

## BIZ: Gefährliche Routine

### Description

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sieht die Weltwirtschaft in einer schwierigen Situation: Im jüngsten, dem 85. Jahresbericht der Institution, heißt es, weltweit sehr niedrige Zinsen für eine außerordentlich lange Zeit seien das "offensichtlichste Symptom einer größeren Malaise".

Die sehr niedrigen oder sogar negativen Zinsen stellen keine „neue Normalität“ dar, sagte der Generaldirektor der BIZ, Caruana. Die langfristigen Zinssätze sind immer weiter gesunken – an einigen Märkten sogar in den negativen Bereich. In den ersten fünf Monaten 2015 wurden Staatsschuldtitel –vorwiegend europäische– im Durchschnittswert von rund 2 Bill. Dollar zu negativen Renditen gehandelt.

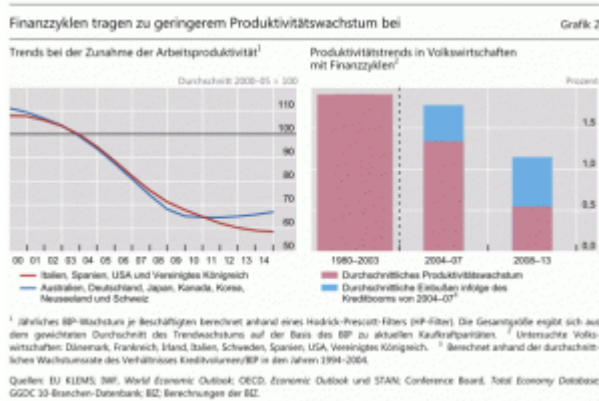
Der Aufbau von Verschuldung und finanziellen Risiken, die Abhängigkeit der Finanzmärkte von den Zentralbanken sowie das Fortdauern niedriger Zinssätze – all dies ist zur Routine geworden. Aber deswegen muss es noch lange nicht normal sein.



Trotz aller Bemühungen, aus dem Schatten der Finanzkrise hervorzutreten, sind die Bedingungen in der Weltwirtschaft noch weit von der Normalität entfernt. Sieben Jahre danach bleibt der Maßnahmen-Mix sehr unausgewogen. Es wird weiterhin zu sehr auf monetäre Impulse abgestellt, die Fortschritte bei strukturellen Reformen sind hingegen nach wie vor unzureichend. Eine Normalisierung dürfte auf kurze Sicht zwar eine gewisse Volatilität auslösen, würde aber auf längere Sicht Risiken begrenzen helfen.

Finanzbooms haben eine schädliche Wirkung auf das Produktivitätswachstum, denn es ist nicht zu erwarten, dass die während des Finanzbooms künstlich aufgeblähten Branchen nach einer Bilanzrezession rasch wieder zum vorherigen Geschäftsumfang zurückkehren. Arbeitskräfte müssen aus diesen Branchen in andere Bereiche der Wirtschaft umgelenkt werden, das nimmt viel Zeit in Anspruch. Der daraus nach

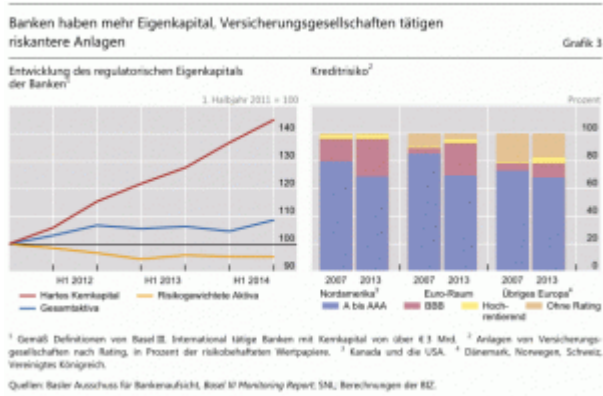
einer Finanzkrise entstehende Schaden für die Gesamtproduktivität und damit für das Produktionspotenzial kann lange anhalten und ist signifikant. So verringerte sich das Produktivitätswachstum bei Finanzbooms in fortgeschrittenen Volkswirtschaften zwischen 2004 und 2007 um durchschnittlich etwa 0,4% pro Jahr verglichen damit, wenn das Kreditvolumen im Verhältnis zum BIP mit der Durchschnittsrate des Jahrzehnts vor dem Boom gewachsen wäre. Dieser Effekt hält im dem Boom folgenden Einbruch an. So verringerte sich Produktivitätswachstum dieser Länder im Zeitraum 2008–13 um durchschnittlich 0,6% pro Jahr. Für diesen Zeitraum ist die geschätzte Einbuße sogar in etwa so hoch wie das tatsächliche Produktivitätswachstum selbst.



Der Angebotsseite muss mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden. 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 überdies ein entschlossenes Vorantreiben struktureller Reformen.

Die Hauptsorge der BIZ gilt den anhaltend sehr niedrigen Zinsen. Diese Dauerhaftigkeit führt die Wirtschaftsakteure dazu, ihr Verhalten zu ändern, und sie gibt Verschuldung und Risiken Zeit, sich weitgehend unbemerkt aufzubauen. Sehr niedrige Zinsen über sehr lange Zeit beeinträchtigen die Intermediationsfähigkeit der Banken. Sie machen die Fristentransformation und die langfristige Kreditvergabe weniger rentabel und lassen den Marktwert des Retail-Bankgeschäfts schrumpfen. Zwar verfügen die großen internationalen Banken jetzt über solidere Strukturen – das harte Kernkapital hat im Zeitraum 2011–14 um 45% zugenommen. Aber die Banken genießen noch nicht wieder das volle Vertrauen der Märkte. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis großer Banken aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften pendelt nach wie vor um den Wert 1. Bei Nichtfinanzunternehmen ist es etwa doppelt so hoch. In solch niedrigen Bewertungen spiegelt sich Unsicherheit in Bezug auf die Geschäftsmodelle der Banken und die für lange Zeit sehr niedrigen und flachen Renditenstrukturkurven wider. Damit sind die Banken auch höheren Risiken aus Zinsänderungen und Krediten ausgesetzt.

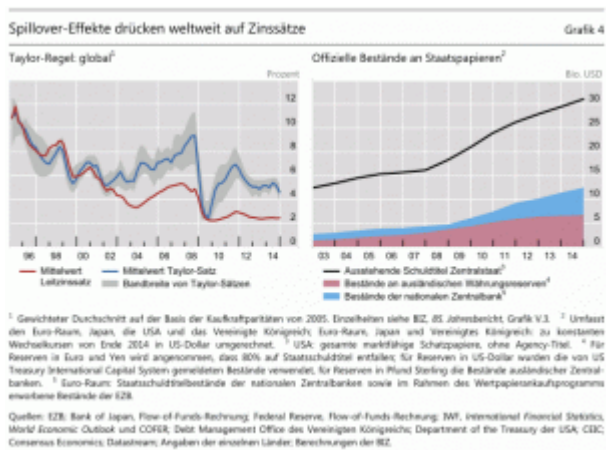
Noch stärker sind die Auswirkungen auf Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, da ihre Verbindlichkeiten sehr langfristig sind. Angesichts der erheblichen Zunahme ihrer Verbindlichkeiten bei zugleich rückläufigen Renditen experimentieren Versicherungsgesellschaften mit neuen, risikoreicheren 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%. Der Druck auf ihre Finanzkraft auch in Zusammenhang mit dem demografischen Wandel könnte jedoch anhalten. Der Deckungsgrad von Pensionsfonds 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%.



Darüber hinaus wächst in Zusammenhang mit dem demografischen Wandel die Zahl der Menschen, die sich über ihren Ruhestand Sorgen machen. Niedrige Renditen auf Ersparnisse und die Verlagerung von Anlagerisiken auf die privaten Haushalte könnten dazu führen, vorsorglich mehr zusparen und weniger zu konsumieren. Und Deckungslücken in Betriebsrentenplänen wirken auf die Unternehmen fast wie ein Schuldenüberhang, was ihre Fähigkeit einschränkt, neue Investitionen zu tätigen.

Kapitalmärkte und Kapitalanlagegesellschaften gewinnen an Bedeutung. Weltweit erreichten die verwalteten Mittel 2013 den Betrag von 75 Bill. Dollar, mehr als doppelt so viel wie vor 10 Jahren. Dazu weist die Branche 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 vor allem bei Volatilitätsschüben auftretenden Risiken für die Marktliquidität. Mit Regulierungen wurde versucht, eine bessere Preisbildung und Steuerung der Liquiditätsrisiken zu fördern. Aber die Bestände an Schuldtiteln sind gewachsen, gleichzeitig sind die Handelsvolumina kleiner geworden. Die derart lange andauernden niedrigen Zinssätze haben die Liquiditätsillusion verstärkt und die Widerstandsfähigkeit der Marktteilnehmer gegen solche Schocks geschwächt. Ihre Auswirkungen auf die Finanzstabilität sind tiefgreifend und umfassend, sie betreffen ein breites Spektrum von Märkten und Instituten.

Die Dollar-Aufwertung im vergangenen Jahr ist eines der offensichtlichsten Zeichen dafür, dass sich die globalen Anpassungsmuster wandeln. Das löst internationale Spillover-Effekte aus, 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 Dollar – werden weltweit genutzt. Und es geschieht indirekt, wenn sich ein Land gegen eine unerwünschte Aufwertung seiner Währung stemmt. Intervenieren Länder an den Devisenmärkten, werden die globalen Anleiherenditen weiter nach unten gedrückt, sobald der Erlös in auf Reservewährungen lautenden 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. Aus all diesen Gründen werden die Leitzinssätze weltweit niedriger gehalten, als nach den üblichen Maßstäben nötig wäre [\[1\]](#).



Ein flexibler Wechselkurs kann ein Land nicht vollständig vor den internationalen Auswirkungen der Geldpolitik großer Volkswirtschaften abschirmen. Er bietet auch keinen vollständigen Schutz vor allgemeinen globalen Faktoren, die in den nationalen finanziellen Rahmenbedingungen eine immer größere Rolle spielen, wie z.B. Veränderungen der Risikoaversion großer Kapitalanlagegesellschaften.

In mancher Hinsicht sind die aufstrebenden Volkswirtschaften heute widerstandsfähiger als in den 1980er und 1990er Jahren und bedeutender. So erzeugen sie heute, in Kaufkraftparität gemessen, die Hälfte der weltweiten Wirtschaftsleistung. Flexible Wechselkurse und eine florierende Wirtschaft reichen 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. Hier sind Währungsinkongruenzen schwieriger zu erkennen und sie wirken sich unmittelbarer auf Investitionen und Beschäftigung aus. Auch die Verlagerung von der Bankfinanzierung zur Finanzierung durch Nichtbanken dürfte die Marktdynamik auf verändert haben. Auf Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften entfallen 20% des Auslandsengagements der an die BIZ meldenden Banken, sowie 14% der umlaufenden Schuldtitel. Das ist alles andere als vernachlässigbar.

Das internationale Währungs- und Finanzsystem 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.

**Was ist zu tun?** Eine dreifache Neuausrichtung der nationalen und internationalen wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen ist nötig, sagt die BIZ: Man sollte sich von der "illusorischen Feinsteuerung" der Gesamtwirtschaft verabschieden und stattdessen mittelfristige Strategien zu verfolgen. Außerdem sollte die Wirtschaftspolitik die kurzfristige Produktion und Inflation weniger stark fokussieren und stattdessen die langsamer verlaufenden Finanzzyklen systematischer als bisher berücksichtigen. Schließlich müssten die Nationalstaaten einsehen, dass es heute nicht mehr genüge, das eigene Haus in Ordnung zu halten. Eine Neuausrichtung müsse sich der kostspieligen Wechselwirkungen rein nationaler ausgerichteter Maßnahmen bewusst sein.

Über das aufgeklärte Eigeninteresse hinaus stellt sich für die BIZ die Frage, ob wir einige neue globale Spielregeln erarbeiten müssen, um etwas mehr Disziplin in der nationalen Politik zu schaffen.

Im Zuge dieser Neuausrichtung plädiert die BIZ dafür, mehr auf Strukturpolitik abzustellen und damit vom schuldenfinanzierten, nachfragerorientierten Wachstumsmodell wegzukommen, das lange als "politischer und gesellschaftlicher Ersatz für produktivitätssteigernde Reformen" gedient habe. Der derzeit niedrige Ölpreis schaffe einen finanziellen Spielraum, der aus Sicht der BIZ unbedingt genutzt werden sollte. Der Geldpolitik sei viel zu lange zu viel aufgebürdet worden, moniert die Institution. "Sie muss Teil der Antwort



sein, sie kann aber nicht die ganze Antwort sein", heißt es.

[Nach einer [Rede von Jaime Caruana, Generaldirektor der BIZ](#) zur Vorstellung des Jahresberichts]

*Fußnoten:*

1. Damit wird Bezug genommen auf die Taylor-Regel, die [hier näher erläutert](#) wird. [?]