



# Globale Anpassung und wirtschaftspolitische Neuausrichtung

Ansprache von Jaime Caruana

Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank

Basel, 26. Juni 2016

Guten Morgen, meine Damen und Herren

Ich begrüße Sie herzlich zur Präsentation des diesjährigen Jahresberichts der BIZ. Mit diesem Bericht leisten wir einen Beitrag zur Debatte über die Weltwirtschaft in Politik, Privatwirtschaft und Wissenschaft. Unser Beitrag besteht in einer mittelfristigen Perspektive, die es erlaubt, den Fokus auf die zugrundeliegenden Trends zu richten, die die Weltwirtschaft prägen.

Doch zuvor möchte ich ein paar Worte zum EU-Referendum im Vereinigten Königreich sagen. Der Ausgang dieses Referendums hat zu hoher Volatilität an den Finanzmärkten geführt.

Die Zentralbanken und der private Sektor halten umfassende Notfallpläne bereit, um Störungen an den Finanzmärkten zu begrenzen. Zudem sind die Finanzsysteme aufgrund der höheren Kapital- und Liquiditätspolster im privaten Sektor inzwischen widerstandsfähiger gegenüber solchen Marktstörungen. Die Zentralbanken haben bereits signalisiert, dass sie die Lage sorgfältig beobachten und das tun werden, was zur Sicherstellung eines geordneten Funktionierens der Märkte notwendig ist. In der Vergangenheit haben die Zentralbanken rasch gehandelt. Sie sind bereit, wieder zu handeln, und sie verfügen über das erforderliche Instrumentarium.

Es dürfte eine Phase der Unsicherheiten und Anpassungen bevorstehen. Das Vereinigte Königreich ist in hohem Maße mit der Weltwirtschaft verflochten, und London ist einer der wichtigsten internationalen Finanzplätze. Ich bin zuversichtlich, dass es mit einer engen Zusammenarbeit auf globaler Ebene gelingen wird, die Unsicherheiten zu begrenzen und möglichst reibungslose Anpassungen zu gewährleisten.

Kommen wir nun zurück zum Jahresbericht der BIZ und seiner mittelfristigen Perspektive. Eines der zentralen Themen des diesjährigen Jahresberichts ist der laufende Anpassungsprozess in der Weltwirtschaft, der nun, wie gerade erwähnt, mit zusätzlichen Anpassungen konfrontiert ist. Ich werde auf die Risiken eingehen, die im Laufe der Zeit entstanden sind, und auf einige Prioritäten im Zusammenhang mit der von uns empfohlenen wirtschaftspolitischen Neuausrichtung. Am wichtigsten ist, mehr denn je, dass die Geldpolitik von aufsichtsrechtlichen, fiskalpolitischen und strukturpolitischen Maßnahmen unterstützt wird.

Im Anschluss an meine Ausführungen werden Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, jeweils einige dieser Punkte erläutern.



## Globale Anpassung

Seit unserer letztjährigen Generalversammlung ist die Weltwirtschaft weiter gewachsen – de facto entwickelte sie sich besser, als zuweilen behauptet oder vermutet wird. Zugegeben, das globale Wachstum ist ungleichmäßig verteilt und befindet sich noch immer unter dem Vorkrisenniveau. Bereinigt um demografische Trends liegt es jedoch knapp über dem langfristigen Durchschnitt. Auch die Zunahme der Beschäftigung ist vergleichsweise robust, und eine Reihe großer Volkswirtschaften weist ein Wachstum über Potenzial auf.

Gleichzeitig ist aus der aktuellen Weltwirtschaftslage abzulesen, dass der Anpassungsprozess noch nicht abgeschlossen und das Vertrauen wenig gefestigt ist. Die Zinsen sind noch weiter gefallen, der Anteil ausstehender Anleihen mit negativen Renditen ist auf neue Höchststände geklettert, und selbst vor den Marktturbulenzen der letzten Tage verzeichneten Wechselkurse und Rohstoffpreise hohe Schwankungen.

Diese Entwicklungen können als Teil eines laufenden Anpassungsprozesses der Weltwirtschaft angesehen werden, der im vergangenen Jahr deutlicher zutage getreten ist. Im Jahresbericht wird argumentiert, dass dieser Anpassungsprozess Ausdruck mehrerer zugrundeliegender Kräfte ist, die schon längere Zeit wirken.

Lassen Sie mich dies weiter ausführen. Seit der globalen Finanzkrise erleben wir einen ständigen Wechsel von finanziellen Auf- und Abschwüngen. Während in den von der Krise am stärksten betroffenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften der private Sektor langsam mit dem Schuldenabbau begann, kam es andernorts zu einem Anstieg der Verschuldung. Vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften mehrten sich die Anzeichen, dass der Finanzboom nicht tragfähig sein würde. Sein Verlauf glich jenem früherer Aufschwungphasen: Gestützt von der Schuldenaufnahme in Fremdwährung zogen die Kreditvergabe und die Immobilienpreise stark an.

Zusätzlich angetrieben wurde dieser Trend von der Entwicklung der Wechselkurse und Rohstoffpreise. Das Muster ist wohlbekannt: Ein starkes Wirtschaftswachstum in energieintensiveren aufstrebenden Volkswirtschaften heizte die Rohstoffpreise an. Die höheren Rohstoffpreise wiederum verstärkten den Finanzboom. Durch Währungsaufwertungen erschienen die Unternehmensbilanzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften robuster, und die Kreditrisikoprämien verringerten sich. In einem von weltweit reichlich verfügbarer Liquidität gekennzeichneten Umfeld wurde die Kreditaufnahme in Fremdwährung, vor allem in US-Dollar, sehr einfach und kostengünstig. Dieser sogenannte Risikoübernahmekanal des Wechselkurses wird im Jahresbericht einer eingehenden Analyse unterzogen. Hyun Shin wird in seiner Präsentation näher darauf eingehen.

Im Laufe des vergangenen Jahres begannen sich diese verschiedenen Entwicklungen umzukehren. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften steuerte der inländische Finanzzyklus allmählich seinem Höhepunkt zu. Das Wachstum verlangsamte sich, die Rohstoffpreise begannen zu fallen. Die von tatsächlichen und erwarteten geldpolitischen Entscheidungen in den USA gestützte Aufwertung des US-Dollars führte vor allem für hoch in Dollar verschuldete Kreditnehmer zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Überdies kam es zu einer Interaktion dieser Marktverschiebungen mit den im Laufe der Zeit entstandenen Anfälligkeiten.

## Die Herausforderungen der „riskanten Dreierkonstellation“ meistern

Der diesjährige Jahresbericht analysiert drei grundlegende Risiken für die Weltwirtschaft. Diese „riskante Dreierkonstellation“ wurde maßgeblich von den Finanzzyklen beeinflusst:



- Das erste Risiko besteht in der steigenden Verschuldung, und zwar sowohl im privaten Sektor (v.a. in den aufstrebenden Volkswirtschaften) als auch im öffentlichen Sektor in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo die Regierungen die Auswirkungen der Finanzkrise abzufedern suchten.
- Das zweite Risiko besteht in einem niedrigeren Produktivitätswachstum. Der Rückgang des Produktivitätswachstums ist eine komplexe Angelegenheit und auf zahlreiche Faktoren zurückzuführen. Einer dieser Faktoren ist der Finanzzyklus. Im Zuge von Finanzbooms fließen zu viele Ressourcen in Sektoren, die zwar expandieren, aber ein niedriges Produktivitätswachstum aufweisen, beispielsweise in den Bausektor. Im Abschwung braucht es dann Zeit, bis diese Fehlallokation von Ressourcen wieder korrigiert wird. Diese Effekte können unserer Analyse zufolge signifikant und länger anhaltend sein.
- Das dritte Risiko ist der schwindende wirtschaftspolitische Handlungsspielraum. Er resultiert aus asymmetrischen und unausgewogenen politischen Maßnahmen. Die Politik hat nichts – oder nicht genug – gegen Kreditbooms unternommen, im Zuge des Abschwungs aber für anhaltende Lockerung gesorgt.

Diese riskante Dreierkonstellation birgt drei große Gefahren: Erstens entsteht mit den ihrem Höhepunkt zustrebenden Finanzzyklen und der Verschlechterung der globalen Liquiditätsbedingungen eine instabile wirtschaftliche Lage. Anzeichen dafür gab es schon in der zweiten Jahreshälfte 2015 und Anfang 2016, als die Schuldenaufnahme in Fremdwährung in den aufstrebenden Volkswirtschaften ihren Höhepunkt erreichte und sich die Kreditkonditionen verschärften. Diese Stress- und Marktvolatilitätsphasen zeugen davon, dass die zugrundeliegenden Anfälligkeiten nach wie vor bestehen.

Freilich sind die aufstrebenden Volkswirtschaften heute widerstandsfähiger gegenüber externen Entwicklungen. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen sind stabiler, die Finanzmarktinфраstruktur ist robuster, die Aufsichtsbestimmungen sind strenger, die Wechselkurse sind flexibel und die Währungsreserven hoch. In einigen dieser Länder ist jedoch die Verschuldung zuletzt viel stärker angestiegen als in der Vergangenheit. Da die aufstrebenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft nunmehr eine größere Rolle spielen und durch Handels- und Finanzverflechtungen stärker integriert sind, haben Verwerfungen in diesen Ländern heute größere globale Auswirkungen als in der Vergangenheit.

Eine zweite Gefahr besteht in den außerordentlich und anhaltend niedrigen Zinsen. Sie führen tendenziell zu einer Verringerung der Risikoprämien und einer Überbewertung an den Vermögensmärkten. Das impliziert, dass die Vermögenspreise anfälliger für abrupte Abwärtskorrekturen werden. Anhaltend niedrige oder gar negative Zinsen führen bei Banken zu einer Erosion der Zinsmargen, verursachen bei Versicherungen eine wachsende Diskrepanz zwischen Erträgen und Verpflichtungen und treiben den Barwert der Verbindlichkeiten von Pensionsfonds in die Höhe. Mit der Zeit kann all dies die Realwirtschaft beeinträchtigen. Und darüber hinaus können negative Zinssätze das Vertrauen der privaten Haushalte erschüttern und das Spar- und Anlageverhalten auf schwer vorhersehbare Art und Weise beeinflussen.

Die dritte Gefahr entsteht dadurch, dass der Handlungsspielraum immer kleiner wird und in der Folge das Vertrauen in die Politik schwinden könnte. Durch unrealistische Erwartungen in Bezug auf das Wachstum und die Fähigkeit der Politik, das weltweite Wirtschaftswachstum anzukurbeln, kommt es zu Enttäuschungen und einer Schwächung des Vertrauens.

## Was ist nun zu tun?

Damit der Übergang zu einem robusteren und nachhaltigen Wachstum gelingt und bestehende Anfälligkeiten behoben werden können, bedarf es einer wirtschaftspolitischen Neuausrichtung.



Aufsichtsrechtliche, fiskalpolitische und strukturpolitische Maßnahmen müssen dabei eine wichtigere Rolle spielen. Mit neuen Schocks, die die Wirtschaft oder das Finanzsystem treffen, ändert sich die Notwendigkeit dieser Neuausrichtung nicht wesentlich. Sie dürften die Neuausrichtung lediglich schwieriger und noch dringlicher machen.

Aus mittel- und langfristiger Perspektive braucht es ein kohärentes makrofinanzielles Rahmenkonzept, das Überlegungen zur Finanzstabilität systematisch in die Analyse und die wirtschaftspolitischen Entscheidungen einfließen lässt. Die Ausarbeitung eines solchen Rahmenkonzepts ist naturgemäß kein leichtes Unterfangen.

Im vorliegenden Jahresbericht werden hierzu einige neue analytische Aspekte vorgestellt und aktuelle wirtschaftspolitische Prioritäten erörtert. Ich möchte mich nun auf aufsichtsrechtliche, fiskalpolitische und geldpolitische Aspekte konzentrieren, was aber nicht heißen soll, dass Strukturreformen an Bedeutung verloren hätten. Ganz im Gegenteil: Diese länderspezifischen Maßnahmen fördern die Produktivität und ermöglichen mehr Flexibilität bei der Ressourcenallokation, wodurch sie einen wesentlichen Beitrag zu einem robusten und nachhaltigen Wachstum leisten.

In der Aufsichtspolitik wurde bereits viel erreicht. Als eine erste Priorität möchte ich die Fertigstellung von Basel III hervorheben sowie größere Anstrengungen in puncto konsistente Umsetzung, proaktive Aufsicht und sorgfältige Beobachtung der Auswirkungen der neuen Regelungen. Die Mindestkapitalanforderungen wurden deutlich angehoben und befinden sich nun auf einem angemessenen Niveau.<sup>1</sup> Von wesentlicher Bedeutung ist jetzt der Abschluss der Arbeiten, mit denen sichergestellt werden soll, dass das Eigenkapital den zugrundeliegenden Risiken entspricht. In der öffentlichen Diskussion wird oft unterschätzt, wie sehr regulatorische Reformen die wirtschaftliche Entwicklung unterstützen können. Eine solide Kapitalausstattung geht mit einer höheren Kreditvergabe und einer robusten Liquiditätsposition einher. Hyun Shin wird diesen Punkt gleich anschließend näher erläutern.

Die zweite Priorität für die Aufsichtspolitik steht in Zusammenhang mit der erstgenannten. In den von der Finanzkrise betroffenen Ländern muss die Sanierung der Bankbilanzen abgeschlossen und die Grundlage für eine nachhaltig solide Ertragskraft wiederhergestellt werden. In Ländern, in denen der Finanzboom schon weiter fortgeschritten ist, hat die frühzeitige Einrichtung von Vorkehrungen zur Abwehr möglicher Spannungen oberste Priorität.

In der Geldpolitik ergeben sich infolge des außergewöhnlich und anhaltend akkommodierenden Kurses nach wie vor grundsätzliche Fragestellungen. Besonders komplex ist die Deutung der trotz beispielloser Zentralbankmaßnahmen hartnäckig niedrigen Inflation. Unserer Analyse zufolge spielen nicht nur die niedrigen Ölpreise und zyklische Faktoren eine Rolle, sondern auch positive längerfristige Entwicklungen auf der Angebotsseite, die den Zusammenhang zwischen der Inflation und der Kapazitätsunterauslastung im Inland geschwächt haben. Die stärkere Verbreitung globaler Wertschöpfungsketten ist ein Beispiel für positive angebotsseitige Entwicklungen. Denken Sie beispielsweise an Ihr Smartphone. Seine Komponenten stammen vermutlich aus vielen verschiedenen Ländern, und wahrscheinlich wurde es auch an verschiedenen Orten zusammengebaut. Das hat zur Folge, dass kostensenkende Innovationen auf globaler Ebene rascher auf die Preise am heimischen Markt durchschlagen. Für die Konsumenten ist dies eine positive Entwicklung; für die Inflation kann es aber bedeuten, dass sie unter dem von der Zentralbank angestrebten Zielwert bleibt.

Im diesjährigen Jahresbericht beschäftigen wir uns mit Blick auf die laufende politische Debatte außerdem mit der Leaning-against-the-wind-Strategie und mit der Frage von Gleichgewichtszinsen. Wir kommen zu dem Schluss, dass ein geldpolitischer Handlungsrahmen, der Überlegungen zur Finanzstabilität systematisch einbezieht, substantiellen Nutzen bringen kann. Die Betonung liegt hierbei auf „systematisch“, d.h. man muss den Finanzzyklus sowohl im Auf- als auch im Abschwung beachten,

---

<sup>1</sup> Kapitel VI.



nicht nur dann, wenn sich die Anzeichen für einen nicht tragfähigen Finanzboom häufen. Claudio Borio wird auf einige dieser Themen noch näher eingehen.

In der Fiskalpolitik braucht es zur Stärkung der Grundlagen für ein nachhaltiges Wachstum gezielte Maßnahmen bei gleichzeitiger Vermeidung einer destabilisierenden Schuldendynamik. Fragen im Zusammenhang mit dem noch verbleibenden Handlungsspielraum sind daher in diesem Bereich besonders wichtig. In den aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem in den rohstoffexportierenden Ländern, haben sich die Haushaltssalden deutlich verschlechtert. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sorgen die aktuell niedrigen Zinsen für etwas Entspannung bei den öffentlichen Finanzen; wie es um den haushaltspolitischen Spielraum bestellt ist, darüber herrscht allerdings große Unsicherheit. Im Jahresbericht zeigen wir auf, wie weit die Schätzungen in dieser Hinsicht auseinandergehen. Angesichts dieser Unsicherheit ist bei der Deutung des haushaltspolitischen Spielraums besondere Vorsicht angebracht; ihn bis nahe an die Grenzen auszuschöpfen, könnte einen Verlust an Marktvertrauen nach sich ziehen, der sich möglicherweise nur mehr schwer ausgleichen lässt.

Die Fiskalpolitik könnte in verschiedener Hinsicht positive Akzente setzen. Erstens könnte durch eine Verschiebung weg von laufenden Transferzahlungen hin zu Investitionen in Sach- und Humankapital die Qualität der öffentlichen Ausgaben verbessert werden. Zweitens könnten notwendige Infrastrukturinvestitionen – unter der Voraussetzung, dass angemessene Kontrollmechanismen vorhanden sind – vorgenommen werden. Drittens sollten Anstrengungen zur Bilanzsanierung unterstützt und Strukturreformen ergänzt werden.

Ungeachtet dieser konkreten Maßnahmen muss die Fiskalpolitik unbedingt als Teil eines makrofinanziellen Stabilitätskonzepts wahrgenommen werden. Diesem Thema ist im Jahresbericht ein ganzes Kapitel gewidmet. Der Zusammenhang zwischen Fiskalpolitik und Finanzstabilität besteht in beide Richtungen.

Um einerseits den Staat gegenüber Finanzzyklen abzusichern, müssen die Auswirkungen von Finanzbooms in die Haushaltspositionen eingerechnet werden. So sollten beispielsweise steigende Steuereinnahmen während eines Wohnimmobilienbooms nicht als dauerhafte Verbesserung der Haushaltssalden interpretiert werden.

Andererseits können schwache öffentliche Finanzen ihrerseits beträchtliche Folgen für die Finanzstabilität haben. Viele Banken halten umfangreiche Forderungen an den Staat. Daraus kann in Krisenzeiten ein negativer Rückkopplungseffekt zwischen dem Staat und den Banken entstehen. Ein ausgewogener Aufsichtsansatz, der dem Risiko öffentlicher Schulden gerecht wird, würde diese Rückkopplung mildern und gleichzeitig signalisieren, dass für keinen Vermögenswert ein Ausfall ausgeschlossen werden darf.

## Zur Verteidigung der Zentralbanken

Bevor ich zum Schluss komme, gestatten Sie mir ein paar Worte zur Verteidigung der Zentralbanken.

Bei der Neuausrichtung der Geldpolitik und der Verbesserung ihres Handlungsrahmens steht für die Zentralbanken viel auf dem Spiel. Wie die vergangenen Jahre gezeigt haben, sind sie als Institution unverzichtbar geworden. Während der Finanzkrise konnten die Notenbanken dank ihrer Unabhängigkeit im Rahmen ihres Mandats entschlossen handeln. Diese Entschlossenheit war von immenser Bedeutung, als es darum ging, die Weltwirtschaft wieder anzukurbeln.

Doch die außergewöhnlich große Last, die den Zentralbanken seit der Krise aufgebürdet wurde, sorgt nun für zunehmende Spannungen. Die Märkte und die breite Öffentlichkeit haben sich in eine wachsende Abhängigkeit von den Zentralbanken begeben, und sie haben auch ihre Erwartungen an die Geldpolitik in die Höhe geschraubt. Der Wunschzettel an die Notenbanken ist mittlerweile ziemlich lang:



Wiederherstellung von Vollbeschäftigung, Gewährleistung eines nachhaltigen Wachstums, Wahrung der Preisstabilität, Einrichtung eines absolut sicheren Finanzsystems. Das ist viel verlangt. Die Zentralbanken allein werden diese Wünsche nicht erfüllen können.

Mit den außerordentlichen Maßnahmen, die die Zentralbanken zur Ankurbelung der Weltwirtschaft ergriffen haben, sind sie zuweilen an ihre Grenzen gestoßen. Die Trennlinie zwischen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen ist zunehmend verschwommen.

Die Zentralbanken arbeiten am besten, wenn sie sich ganz auf ihre Kompetenzen konzentrieren: die Gewährleistung von Geld- und Finanzstabilität. Sie könnten sich eher wieder dieser Aufgabe zuwenden, wenn etwas mehr Realismus und Klarheit darüber herrschte, was sie zu erreichen imstande sind und was nicht. Ein institutioneller Rahmen mit klar voneinander abgegrenzten Zuständigkeiten der Zentralbanken und anderer politischer Entscheidungsträger ist daher unerlässlich. Im Zuge der von uns hier geforderten wirtschaftspolitischen Neuausrichtung muss die Geldpolitik Hand in Hand mit der Aufsichts-, Fiskal- und Strukturpolitik arbeiten. Zentralbankunabhängigkeit, gestützt auf Transparenz und Rechenschaftspflicht, ist so wichtig wie eh und je.

Vielen Dank.