



## Für eine langfristige Sicht der Dinge

Ansprache von Jaime Caruana

Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank  
Basel, 25. Juni 2017

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich begrüße Sie herzlich zur Präsentation des diesjährigen Jahresberichts der BIZ.

Mit diesem Bericht möchten wir einen Beitrag zur Debatte über die Weltwirtschaft unter politischen Entscheidungsträgern, Vertretern der Privatwirtschaft und Wissenschaftlern leisten. Diese Debatte hat sich im vergangenen Jahr stark gewandelt. Die Kritik an der Globalisierung scheint lauter zu werden.

Unser diesjähriger Jahresbericht spiegelt diesen Stimmungswechsel wider. Ein zentrales Kapitel ist den wirtschaftlichen Aspekten der Globalisierung gewidmet. Dieser Schwerpunkt fügt sich nahtlos in die langfristige Perspektive ein, auf deren Bedeutung die BIZ bereits in früheren Jahresberichten hingewiesen hat: Eine langfristige Sicht der Dinge hilft uns, die grundlegenden Mechanismen, Stärken und Schwächen der Weltwirtschaft besser zu verstehen.

Ich möchte in meiner heutigen Präsentation insbesondere die Chancen betonen, die uns der weltweit zu beobachtende Wirtschaftsaufschwung bietet. Ein stärkeres Wachstum bietet die Gelegenheit, größere Zustimmung für wirtschaftliche Offenheit zu gewinnen und das Augenmerk verstärkt auf langfristige Entwicklungen zu legen. Anders ausgedrückt: Jetzt ist der Zeitpunkt, Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft zu ergreifen, um damit besser für den nächsten „Schock“ oder Abschwung gewappnet zu sein.

Nach meinen Ausführungen werde ich das Wort an Claudio Borio, den Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Shin, den Volkswirtschaftlichen Berater und Leiter der Wirtschaftsforschung, übergeben. Sie werden einige konkrete Fragen aus analytischer Sicht beleuchten.

## Den stärkeren weltweiten Aufschwung als Chance nutzen

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im vergangenen Jahr beschleunigt und ist mittlerweile breit abgestützt. Anfang 2017 befanden sich nahezu alle größeren Volkswirtschaften auf Expansionskurs. In einigen der wichtigsten Volkswirtschaften ist die Arbeitslosenquote auf Werte gesunken, die mit Vollbeschäftigung gleichzusetzen sind. Und die Inflationsraten haben sich den Zielmarken der Zentralbanken angenähert.

Auf kurze Sicht erscheinen die Wachstumsaussichten damit so gut wie lange nicht. Die Prognosen von Experten und internationalen Organisationen deuten auf eine weitere schrittweise Verbesserung in diesem Jahr hin. So soll die Weltwirtschaft um 3,5% wachsen; dieser Wert entspricht dem langfristigen Durchschnitt und liegt weniger als einen halben Prozentpunkt unter dem im Jahrzehnt vor der globalen Finanzkrise beobachteten Niveau. Die Stimmung an den Finanzmärkten bestätigt diesen positiven Ausblick im Großen und Ganzen: Die Aktienkurse haben bei geringer Volatilität weltweit zugelegt.



Aber wie tragfähig ist das gegenwärtige Wachstumsmomentum? Im Jahresbericht erörtern wir vier Risiken, die die laufende Expansion untergraben könnten.

- Zunächst betrachten wir die Gefahr eines Aufflammens der Inflation. Die Unterauslastung hat sich in mehreren Ländern verringert, was in der Regel auf wachsende Aufwärtsrisiken für die Inflation hindeutet. Eingedämmt werden könnte das Risiko eines allgemein verbreiteten starken und anhaltenden Preisauftriebs allerdings durch eine Reihe von Faktoren, zu denen nicht zuletzt Globalisierung und technologischer Fortschritt zählen. Womöglich haben Veränderungen in der Weltwirtschaft dazu beigetragen, den Inflationsdruck im Zaum zu halten – darauf wird im Jahresbericht näher eingegangen. Und von Claudio Borio werden Sie später mehr darüber erfahren, was wir über Veränderungen im Inflationsprozess wissen (und nicht wissen).
- Ein zweites Risiko sind ihrem Höhepunkt zustrebende Finanzzyklen und hohe Verschuldung. In mehreren kleineren fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie aufstrebenden Volkswirtschaften haben langanhaltende Finanzbooms entweder an Dynamik verloren oder sich sogar in Abschwünge verwandelt. Zudem liegt der globale Schuldenstand auf Rekordniveau: Die Verschuldung der nicht finanziellen Sektoren in den G20-Volkswirtschaften belief sich 2016 auf rund 220% des BIP – fast 40 Prozentpunkte mehr als noch 2007.<sup>1</sup> In einer Phase steigender Zinsen könnte die hohe Verschuldung die Nachfrage deutlich bremsen.
- Ein drittes Risiko sind schleppende Unternehmensinvestitionen. Die gegenwärtige Expansion ist in erster Linie konsumgetrieben. Forschungsarbeiten der BIZ zeigen, dass konsumgetriebene Aufschwünge tendenziell kurzlebiger sind. Die Kehrseite war bis zuletzt eine eher verhaltene Investitionstätigkeit der Unternehmen – zumindest in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Es stimmt zwar, dass sich die Gewinnaussichten der Unternehmen verbessert haben. Und einige Indikatoren weisen auf eine Erholung der Unternehmensinvestitionen hin. Aber die Investitionstätigkeit könnte durch die anhaltende politische Unsicherheit und die hohe Verschuldung auch künftig gedämpft werden.
- Schließlich gibt es noch die Gefahren, die von protektionistischen Tendenzen ausgehen. Die gegen die internationale Integration vorgebrachten Argumente haben in den letzten Jahren zunehmend Gehör gefunden. Zudem scheint die politische Bereitschaft gewachsen zu sein, auf protektionistische Maßnahmen zurückzugreifen. So hat sich die Anzahl nicht tarifärer Hemmnisse, beispielsweise in Form von Regelungen und Subventionen, seit Ende 2010 vervierfacht. Protektionismus könnte Wachstum und Wohlfahrt über verschiedene Kanäle beeinträchtigen: über Produktivitätseinbußen, eine geringere internationale Arbeitsteilung und steigende Produktionskosten.

Wie lässt sich angesichts dieser Risiken sicherstellen, dass der aktuelle Aufschwung in ein anhaltendes, robustes Wachstum der Weltwirtschaft mündet? Wie im Jahresbericht dargelegt, erscheint es am vielversprechendsten, die aktuell günstige Lage zu nutzen, um die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit auf nationaler und internationaler Ebene zu stärken.

Widerstandsfähigkeit bedeutet nicht einfach, dass die Wirtschaft „Schocks“ verkraften kann; sie trägt auch dazu bei, dass es gar nicht erst zu „Schocks“ kommt. Zudem kann eine widerstandsfähige Volkswirtschaft die Auswirkungen negativer langfristiger Trends, wie z.B. einer alternden Bevölkerung oder sinkender Produktivität, leichter abfedern.

---

<sup>1</sup> Die genannte Gesamtschuldenquote beruht auf der Umrechnung in US-Dollar zu aktuellen Kaufkraftparitäten. Zu Marktwchselkursen umgerechnet, betrug die Quote 2016 fast 250%.



Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit bedeutet aus heutiger Sicht zweierlei: Einerseits dürfen die Vorteile international offener Güter- und Finanzmärkte nicht aufs Spiel gesetzt werden. Und andererseits gilt es, bei politischen Entscheidungen eine längerfristige Perspektive ins Auge zu fassen. Lassen Sie mich nun diese beiden Aspekte näher erklären.

## Die positiven Effekte der Globalisierung bewahren

Die Globalisierung hat sich seit der globalen Finanzkrise zwar verlangsamt, sie befindet sich aber nicht auf dem Rückzug. Mit etwa 60% des weltweiten BIP hat der Handel ein Plateau erreicht. Ebenso stagniert der Anteil der globalen Wertschöpfungsketten am Welthandel bei etwa 60%.

Auch die finanzielle Integration schreitet weniger schnell voran. Finanzielle Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten entsprachen im Jahr 2015 400% des weltweiten BIP und lagen damit leicht unter dem im Jahr 2007 verzeichneten Spitzenwert. Für diese Entwicklung sind laut BIZ-Statistiken zwei gegenläufige Trends verantwortlich: Zum einen haben die europäischen Banken ihre internationale Kreditvergabe reduziert, zum anderen wurde aber die Lücke von Banken in Asien und anderen Ländern gefüllt. Dadurch wurde die Integration insgesamt nicht merklich beeinträchtigt. Darüber hinaus übersteigt mittlerweile der Wertpapierabsatz die Bankkreditvergabe – im Einklang mit der gewachsenen Bedeutung der Kapitalmärkte, institutionellen Anleger und Vermögensverwalter.

Das Sonderkapitel zur Globalisierung verdeutlicht, wie eng Handels- und Finanzoffenheit miteinander verwoben sind. Man kann sich Globalisierung als einen auf drei verschiedenen Ebenen stattfindenden Prozess vorstellen. Auf der ersten Ebene machen grenzüberschreitende Zahlungen und Kredite den Handel mit Rohstoffen und Fertigerzeugnissen erst möglich. Ganz offensichtlich gehen hier real- und finanzwirtschaftliche Globalisierung Hand in Hand.

Das Gleiche gilt auch auf der zweiten Globalisierungsebene, wo die Handelsbeziehungen komplexer sind. Finanzwirtschaftliche Offenheit erlaubt hier die Finanzierung grenzüberschreitender Investitionen und kompletter globaler Wertschöpfungsketten, bei denen die Produktion auf mehrere Länder verteilt ist. Und sie erlaubt die Absicherung der mit solchen internationalen Transaktionen verbundenen finanziellen Risiken.

Erst auf der dritten Globalisierungsebene dienen Finanzbeziehungen überwiegend finanziellen Zwecken, beispielsweise der Diversifizierung von Portfolios oder der Übernahme und Steuerung komplexer finanzieller Risiken. Auf den Zusammenhang zwischen Handel und finanzieller Globalisierung wird in Kürze Hyun Shin näher eingehen.

Die Kombination aus Handels- und finanzwirtschaftlicher Offenheit hat maßgeblich zur Verbesserung des Lebensstandards beigetragen und große Teile der Weltbevölkerung aus der Armut befreit. Die Offenheit für ausländische Güter und Dienstleistungen hat zu deutlich höherer Effizienz in der Produktion geführt und die Konsummöglichkeiten beträchtlich erweitert. Finanzielle Offenheit hat den Handel unterstützt und die Finanzierungsmöglichkeiten erweitert. Zugleich hat die Globalisierung die Wirtschaft auch widerstandsfähiger gemacht. Es seien an dieser Stelle nur die breite Streuung von Produktivitätszuwächsen und die verbesserten Möglichkeiten zur Risikodiversifizierung genannt.

Was ist aber von der Kritik zu halten, dass die Globalisierung die Wirtschaft eher destabilisiere, als deren Widerstandskraft zu stärken? Das Globalisierungskapitel greift zwei Kritikpunkte auf.

Ein erster Kritikpunkt ist, dass Globalisierung die Ungleichheit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verstärkt habe. Empirische Analysen zeigen jedoch, dass offenbar andere Faktoren, insbesondere der technologische Fortschritt, eine größere Rolle spielen. Wahr ist allerdings, dass Handelsgewinne ungleich verteilt sind und sich die Anpassungskosten häufig auf bestimmte Sektoren oder Regionen konzentrieren. Dies ist aber nur eine Seite der Medaille; ihr stehen bleibende



gesamtwirtschaftliche Einkommens- und Wohlfahrtsgewinne gegenüber. Niemand fordert ernsthaft, das Rad des technologischen Fortschritts zurückzudrehen. Genauso abwegig wäre es angesichts der damit verbundenen Wohlstandseinbußen, die Globalisierung rückgängig machen zu wollen. Stattdessen geht es darum, den Globalisierungsprozess angemessen zu regeln und zu lenken. Dabei sind auch die Verteilungseffekte der Globalisierung entsprechend zu berücksichtigen.

Zweitens wird kritisiert, dass finanzielle Offenheit destabilisierend wirke. In der Tat: Der Zugang zu den globalen Finanzmärkten bedingt auch eine Öffnung für potenziell destabilisierende externe Entwicklungen. Im Jahresbericht dokumentieren wir beispielsweise den prozyklischen Charakter internationaler Finanzströme. Die Risiken sind jedoch im Wesentlichen dieselben, wie sie auf nationaler Ebene im Zusammenhang mit der Liberalisierung des Finanzsektors auftreten. Die Lösung ist daher auch nicht finanzielle Abschottung. Vielmehr geht es darum, die mit Prozyklizität und finanziellen Exzessen verbundenen Risiken mit Sorgfalt anzugehen. Auf diesen letzten Punkt werde ich noch zurückkommen.

## Eine längerfristige wirtschaftspolitische Perspektive entwickeln

Wenn wir die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft betonen, anerkennen wir damit auch die Grenzen wirtschaftspolitischen Handelns. Da sind zum einen die Grenzen einer wirtschaftspolitischen Feinsteuerung. Die Nachkrisenzeit hat uns vor Augen geführt, wie schwierig es selbst mit beispiellosen Maßnahmen ist, Wachstum und Inflation anzukurbeln. Zum anderen finden längerfristige und sich langsam herauskristallisierende Entwicklungen zu wenig Beachtung.

Von den Finanzmärkten ausgehender Druck oder politische Zyklen können einer kurzfristig ausgelegten Politik Vorschub leisten. Allerdings können sich langsam entwickelnde Trends und kurzfristige Entscheidungen lange nachwirken. Beispielsweise kann eine Abfolge von Maßnahmen zur Konjunkturstimulierung dauerhaft den Schuldenstand erhöhen oder den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum einengen. Umso schwieriger gestaltet sich dann angesichts solch kumulativer Effekte die Reaktion auf den nächsten unerwarteten Schock oder den irgendwann kommenden Abschwung.

Wie könnten wir den gegenwärtigen Rückenwind nutzen, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken? Lassen Sie mich zwei wesentliche Aspekte hervorheben: Einerseits wäre es wichtig, den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum zu erweitern, um künftigen negativen Entwicklungen besser entgegenzutreten zu können. Und andererseits muss die Fähigkeit der Wirtschaft verbessert werden, sich langfristigen Trends anzupassen.

Für die Geldpolitik bedeutet Ausweitung des Handlungsspielraums, Normalisierungsschritte einzuleiten und die Abhängigkeit von den Krisenmaßnahmen zu verringern. Zeitpunkt und Tempo einer solchen geldpolitischen Normalisierung hängen natürlich von den Umständen in der jeweiligen Volkswirtschaft ab, doch gibt es einige gemeinsame Herausforderungen. Die Verschuldung ist weltweit weiter gestiegen, und eine Reihe von Vermögenswerten erscheint hoch bewertet. Die Kombination von geringer Marktvolatilität und niedrigen Anleiherenditen könnte auf die Gefahr von Rückschlägen hindeuten. Spillover-Effekte können weltweite Resonanz haben. All dies unterstreicht die Bedeutung einer graduellen, kontinuierlichen Normalisierung der Geldpolitik, aber auch die Gefahr eines allzu langen Abwartens.

In der Fiskalpolitik bedeutet die Stärkung der Widerstandsfähigkeit zuerst einmal eine besonnene Einschätzung des fiskalpolitischen Handlungsspielraums, die auch Unsicherheiten angemessen berücksichtigt. Außerdem ist fiskalpolitischen Risiken Rechnung zu tragen, wie den Reaktionen der Finanzmärkte auf höhere Länderrisiken und der Belastung durch eine alternde Bevölkerung. Wenn es Handlungsspielraum gibt, können fiskalpolitische Maßnahmen genutzt werden, um andere Politikbereiche zu unterstützen. Wachstumsfördernde Strukturreformen fallen in diese Kategorie ebenso wie gezielte



Maßnahmen zur Minderung der durch die Globalisierung und den technologischen Wandel hervorgerufenen Anpassungskosten. So sind beispielsweise Umschulung, Ausbildung und flexible Ressourcenallokation zu fördern.

Nicht zuletzt können Strukturreformen wesentlich zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit beitragen, indem sie die Flexibilität der Wirtschaft erhöhen und das Wachstum stärken. Die konkreten Maßnahmen sind weitgehend länderspezifisch. Ihr gemeinsamer Nenner ist die rasche Nutzung von Innovationen sowie die Förderung unternehmerischen Handelns und einer flexiblen Ressourcenallokation. Solche Schritte erhöhen nicht nur die Anpassungsfähigkeit an Trends wie den technologischen Fortschritt und die Globalisierung, sondern auch die daraus erzielbaren Wohlfahrtsgewinne. Leider hat sich das Reformtempo eher verzögert denn beschleunigt.

Aus einer längerfristigen Perspektive betrachtet, sollten diese Maßnahmen zusammen mit makroprudenzieller Politik einen makrofinanziellen Rahmen bilden, der darauf abzielt, die Risiken im Zusammenhang mit dem Finanzzyklus in den Griff zu bekommen. Dies erfordert einen Politikansatz, der Auf- und Abschwünge symmetrisch behandelt. So sollte die Politik nicht nur auf finanzielle Abschwünge reagieren, sondern auch vorbeugend den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte begrenzen. Anderenfalls könnte dies auf lange Sicht zu einer Abfolge finanzieller Auf- und Abschwünge, einer fortschreitenden Erosion von Handlungsspielraum und einer Schuldenfalle führen.

## Die Rolle internationaler Zusammenarbeit

Gestatten Sie mir abschließend einige Bemerkungen dazu, wie internationale Zusammenarbeit zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit beitragen kann. Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit ist in vielerlei Hinsicht eine primär nationale Aufgabe. Gewissen Herausforderungen muss jedoch auf globaler Ebene begegnet werden, und dazu bedarf es internationaler Zusammenarbeit innerhalb eines konsistenten multilateralen Rahmens.

Die Beherrschung der mit finanzieller Offenheit einhergehenden Risiken ist hierfür ein Paradebeispiel. Das Finanzsystem ist im wahrsten Sinne des Wortes global: Viele Finanzinstitute sind rund um den Globus aktiv und ermöglichen weltweit den Transfer von Finanzierungsmitteln und das Management von Finanzrisiken. Darüber hinaus gibt es weltweit genutzte Währungen. Auf die vorherrschende Weltwährung, den US-Dollar, entfallen nicht nur rund die Hälfte des Handels, sondern auch ungefähr die Hälfte der weltweiten grenzüberschreitenden Bankforderungen und mehr als 60% der von Zentralbanken gehaltenen Währungsreserven. Diese Merkmale müssen bei Schritten zur Stärkung der globalen Widerstandsfähigkeit Berücksichtigung finden.

Vor diesem Hintergrund hat die Vollendung der bereits auf den Weg gebrachten Finanzreformen Priorität. Angesichts der Bedeutung, die Banken für das globale Finanzsystem haben, ist die Finalisierung von Basel III besonders wichtig. Dies ist nicht der Zeitpunkt, Sicherheitsstandards abzuschwächen oder neue Unsicherheiten zu schaffen, die die notwendigen Anpassungen der Finanzbranche behindern würden.

Darüber hinaus lohnt es sich, neue Wege für eine verbesserte Zusammenarbeit im geldpolitischen Bereich auszuloten. Wie in früheren BIZ-Jahresberichten ausführlich erörtert, ist dies deshalb wünschenswert, weil von Ländern mit internationalen Währungen beträchtliche geldpolitische Spillover-Effekte ausgehen; gleichzeitig isolieren Wechselkurse andere Volkswirtschaften aber nur begrenzt von solchen externen Entwicklungen. Zusammenarbeit würde helfen, den destabilisierenden Auf- und Abbau von finanziellen Ungleichgewichten zu begrenzen. Der Weg dorthin führt über einen vertieften Dialog über die Diagnose und mögliche Gegenmaßnahmen.



Lassen Sie mich zusammenfassen: Die aktuelle günstige Lage bietet den politischen Entscheidungsträgern die Chance, einen Kurs einzuschlagen, der die Widerstandsfähigkeit der heimischen Wirtschaft stärkt. Internationale Zusammenarbeit kann diese Anstrengungen unterstützen und dazu beitragen, dass dadurch auch die Weltwirtschaft insgesamt widerstandsfähiger wird. Es ist dieser Weg, der am ehesten zu nachhaltigem Wachstum und dauerhaftem wirtschaftlichem Wohlstand führt.