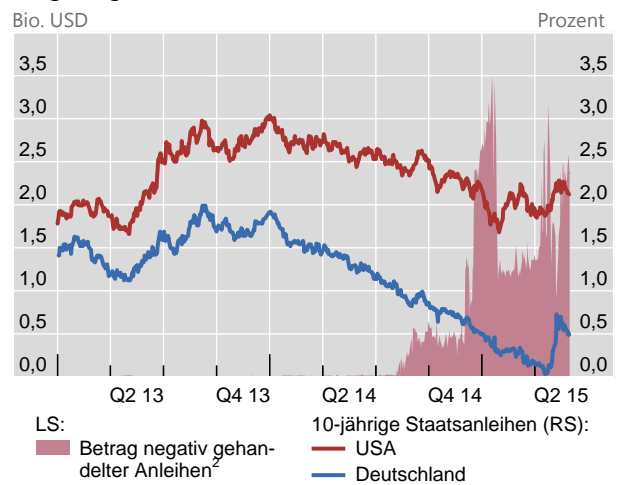
## Drei bedeutende Entwicklungen an den globalen Märkten

Grafik 1

## Öl und der US-Dollar



## Langfristige Zinssätze



<sup>1</sup> Breite BIZ-Indizes für nominale effektive Wechselkurse. Ein Rückgang (Anstieg) zeigt eine Abwertung (Aufwertung) der Währung auf handelsgewichteter Basis an. <sup>2</sup> Gesamtbetrag der mit negativer Rendite gehandelten Staatsanleihen; Basis: Anleihen im globalen Staatsanleiheindex von Merrill Lynch, Durchschnitt von Ende Januar 2015 und Ende Mai 2015.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; nationale Angaben; BIZ; Berechnungen der BIZ.

Es überrascht nicht, dass die Märkte die Lage neu einschätzen. Trotz aller Bemühungen, aus dem Schatten der Finanzkrise hervorzutreten, sind die Bedingungen in der Weltwirtschaft noch weit von der Normalität entfernt. Der Aufbau von Verschuldung und finanziellen Risiken, die Abhängigkeit der Finanzmärkte von den Zentralbanken sowie das Fortdauern niedriger Zinssätze – all dies scheint zur Routine geworden zu sein. Aber auch wenn etwas zur Routine geworden ist, heißt das noch nicht, dass es normal ist.

Sieben Jahre nach der weltweiten Finanzkrise bleibt der Maßnahmen-Mix sehr unausgewogen. Es wird weiterhin zu sehr auf monetäre Impulse abgestellt, während die Fortschritte bei strukturellen Reformen nach wie vor unzureichend sind. Die Zielkonflikte für die Entscheidungsträger sind ganz gewiss nicht kleiner geworden.

Möglicherweise sind tatsächlich sehr langfristige Triebkräfte am Werk, die die Gleichgewichtszinsen nach unten drücken. Aber selbst dann ist die derzeitige Konstellation sehr niedriger Sätze unseres Erachtens weder unvermeidlich, noch stellt sie ein neues Gleichgewicht dar. Vielmehr könnten darin in erheblichem Ausmaß die Mängel der heutigen analytischen Ansätze und politischen Handlungsrahmen im Umgang mit finanziellen Auf- und Abschwüngen zum Ausdruck kommen. Claudio Borio wird diesen Punkt und die Folgen für die Weltwirtschaft noch näher erläutern.

Unsere Schlussfolgerung ist, dass eine geldpolitische Normalisierung zu begrüßen wäre. Alles in allem geben die sinkenden Ölpreise der Weltwirtschaft einen erheblichen Wachstumsimpuls. Dieser Auftrieb könnte eine stetige Normalisierung der Geldpolitik unterstützen, natürlich unter gebührender Berücksichtigung landesspezifischer Bedingungen. Die Normalisierung könnte auf kurze Sicht eine gewisse Volatilität auslösen, würde aber auf längere Sicht zur Begrenzung von Risiken beitragen.

## Finanzbooms haben Folgen für die Realwirtschaft

Meine zweite Beobachtung betrifft die schädliche Wirkung, die Finanzbooms auf das Produktivitätswachstum haben können. Konkret geht es um unsere Analyse, wie Finanzbooms möglicherweise zum beobachteten Rückgang des Produktivitätswachstums beigetragen haben, insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die einen Finanzboom erlebten (Grafik 2 links).

Im vergangenen Jahr verzeichnete die Weltwirtschaft Wachstumsraten, die nicht weit von ihrem langfristigen Durchschnitt entfernt sind. Die Investitionen der Unternehmen sind jedoch schwach geblieben, trotz eines Booms bei Fusionen und Übernahmen sowie bei mit Anleihen finanzierten Aktienrückkäufen. Die Risikoübernahme ist an den Finanzmärkten offensichtlicher als in der Realwirtschaft, und das Wachstum der Arbeitsproduktivität hat sich erneut weltweit verlangsamt.

Wir haben häufig den BIZ-Standpunkt erörtert, dass Bilanzrezessionen anders sind, weil sie mit dem Platzen einer Finanzblase verbunden sind. Die negativen Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage sind klar. Aber wie steht es mit der Produktionskapazität der Wirtschaft?

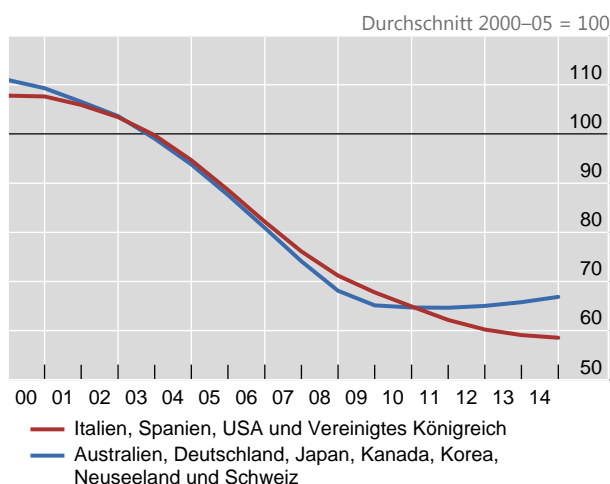
Neueste Forschungsarbeiten der BIZ belegen, dass Finanzbooms tendenziell das Produktivitätswachstum untergraben, denn sie verschieben Arbeitskräfte und andere Produktionsfaktoren in Sektoren mit langsam wachsender Produktivität. Anders als in gewöhnlichen Rezessionen hat diese Fehlallokation des Faktors Arbeit langanhaltende negative Auswirkungen auf die Gesamtproduktivität – und damit auf das Produktionspotenzial nach einer Finanzkrise.

Der ökonomische Grundgedanke ist folgender: In einem normalen Konjunkturzyklus werden die während der Rezession freigesetzten Arbeitskräfte wieder eingestellt, wenn sich die Wirtschaft erholt. Hingegen ist nicht zu erwarten, dass die während des Finanzbooms künstlich aufgeblähten Branchen nach einer Bilanzrezession wieder zum vorherigen Geschäftsumfang zurückkehren. Die fehlplatzierten

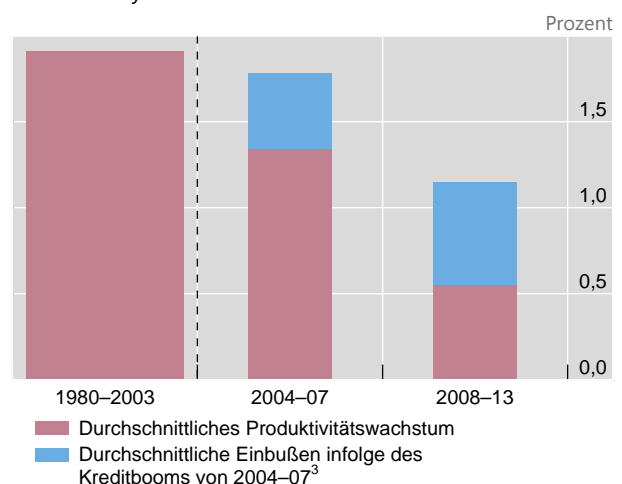
### Finanzzyklen tragen zu geringerem Produktivitätswachstum bei

Grafik 2

Trends bei der Zunahme der Arbeitsproduktivität<sup>1</sup>



Produktivitätstrends in Volkswirtschaften mit Finanzzyklen<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Jährliches BIP-Wachstum je Beschäftigten berechnet anhand eines Hodrick- Prescott-Filters (HP-Filter). Die Gesamtgröße ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt des Trendwachstums auf der Basis des BIP zu aktuellen Kaufkraftparitäten. <sup>2</sup> Untersuchte Volkswirtschaften: Dänemark, Frankreich, Irland, Italien, Schweden, Spanien, USA, Vereinigtes Königreich. <sup>3</sup> Berechnet anhand der durchschnittlichen Wachstumsrate des Verhältnisses Kreditvolumen/BIP in den Jahren 1994-2004.

Quellen: EU KLEMS; IWF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook* und STAN; Conference Board, *Total Economy Database*; GGDC 10-Branchen-Datenbank; BIZ; Berechnungen der BIZ.



Arbeitskräfte müssen aus diesen Branchen in andere Bereiche der Wirtschaft umgelenkt werden, was in der Regel viel länger dauert. Der daraus entstehende Schaden für die Gesamtproduktivität und damit für das Produktionspotenzial nach einer Finanzkrise kann recht lange anhalten.

Gewiss, hinter dem tendenziellen Rückgang des Produktivitätswachstums stehen noch andere Faktoren. Aber worauf wir hier hinauswollen: Vergangene Finanzbooms haben möglicherweise mehr bewirkt, als diese anderen Faktoren zu verschleiern. Vielmehr könnten sie durch Fehlallokationen von Ressourcen ihrerseits zum Rückgang beigetragen haben. Dieser Aspekt sollte unbedingt genauer untersucht werden.

Sind die Auswirkungen von Finanzbooms auf die Produktivität signifikant? Unsere Zahlen legen nahe, dass dem so ist. Die Analyse umfasst eine Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften, die vor Ausbruch der Finanzkrise einen Kreditboom verzeichneten. Unseren Schätzungen zufolge verringerte sich ihr Produktivitätswachstum während des Booms der Jahre 2004 bis 2007 um durchschnittlich etwa 0,4 Prozentpunkte pro Jahr verglichen damit, was ohne diesen Boom geschehen wäre – das heißt, wenn das Kreditvolumen im Verhältnis zum BIP mit der Durchschnittsrate des Jahrzehnts vor dem Boom gewachsen wäre (Grafik 2 rechts). Noch auffallender ist, dass dieser Effekt anhält, wenn nach dem Boom der Einbruch folgt. Gemäß unseren Schätzungen verringerte sich Produktivitätswachstum dieser Länder im Zeitraum 2008–13 um durchschnittlich 0,6 Prozentpunkte pro Jahr verglichen damit, was geschehen wäre, wenn es keinen Boom gegeben hätte. Für diesen letztgenannten Zeitraum ist die geschätzte Einbuße sogar in etwa so hoch wie das tatsächliche Produktivitätswachstum selbst.

Die wichtigste Erkenntnis aus dieser Analyse ist, dass wir der Angebotsseite mehr Aufmerksamkeit schenken müssen. Maßnahmen zur Nachfragesteuerung können nicht an die Stelle von Maßnahmen zur Behebung von angebotsseitigen Mängeln treten, die die Nachfrage hemmen und das Wachstum bremsen. Die Rückkehr zu einem kräftigen und nachhaltigen Wachstum erfordert eine vertiefte Analyse der angebotsseitigen Bedingungen, die zwangsläufig in jedem Land anders sind. Sie erfordert überdies ein entschlossenes Vorantreiben struktureller Reformen.

Und wie steht es mit den Volkswirtschaften, die von der Finanzkrise weitgehend verschont blieben? Dazu gehören einige kleinere fortgeschrittene Volkswirtschaften sowie zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften. Auch für sie kann die Beziehung zwischen dem Finanzboom und dem Rückgang des Produktivitätswachstums durchaus von Belang sein. Viele dieser Volkswirtschaften haben einen kräftigen Kreditboom verzeichnet und dabei einen Punkt erreicht, wo die Kombination eines solchen Booms mit schwächerem Wachstum zum Entstehen inländischer und außenwirtschaftlicher Schwachstellen geführt hat.

In mancher Hinsicht sind die aufstrebenden Volkswirtschaften heute widerstandsfähiger als in den 1980er und 1990er Jahren, als viele von ihnen mit finanziellen Anspannungen kämpften. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich verbessert, die Wechselkurse sind flexibler geworden, die Infrastruktur des Finanzsystems ist solider geworden und die Aufsicht strenger. Die Entwicklung von Anleihemärkten in Landeswährung hat die aufstrebenden Volkswirtschaften von der „Erbsünde“ der Mittelaufnahme in Fremdwährung befreit. Umfangreichere Währungsreserven haben die Sicherheitsvorkehrungen verstärkt.

Doch es ist nicht alles in bester Ordnung. Flexible Wechselkurse und eine florierende Wirtschaft reichen möglicherweise nicht aus, um diese Länder umfassend vor externen Schocks zu schützen. Zwar hat die Fremdwährungsverschuldung im Verhältnis zum BIP abgenommen, doch konzentriert sie sich auf den Unternehmenssektor, wo Währungsinkongruenzen schwieriger zu erkennen sind und sich unmittelbar auf Investitionen und Beschäftigung auswirken können. Die Rolle der Zentralbanken ist in diesem Fall nicht einfach, da Devisenreserven womöglich nicht leicht mobilisiert werden können, um Liquiditätsengpässen in bestimmten Sektoren zu begegnen oder um die Landeswährung oder den Anleihemarkt zu stützen. Und die Verlagerung von der Bankfinanzierung zur Finanzierung durch



Nichtbanken könnte die Marktdynamik auf noch unbekannte Weise verändert haben. Auf diesen letzten Punkt werde ich noch zurückkommen.

## Lang andauernde niedrige Zinsen haben Folgen für die Finanzbranche

Lassen Sie mich nun zur dritten Beobachtung kommen: den potenziellen Risiken, wenn der Preis der Verschuldung allzu lange niedrig ist – etwas, das wir hier in der BIZ schon häufig diskutiert haben.

Damit das ganz klar ist: Unsere Hauptsorge gilt dem Andauern der sehr niedrigen Zinsen. Diese Dauerhaftigkeit gibt den Wirtschaftsakteuren einen Anreiz, ihr Verhalten zu ändern, und sie gibt Verschuldung und Risiken Zeit, sich aufzubauen – vielleicht so gemächlich, dass dies weitgehend unbemerkt erfolgt.

Heute möchte ich mich auf zwei bestimmte Aspekte konzentrieren: Der eine betrifft die Frage, welche Bedeutung dies alles für die zentralen Geschäftsmodelle im Finanzsektor hat, der andere betrifft die Auswirkungen für Liquidität und Marktrisiko.

Sehr niedrige Zinsen über sehr lange Zeit können die Intermediationsfähigkeit der Banken beeinträchtigen. Sie machen die Fristentransformation und die langfristige Kreditvergabe weniger rentabel und lassen den Marktwert des Retail-Bankgeschäfts schrumpfen.

Die gute Nachricht ist, dass die großen internationalen Banken jetzt über solidere Strukturen verfügen, da ihre Gewinne die regulatorischen Eigenkapitalquoten steigen ließen. Das harte Kernkapital nahm im Zeitraum 2011–14 um 45% zu (Grafik 3 links). Die weniger gute Nachricht lautet, dass die Banken noch nicht wieder das volle Vertrauen der Märkte genießen. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis großer Banken aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften pendelt nach wie vor um den Wert 1, was etwa der Hälfte des Verhältnisses – oder noch weniger – bei Nichtfinanzunternehmen entspricht. In diesen niedrigen Bewertungen spiegelt sich möglicherweise Unsicherheit in Bezug auf die Geschäftsmodelle der Banken wider, einschließlich Zweifeln darüber, wie sie damit leben sollen, wenn die Renditenstrukturkurven für lange Zeit sehr niedrig und flach bleiben.

Darüber hinaus sind die Banken höheren Zinsänderungsrisiken und auch Kreditrisiken ausgesetzt. Die Steuerung der Risiken hartnäckig niedriger Zinsen für die Finanzstabilität sowie die Beibehaltung ihrer Risikosensitivität muss für die Banken vorrangig sein. Aufsichts- und Regulierungsinstanzen sind sich dieser Risiken bewusst. Angemessenen Sicherheitsvorkehrungen gegen das Zinsänderungsrisiko im Anlagebuch kommt in diesem Zusammenhang große Bedeutung zu.

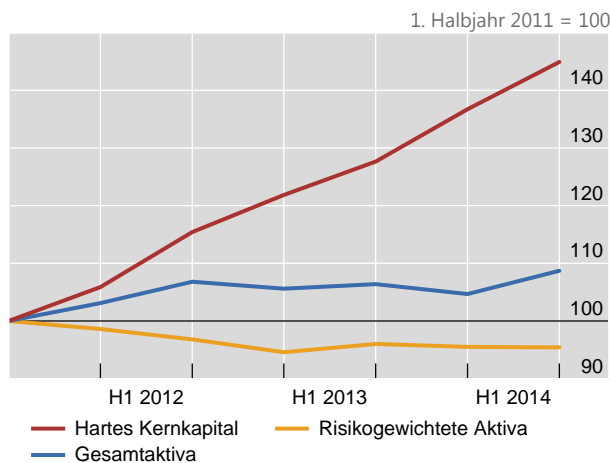
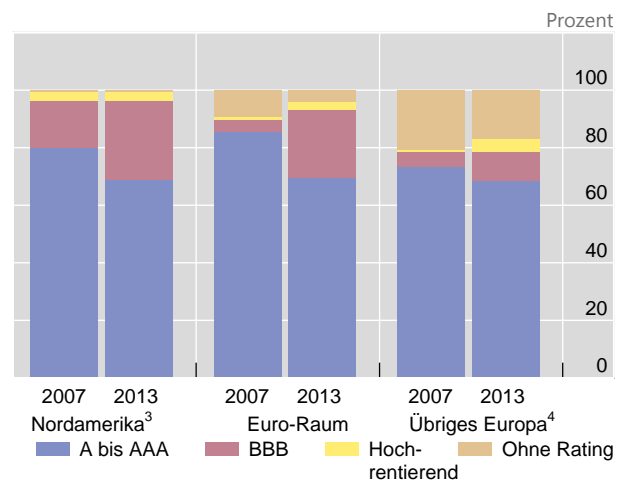
Noch stärker sind die Auswirkungen auf Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, da ihre Verbindlichkeiten sehr langfristig sind. Angesichts der erheblichen Zunahme ihrer Verbindlichkeiten und rückläufiger Renditen experimentieren Versicherungsgesellschaften mit neuen und risikoreicheren Anlagestrategien. In den Anlageportfolios von nordamerikanischen und europäischen Gesellschaften stieg der Anteil der Anleihen mit einem Rating unter A im Zeitraum 2007–13 von rund 20% auf 30% (Grafik 3 rechts). Und zunehmend haben sie damit begonnen, Risiken an ihre Kunden weiterzugeben. Der Druck auf ihre Finanzkraft könnte jedoch anhalten.

In Kombination mit dem demografischen Wandel hat das Finanzmarktumfeld die Pensionsfonds stark unter Druck gesetzt. Der Deckungsgrad hat sich auf beiden Seiten des Atlantiks gegenüber den Niveaus vor der Krise verschlechtert. Beispielsweise betrug der Deckungsgrad der Pensionsfonds von großen Unternehmen Ende 2014 häufig nur noch rund 80%. Die Pensionsfonds haben auf solche Defizite mit aggressiveren Anlagestrategien reagiert, Positionen in traditionellen Risiken abgebaut und sich stärker in alternativen Anlagen engagiert.

Aber das Problem des demografischen Wandels geht tiefer. Wächst die Zahl der Menschen, die sich über ihren Ruhestand Sorgen machen, dann könnten niedrige Renditen auf Ersparnisse und die Verlagerung von Anlagerisiken auf die privaten Haushalte dazu führen, dass vorsorglich mehr gespart und weniger konsumiert wird. Ebenso wirken Deckungslücken in Betriebsrentenplänen auf die Unternehmen fast wie ein Schuldenüberhang, was ihre Fähigkeit, neue Investitionen zu tätigen, einschränkt. Diese Verhaltensänderungen könnten unsere traditionelle Sichtweise makroökonomischer Beziehungen in einer Weise in Frage stellen, die vertiefter Analyse bedarf.

## Banken haben mehr Eigenkapital, Versicherungsgesellschaften tätigen riskantere Anlagen

Grafik 3

 Entwicklung des regulatorischen Eigenkapitals der Banken<sup>1</sup>

 Kreditrisiko<sup>2</sup>


<sup>1</sup> Gemäß Definitionen von Basel III. International tätige Banken mit Kernkapital von über € 3 Mrd. <sup>2</sup> Anlagen von Versicherungsgesellschaften nach Rating, in Prozent der risikobehafteten Wertpapiere. <sup>3</sup> Kanada und die USA. <sup>4</sup> Dänemark, Norwegen, Schweiz, Vereinigtes Königreich.

Quellen: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Basel III Monitoring Report*; SNL; Berechnungen der BIZ.

Der zweite Aspekt, den ich unter die Lupe nehmen will, ist der Wandel bei den Kanälen der Finanzintermediation. Kapitalmärkte und Kapitalanlagegesellschaften gewinnen an Bedeutung. Weltweit erreichten die verwalteten Mittel 2013 den Betrag von \$ 75 Billionen, mehr als doppelt so viel wie vor 10 Jahren. Und die Branche weist eine hohe Konzentration auf: Auf die 20 größten Kapitalanlagegesellschaften entfallen 40% der Gesamtaktiva.

Angesichts des allgegenwärtigen Renditestrebens der Anleger besteht ein spezifisches Problem in den Risiken für die Marktliquidität. Volatilitätsschübe an den Märkten haben im vergangenen Jahr ein Schlaglicht auf die Fragilität der Marktliquidität geworfen. Mit Regulierungen wurde versucht, eine bessere Preisbildung und Steuerung der Liquiditätsrisiken zu fördern. Aber die Bestände an Schuldtiteln sind gewachsen, und die Handelsvolumina sind kleiner geworden. Würde die Liquiditätsillusion vermieden und die Widerstandsfähigkeit der Marktteilnehmer gegenüber Liquiditätsschocks gestärkt, wäre es weniger wahrscheinlich, dass solche Schocks die systemweite Liquidität überhaupt zum Versiegen bringen könnten. Die politischen Entscheidungsträger können überdies Anreize für das Halten von Liquidität setzen – z.B. indem sie regelmäßige Liquiditätsstresstests fördern und davor warnen, reichliche Liquidität als etwas Selbstverständliches zu betrachten.

Diese Entwicklungen stellen die Entscheidungsträger vor mindestens zwei Herausforderungen. Die eine besteht darin, in Erfahrung zu bringen, wie stark Kapitalanlagegesellschaften Liquiditäts- und Marktrisiken ausgesetzt sind. Insbesondere können einige ihrer Praktiken dazu führen, dass sie wie mit



Fremdmitteln operierende Investoren agieren, selbst wenn ihre tatsächliche Fremdfinanzierung in Form von Schulden relativ gering ist. Die Frage ist, ob und in welchem Ausmaß die so entstehende Dynamik zu systemweiten Liquiditätsproblemen führen kann. Die andere Herausforderung besteht darin, genau zu erkennen, was die Aufsicht – ob auf Mikro- oder Makroebene – für sich allein tun kann und was nicht: Die Auswirkungen der derart lange andauernden niedrigen Zinssätze auf die Finanzstabilität sind zu tiefgreifend und betreffen ein breites Spektrum von Märkten und Instituten.

## Der tote Winkel des internationalen Währungs- und Finanzsystems

Das vierte und letzte Thema, das ich aufgreifen möchte, sind die Mängel des internationalen Währungs- und Finanzsystems und das Potenzial für Spillover- und Rückkopplungseffekte.

Die Aufwertung des US-Dollars im vergangenen Jahr ist eines der offensichtlichsten Zeichen dafür, dass sich die globalen Anpassungsmuster wandeln. Sie bringt mehrere Mechanismen ins Spiel, die internationale Spillover-Effekte ausgelöst haben.

Einer davon ist die Wechselwirkung von geldpolitischen Systemen. Die Geldpolitik der wichtigsten Länder beeinflusst die finanziellen Rahmenbedingungen in anderen Teilen der Welt. Dies geschieht auf direktem Weg, denn die wichtigsten Währungen – allen voran der US-Dollar – werden weltweit intensiv genutzt. Und es geschieht indirekt, wenn sich ein Land gegen eine unerwünschte Aufwertung seiner Währung stemmt. Infolgedessen werden die Leitzinssätze weltweit niedriger gehalten, als nach den üblichen Maßstäben nötig wäre (Grafik 4 links).

Wenn dann die Länder an den Devisenmärkten intervenieren, werden die globalen Anleiherenditen weiter nach unten gedrückt, sobald der Erlös in auf Reservewährungen lautende Aktiva angelegt wird. Zentralbanken und andere öffentliche Stellen halten inzwischen rund 40% der Staatsanleihebestände in den wichtigsten Reservewährungen. Dies hat dazu geführt, dass die weltweiten Anleihemärkte empfindlicher auf geldpolitische Maßnahmen reagieren (Grafik 4 rechts).

Ein anderer Mechanismus besteht in den Wechselwirkungen von Finanzsystemen. Kapital bewegt sich frei zwischen Währungen und über Landesgrenzen hinweg. Dies hat zu Wellen von günstigen Finanzierungen an den internationalen Märkten geführt. Bei verschiedenen Gelegenheiten haben wir bereits den Begriff der „globalen Liquidität“ diskutiert. Hyun Shin wird auf diese finanziellen Wechselwirkungen und die Notwendigkeit, Spillover- und Rückkopplungseffekte zu berücksichtigen, näher eingehen.

Flexible Wechselkurse sind – neben robusten Fundamentalfaktoren, solider Wirtschaftspolitik und tiefen und widerstandsfähigen Finanzmärkten – ein wichtiger Schutzfaktor. Aber ein flexibler Wechselkurs kann ein Land nicht vollständig vor den internationalen Auswirkungen der Geldpolitik großer Volkswirtschaften abschirmen. Er bietet auch keinen 100-prozentigen Schutz vor allgemeinen globalen Faktoren, die in den nationalen finanziellen Rahmenbedingungen eine immer größere Rolle spielen, wie z.B. Veränderungen der Risikoaversion großer Kapitalanlagegesellschaften.

Die derzeitige Lage veranschaulicht die Existenz eines toten Winkels im internationalen Währungs- und Finanzsystem. Das System ist nicht imstande, den Aufbau oder die Übertragung internationaler finanzieller Ungleichgewichte zu begrenzen. Im Wesentlichen kommt in diesem Element inhärenter Instabilität ein Maßnahmen-Mix mit zu engem nationalem Fokus in einer Welt freier Kapitalströme zum Ausdruck.

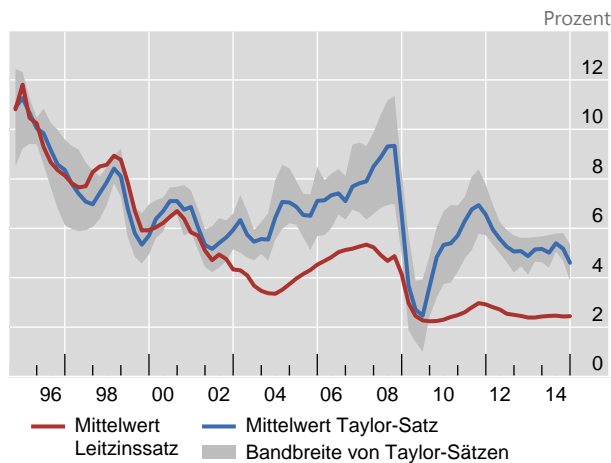
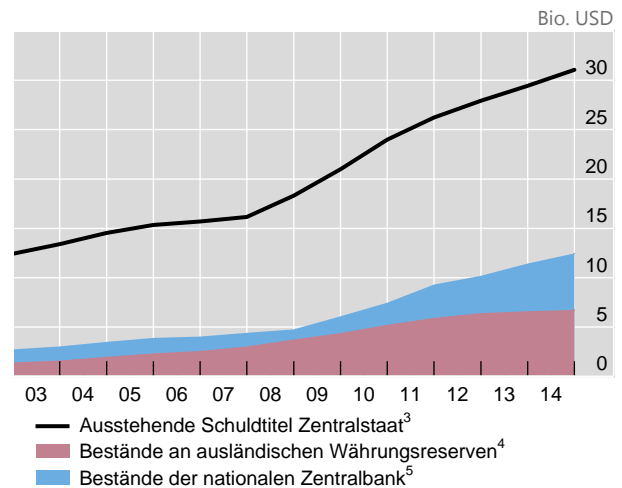
Diesbezüglich stellt sich konkret die Frage, ob wir womöglich das Ausmaß potenzieller Rückkopplungseffekte, namentlich aus aufstrebenden Volkswirtschaften, unterschätzen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften erzeugen heutzutage, in Kaufkraftparität gemessen, die Hälfte der weltweiten Wirtschaftsleistung. Auf Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften entfallen 20% des Auslands-



engagements der Banken, die Daten für die BIZ-Bankgeschäftsstatistiken melden, und 14% der umlaufenden Schuldtitel. Das sind alles andere als „quantités négligeables“.

## Spillover-Effekte drücken weltweit auf Zinssätze

Grafik 4

Taylor-Regel: global<sup>1</sup>Offizielle Bestände an Staatspapieren<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis der Kaufkraftparitäten von 2005. Einzelheiten siehe BIZ, 85. Jahresbericht, Grafik V.3. <sup>2</sup> Umfasst den Euro-Raum, Japan, die USA und das Vereinigte Königreich; Euro-Raum, Japan und Vereinigtes Königreich: zu konstanten Wechselkursen von Ende 2014 in US-Dollar umgerechnet. <sup>3</sup> USA: gesamte marktfähige Schatzpapiere, ohne Agency-Titel. <sup>4</sup> Für Reserven in Euro und Yen wird angenommen, dass 80% auf Staatsschuldtitel entfallen; für Reserven in US-Dollar wurden die von US Treasury International Capital System gemeldeten Bestände verwendet, für Reserven in Pfund Sterling die Bestände ausländischer Zentralbanken. <sup>5</sup> Euro-Raum: Staatsschuldtitelbestände der nationalen Zentralbanken sowie im Rahmen des Wertpapierankaufsprogramms erworbene Bestände der EZB.

Quellen: EZB; Bank of Japan, Flow-of-Funds-Rechnung; Federal Reserve, Flow-of-Funds-Rechnung; IWF, *International Financial Statistics*, *World Economic Outlook* und COFER; Debt Management Office des Vereinigten Königreichs; Department of the Treasury der USA; CEIC; Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Was ist zu tun? Ein erster Schritt wäre, finanzielle Faktoren in den nationalen Handlungsrahmen stärker zu berücksichtigen. Damit könnten mögliche Spillover-Effekte an der Quelle eingedämmt werden.

Aber einiges spricht dafür, weiter zu gehen und zu versuchen, internationale Spillover- und Rückkopplungseffekte sowie die wirtschaftspolitischen Wechselwirkungen besser zu internalisieren. Das ist ein viel schwierigerer Schritt, denn wir müssen erst noch einen analytischen Rahmen entwickeln, um diese Faktoren angemessen in die Geldpolitik integrieren zu können.

Zudem besteht zweifellos Spielraum für mehr internationale Zusammenarbeit, nicht im Sinne einer formellen Koordination geldpolitischer Entscheidungen – darum geht es hier nicht –, sondern im Sinne eines Informationsaustauschs und des von allen geteilten Bewusstseins für die Externalitäten der inländischen Politik sowie die Dynamik von Spillover- und Rückkopplungseffekten.

Mit anderen Worten: Viel spricht für aufgeklärtes Eigeninteresse. Das bedeutet, dass es zwar gut – ja sogar vorrangig – ist, sein eigenes Haus in Ordnung zu halten. Doch noch besser ist es, mitzuhelfen, die Nachbarschaft in Ordnung zu halten, denn letztlich profitieren alle davon.

Über das aufgeklärte Eigeninteresse hinaus stellt sich natürlich die Frage, ob wir einige neue globale Spielregeln erarbeiten müssen, um etwas mehr Disziplin in der nationalen Politik zu schaffen. Aber das ist vielleicht eine Frage, mit der wir uns später einmal befassen werden.





## Zusammenfassung

Lassen Sie mich zusammenfassen: Wir sollten die außergewöhnlich niedrigen Zinssätze nicht als „neue Normalität“ hinnehmen. Andernfalls besteht nämlich die Gefahr, der Auffassung Vorschub zu leisten, dass sie das einzige Mittel wären, um den derzeitigen Herausforderungen zu begegnen. Dadurch könnte sich die Schwäche verfestigen, eine Normalisierung könnte noch schwieriger werden, und nicht zuletzt könnte sich der Handlungsspielraum im Falle neuer Schocks weiter verringern.

Vielmehr spricht alles für eine neue Sichtweise – eine, die längerfristig, makrofinanziell und global ist. Aus einer solchen Sicht treten die Kosten des derzeitigen unausgewogenen Maßnahmen-Mix deutlicher zutage. Wenn die eigentlichen Probleme nicht entschlossen angegangen werden, könnte der kurzfristig erzielte Erfolg teuer erkaufte sein – mit Fehlallokationen von Ressourcen, schädlichen finanziellen Auf- und Abschwüngen, einem geschwächten Finanzsektor sowie verschärften Mängeln im internationalen Währungs- und Finanzsystem.

All dies bedeutet, denjenigen Reformen mehr Gewicht zu geben, die Wachstumshindernisse beseitigen, eine effiziente Ressourcenallokation unterstützen und das Produktivitätswachstum wiederherstellen. Damit würde auch die Geldpolitik entlastet und der Weg zu einer stetigen Normalisierung geebnet.

Lassen Sie mich zum Schluss noch etwas über unsere unvollständige Kenntnis der Dynamik an den Finanzmärkten und ihrer Wechselwirkung mit der Realwirtschaft sagen. Wenn wir diese längerfristige, makrofinanzielle und globale Sichtweise entwickeln wollen, müssen wir unsere Analyseinstrumente weiter verbessern, um die Wechselwirkungen der nationalen Währungs- und Finanzsysteme besser zu verstehen, um uns der beabsichtigten und unbeabsichtigten Folgen nationaler Maßnahmen bewusst zu sein und letztlich auch um unseren politischen Handlungsrahmen zu verbessern.