

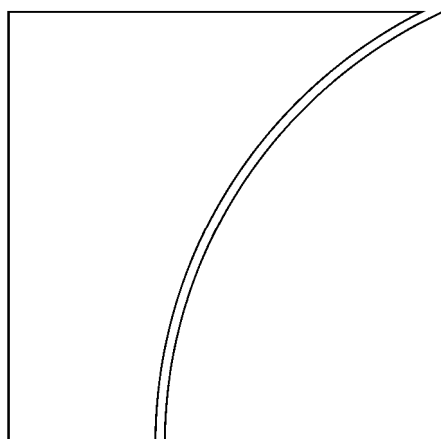


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

Ansprache des Generaldirektors

Die Gratwanderung vor uns

Jaime Caruana
Generaldirektor der BIZ



Basel, 29. Juni 2009

Ansprache von Jaime Caruana

Generaldirektor der BIZ

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank
am 29. Juni 2009 in Basel

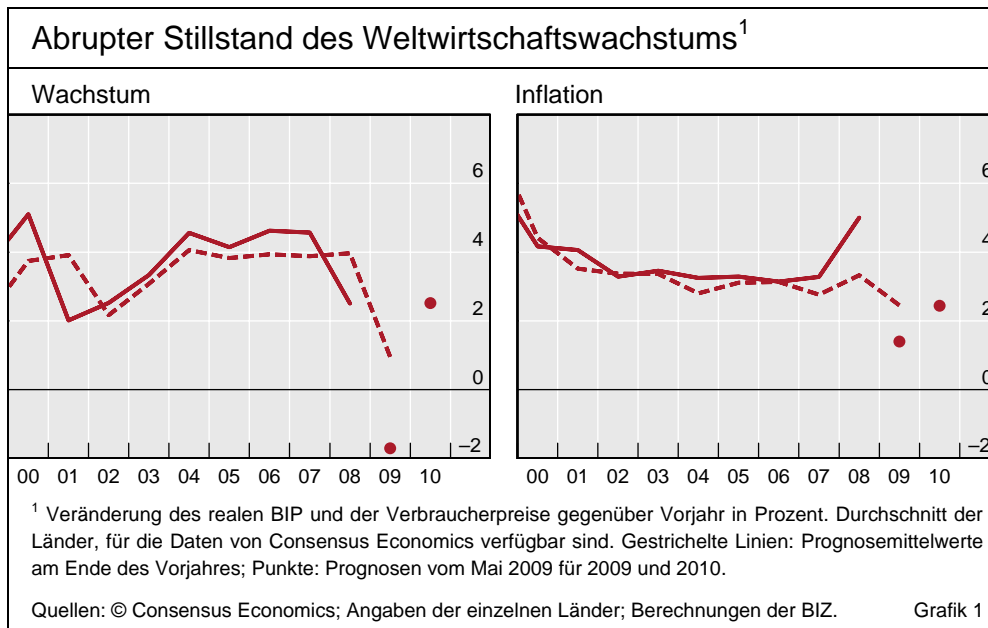
Meine Damen und Herren

Im vierten Quartal 2008 kippte die Weltwirtschaft in eine außergewöhnlich synchrone und ausgeprägte Abschwungphase – die schlimmste seit den 1930er Jahren. Die Finanzkrise hatte letztlich die Realwirtschaft mit voller Wucht erfasst. Der Welthandel brach ein, und die Wirtschaftsschwäche breitete sich auf die aufstrebenden Volkswirtschaften aus. Die von staatlicher Seite ergriffenen Maßnahmen waren beispiellos.

Was zunächst eine Störung innerhalb des US-Subprime-Hypothekenmarktes zu sein schien, griff schubweise auf die Interbankmärkte der fortgeschrittenen Länder über, erschütterte die wichtigsten Finanzinstitute in ihren Grundfesten und löste schließlich einen weltweiten Abschwung aus. Im Zuge der Ereignisse wuchsen sich die Bedenken über eine ernsthafte Liquiditätskrise zu Insolvenzbedürfnissen und dann – noch schwerwiegender – zu Besorgnis hinsichtlich einer grundlegenden Vertrauenskrise im Wirtschaftssystem aus.

Heute, etwa sechs Monate später, hat sich der Eindruck, alles befinde sich im freien Fall, verflüchtigt. Zwar nimmt die Wirtschaftstätigkeit in den meisten fortgeschrittenen Ländern nach wie vor ab, doch sind Anzeichen einer Stabilisierung sichtbar (Grafik 1). Und die Mehrheit der aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich generell als weniger anfällig erwiesen als auf dem Höhepunkt der Turbulenzen befürchtet. Allgemein wird noch für dieses Jahr mit einer Rückkehr der Weltwirtschaft zu einem positiven Wachstum gerechnet. Doch der Weg zu einer sich selbst tragenden Erholung ist mit Risiken behaftet, und das Ziel – die neue Normalität – bleibt in dickem Nebel verborgen. Wir bewegen uns auf weitgehend unerforschtem Terrain.

Im Folgenden werde ich darlegen, dass wir, um unser Ziel sicher zu erreichen, die aktuellen Maßnahmen stärker mittelfristig ausrichten und deutlicher umreißen müssen, wie wir sie zurücknehmen werden. Was bedeutet dies für die bevorstehende Reise und für das Ziel? Um die Antwort besser nachvollziehen zu können, möchte ich kurz skizzieren, wie wir in die gegenwärtige Situation geraten sind.

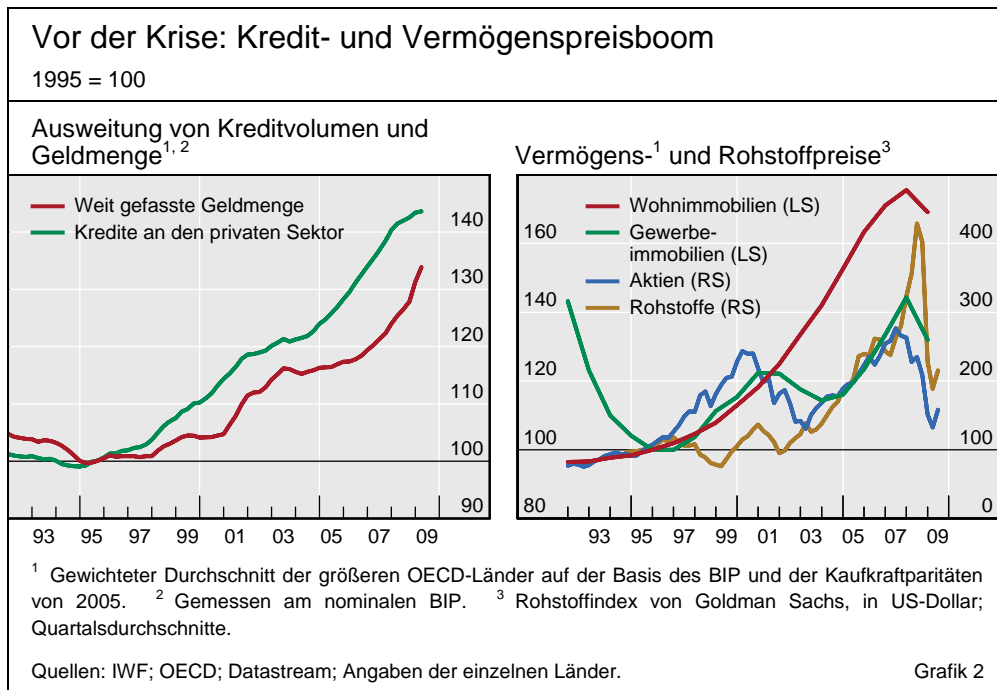


Die Krise: Symptome und Ursachen

Die Krise lässt sich am besten als steile Abschwungphase eines außergewöhnlichen weltweiten Finanzzyklus verstehen, die durch strukturelle Schwächen noch verstärkt wurde. Die finanziellen Ungleichgewichte, die sich in der Aufschwungphase über aggressive Risikoübernahme und Fremdfinanzierung langsam, aber stetig aufgebaut hatten, vollzogen schließlich eine Kehrtwende. Dass es irgendwann zu einer solchen Umkehr kommen und dass sie mit finanziellen Anspannungen verbunden sein würde, überraschte kaum. Doch niemand hatte deren Zeitpunkt, konkrete Form und Intensität vorausgesehen.

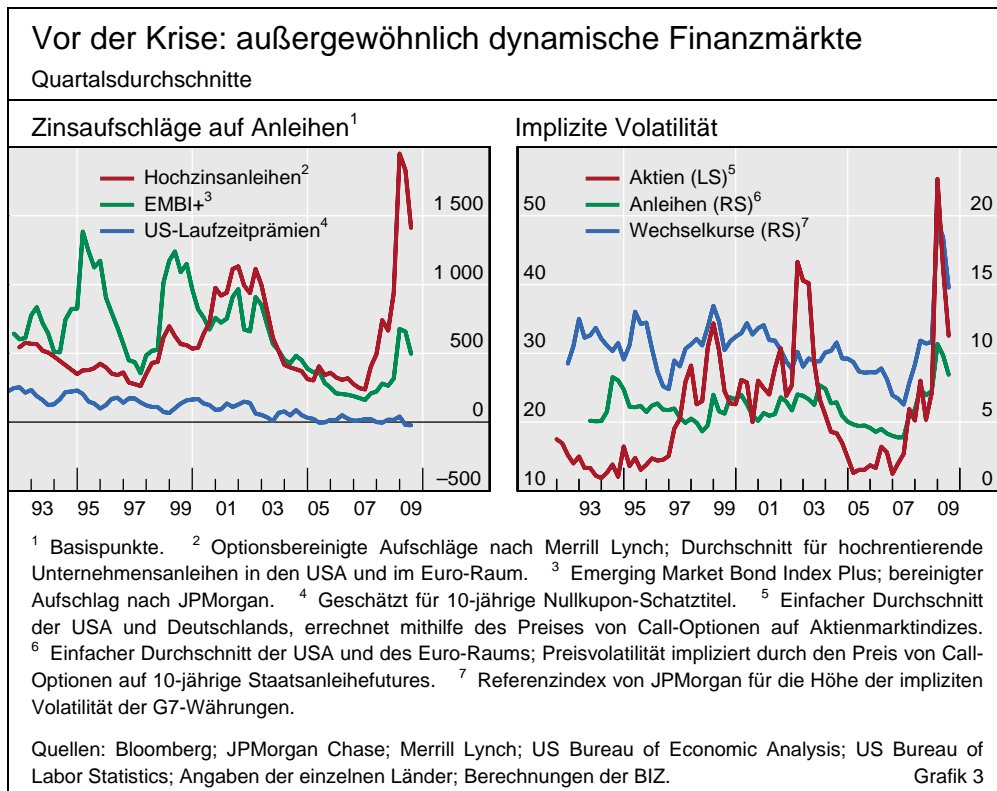
Es gab Hinweise auf die Akkumulierung von Risiken. Dazu gehörten der ungewöhnlich starke Anstieg bei Kreditvolumen und Vermögenspreisen, vor allem bei den Wohnimmobilienpreisen (Grafik 2), sowie die ungewöhnlich geringe Volatilität und niedrigen Risikoprämien in einem breiten Spektrum von Anlagekategorien (Grafik 3). Waren dies womöglich Zeichen dafür, dass die Risiken tatsächlich gering waren – ein weiterer Hinweis also auf die „Great Moderation“? Wie wir nun wissen, waren es Zeichen für ungewöhnlich hohe Risikoübernahme, Sorglosigkeit und Fremdfinanzierung. Das globale Wachstum wurde durch einen langfristig nicht tragfähigen Finanzzyklus angetrieben.

Finanzzyklen sind eine natürliche Erscheinung der freien Marktwirtschaft. Sie spiegeln die Eigendynamik von anschwellenden und abebbenden Risikoeinschätzungen und finanziellen Beschränkungen wider, die sowohl Expansion als auch Kontraktion der Realwirtschaft verstärkt – ein unter dem Stichwort Prozyklizität bekanntgewordenes Phänomen. Wie im BIZ-Jahresbericht dargelegt, werden Finanzzyklen durch Schwierigkeiten bei der Risikomessung und durch verzerrte Anreize intensiviert. Sporadische finanzielle Anspannungen können nicht gänzlich zum Verschwinden gebracht werden, und Märkte



regulieren sich nur begrenzt von selbst. Doch mit entsprechenden Maßnahmen kann abschwächend oder verstärkend darauf eingewirkt werden.

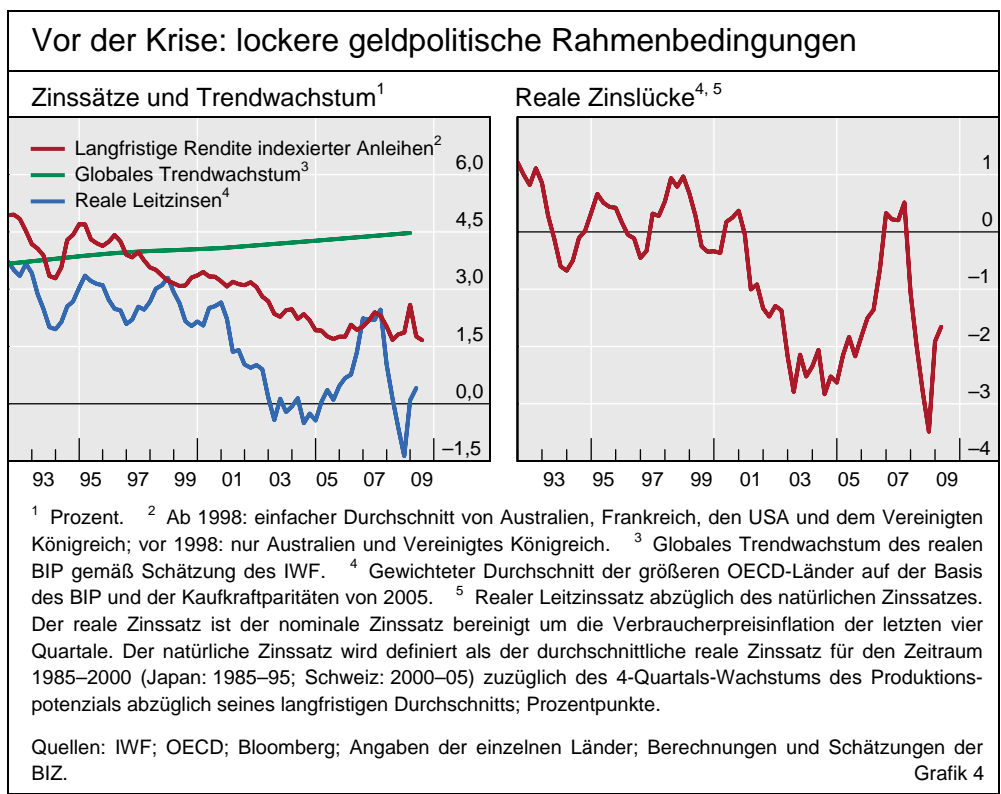
Der aktuelle Finanzzyklus war besonders ausgeprägt und außergewöhnlich kostspielig. Zwar war das Risikomanagement verbessert worden, doch weder den Kontrollmechanismen innerhalb des Finanzsystems noch der staatlichen Aufsicht gelang es, übermäßiges Eingehen von Risiken und systemweite Aufsichtsarbitrage zu begrenzen. Im Nachhinein hat sich gezeigt, dass wir die Vorteile der Diversifizierung im Rahmen des Originale-to-

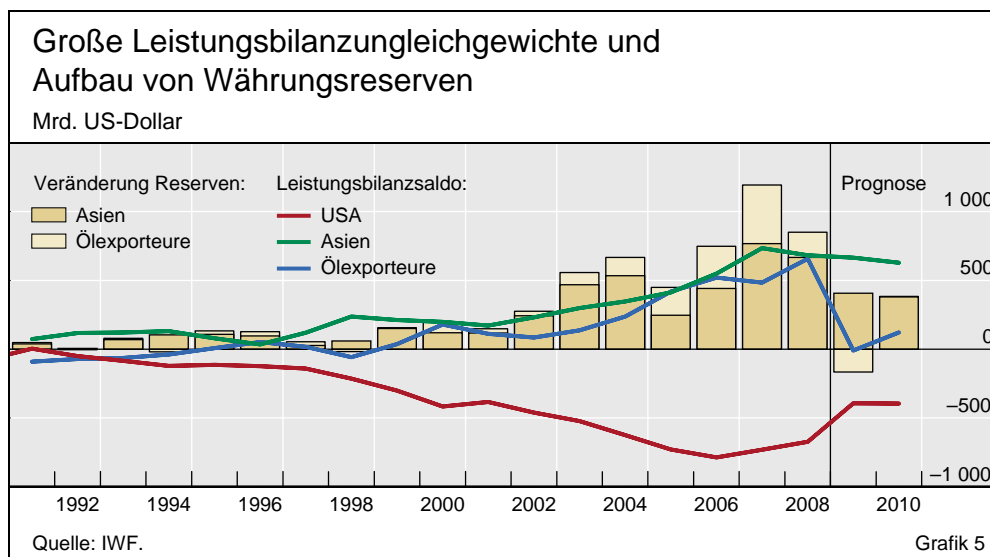


distribute-Modells der Finanzintermediation eindeutig überschätzt haben. Gleichzeitig haben wir die Auswirkungen, die außerbilanzielle Zweckgesellschaften mit schwacher Kapitalisierung und hoher Liquiditätsabhängigkeit auf das gesamte Finanzsystem haben können, unterschätzt. Zu wenig beachtet wurde auch das Spannungsfeld zwischen ungewöhnlich niedrigen Leitzinsen in den wichtigsten Volkswirtschaften und dem höheren Gleichgewichtsniveau der Zinssätze, auf das die hohen und noch steigenden Schätzungen des Potenzialwachstums der Weltwirtschaft hindeuteten (Grafik 4).

Die monetären Verhaltensmuster weltweit machten die Lage nicht besser. Mehrere aufstrebende Volkswirtschaften, die sich mit hohen Bruttokapitalzuflüssen konfrontiert sahen und teilweise auch von den höheren Rohstoffpreisen profitierten, setzten sich gegen eine Aufwertung ihrer Währung zur Wehr. Über den Widerstand in Form von niedrigeren Leitzinsen weitete sich der geldpolitische Kurs der wichtigsten Volkswirtschaften sozusagen auf den Rest der Welt aus. Der Widerstand in Form beispielloser Anhäufung von Währungsreserven und ihrer Wiederanlage in den wichtigsten Volkswirtschaften trug dazu bei, die langfristigen Zinssätze niedrig zu halten und die Kreditausweitung in diesen Ländern zu verstärken. So führte die symbiotische Beziehung zwischen schuldeninduziertem Wachstum in mehreren Industrieländern und exportgestütztem Wachstum in anderen Volkswirtschaften dazu, dass zu lange an einer nicht tragfähigen Entwicklung festgehalten wurde (Grafik 5).

Kurz gesagt: Allzu gutgläubig meinten wir mehr über die Funktionsweise der Wirtschaft und des komplexen Finanzsystems, das diese stützt, zu wissen, als es tatsächlich der Fall war. Wir vertrauten allzu sehr auf die selbstregulierenden Kräfte der Märkte. Und auch nachdem die Risiken erkannt



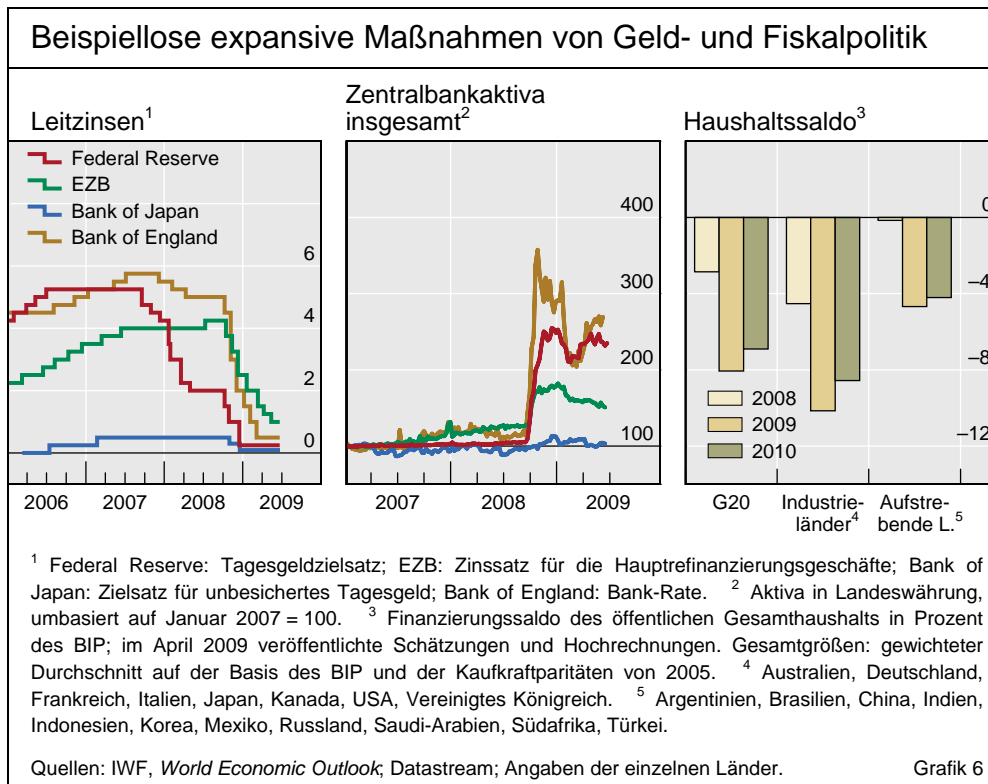


waren, war niemand bereit, den Preis für die Behebung der Ungleichgewichte zu zahlen, die die Grundlage der rekordverdächtigen Wachstumsraten der Weltwirtschaft gewesen waren.

Der Weg zu einer sich selbst tragenden Erholung und Strategien für den Kurswechsel

Wenn wir nach vorne schauen, so ist der Weg zu einer sich selbst tragenden Erholung eine Gratwanderung und mit Risiken behaftet. Dies gilt unabhängig von den kurzfristigen Aussichten und auch wenn wir die aufkeimende Erholung für bare Münze nehmen. Wir stehen vor einer doppelten Herausforderung. Wir müssen die notwendigen Anpassungen im Finanzsystem und in der Realwirtschaft unterstützen und dabei deren Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung abfedern. Zugleich müssen wir sicherstellen, dass die angesichts der Krise kurzfristig ergriffenen Maßnahmen nicht die Zukunft verbauen, indem wir der langfristigen Tragfähigkeit und den Strategien zur Rückführung der Maßnahmen einen hohen Stellenwert einräumen.

Die wirtschaftliche Anpassung ist eine Grundvoraussetzung für eine sich selbst tragende Erholung. Der Anpassungsprozess hat begonnen, ist aber noch lange nicht abgeschlossen. Unsere Volkswirtschaften kämpfen nach wie vor mit tiefgreifenden Problemen im Finanzsektor wie in der Realwirtschaft, die der untragbare Boom hervorgebracht hat. Diese beiden Sektoren sind nun einmal die zwei Seiten der Medaille. Der Finanzsektor muss schrumpfen, denn er ist zu groß geworden und hat eine Fülle von qualitativ fragwürdigen Vermögenswerten hervorgebracht. Neue Geschäftsmodelle sind gesucht. In mehreren Ländern müssen Verschuldung und Hebeleffekte sowohl in der Finanzbranche als auch in den anderen Wirtschaftssektoren weiter zurückgeführt werden, und die Ersparnisbildung der privaten Haushalte muss auf ein vernünftigeres Maß ansteigen. Die weltweiten Überkapazitäten in denjenigen Sektoren, die weitgehend von der Fremdfinanzierung abhängig waren, etwa der Bausektor und die Automobilbranche, müssen abgebaut werden. Und die Produktionsstrukturen müssen von rein export- bzw. schuldeninduzierter



Expansion auf ausgewogenere Wachstumsmodelle ausgerichtet werden. Nichts hiervon wird über Nacht zu bewerkstelligen sein.

Die Sanierung des Finanzsystems hat oberste Priorität. Die Verbuchung der Verluste, die Bereinigung der Bilanzen um notleidende Aktiva, die Rekapitalisierung und Umgestaltung des Systems, die Wiederherstellung der Wettbewerbsgleichheit und den Abbau von Kapazitätsüberschüssen – all dies gilt es sicherzustellen, damit das Finanzsystem effizient funktioniert und die Grundlage für seine langfristige Ertragskraft geschaffen wird. Zwar sind Fortschritte erzielt worden, doch ein konsequentes und entschlossenes Handeln ist entscheidend. Mehrere Faktoren haben bisher eine durchgreifende Lösung der zugrundeliegenden Probleme verhindert: die Komplexität strukturierter Produkte, die Größenordnung des Auslandsgeschäfts einiger von der Krise betroffener Institute, die späte Erkenntnis, dass sich hinter den Liquiditätsproblemen eine eigentliche Solvenzkrise verbarg, und die Schwierigkeiten des politischen Prozesses.

Wenn die Probleme im Finanzsystem nicht überwunden werden, besteht das Risiko, dass die beispiellosen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen nur vorübergehend Wirkung zeigen und letztlich verpuffen (Grafik 6). In den wichtigsten Industrieländern haben die Zentralbanken den Leitzins bis nahe oder ganz an die Nullzinsgrenze gesenkt und ihre Bilanzen stark ausgeweitet, um die Funktionsweise der Geld- und Kreditmärkte zu verbessern und die langfristigen Anleiherenditen zu beeinflussen. So haben sie widerwillig einen Teil des Intermediationsprozesses übernommen, der normalerweise beim privaten Sektor liegt. Die Regierungen haben ihrerseits die Finanzpolitik drastisch gelockert. Entsprechend haben sich Haushaltsdefizite und Schuldenstände abrupt erhöht, und es wird erwartet, dass diese Entwicklung anhält.

Bestenfalls könnten diese Maßnahmen, wenn sie wirkungslos sind, eine sich selbst tragende Erholung verzögern, schlimmstenfalls könnten sie ihr Scheitern bedeuten. Insbesondere könnten Bedenken der Finanzmarktteilnehmer hinsichtlich untragbarer Belastungen in den öffentlichen Haushalten und damit auch der künftigen Inflation bereits heute die Märkte für Staatsschuldtitel erschüttern. Dies könnte die Grenzen der staatlichen Interventionen ernsthaft auf die Probe stellen und einen ungeordneten Rückzug aus der gegenwärtigen Fiskalpolitik unumgänglich machen.

Wenn sich die Erholung deutlicher abzeichnet, müssen die Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft unverzüglich zurückgefahren und die Aufgabe der Ressourcenallokation wieder an die Märkte übertragen werden. Erfolgt dies mit Verzögerung, so dauert die Wettbewerbsverzerrung an, und es droht Inflationsdruck oder die Grundsteinlegung zum nächsten Ungleichgewicht.

Ein rechtzeitiger Kurswechsel wird nicht einfach sein. Es gibt gewisse technische Herausforderungen. Einige fiskalische Messgrößen sind schwierig umzukehren. Auch die Zentralbanken haben womöglich Schwierigkeiten, ihre Bilanzen reibungslos zu verkürzen oder sich aus ihrer aktuellen Rolle als Marktmacher zurückzuziehen. Und selbst wenn die politische Unterstützung vorhanden ist, kann es lange dauern, bis die Regierungen ihre Garantien zurücknehmen und Vermögenswerte wieder verkaufen. Die Herausforderung besteht jedoch in erster Linie darin, den richtigen Zeitpunkt und das Tempo des Kurswechsels zu bestimmen. Natürlich besteht die Gefahr eines zu frühen Kurswechsels. Doch die Erfahrung zeigt, dass ein zu später und zu langsamer Kurswechsel bzw. im Falle der Fiskalpolitik der Verzicht auf einen Kurswechsel das größere Risiko darstellt. Und der politökonomische Druck geht sehr stark in diese Richtung.

Wie lässt sich das Risiko eines zu späten und zu langsamen Kurswechsels möglichst klein halten? Es gibt keine einfache Antwort. Doch Klarheit – in Bezug auf die Ziele der Maßnahmen von Regierungen und Zentralbanken und in Bezug auf die Rahmenbedingungen des Kurswechsels – ist eine absolute Grundvoraussetzung. Und diese Klarheit braucht es jetzt.

Das Ziel: die neue Normalität

Auf längere Sicht sehen sich die öffentlichen Entscheidungsträger der Aufgabe gegenüber, ihren Handlungsrahmen so anzupassen, dass sich ein solch kostspieliges Ereignis möglichst nicht wiederholt. Wir müssen dem Ziel einer dauerhaften Finanz-, Währungs- und Wirtschaftsstabilität näher kommen. Dazu werden Anpassungen im Finanzsektor und in der Wirtschaftspolitik vonnöten sein. Wenn wir die Gelegenheit nutzen wollen, die uns die Krise bietet, müssen diese Reformen unverzüglich in Angriff genommen werden. Und dafür braucht es eine engere Zusammenarbeit auf internationaler Ebene.

Eine Stoßrichtung im Kampf gegen Instabilität im Finanzsystem besteht in der Verbesserung von Regulierung, Aufsicht und Überwachung. Wie im Jahresbericht erläutert, ist ein ganzheitlicher Ansatz notwendig, der strengere Sicherheitsvorkehrungen für Instrumente, Märkte und Institute vorsieht. Das

heißt: Es müssen bessere Mechanismen für die Beurteilung der Eignung und des Risikogehalts neuer Finanzinstrumente eingeführt werden. Clearing, Abwicklung und möglicherweise auch Handel müssen vermehrt zentral erfolgen. Jedes Institut muss auf eine solidere Basis gestellt werden, indem außerbilanzielle Engagements stärker konsolidiert, die Rechnungslegung verbessert und Eigenkapital- wie auch Liquiditätsstandards angehoben werden. Vor allem aber müssen Regulierung und Aufsicht eine systemorientierte Perspektive einnehmen – ein Kernthema der Arbeit der BIZ seit vielen Jahren. Unser Augenmerk muss entschieden auf systemweite Risiken und auf die Prozyklizität des Finanzsystems gerichtet sein. Dies ließe sich mit einem regelbasierten Ansatz erreichen, der so weit wie möglich auf automatischen Stabilisatoren beruht, und würde den öffentlichen Entscheidungsträgern helfen, in guten Zeiten mäßigend zu wirken. Dennoch dürfte es unumgänglich sein, zusätzlich einen gewissen Ermessensspielraum zuzulassen.

Seit der Krise haben die G20-Länder, das Financial Stability Board, internationale normgebende Gremien und nationale staatliche Stellen zusammengearbeitet und bereits deutliche Fortschritte erzielt. Einige Initiativen waren bereits vor den Turbulenzen auf gutem Wege. Es besteht ein klarer Wille zur Einrichtung zentraler Gegenparteien für das Derivatgeschäft. Die Aufsichtsinstanzen haben beträchtliche Schritte zur Stärkung der Eigenkapital- und Liquiditätsstandards unternommen. Zusammen mit den normgebenden Gremien im Bereich Rechnungslegung haben sie ihre Bemühungen um die Vereinbarkeit von Rechnungslegungsmethoden und solidem Risikomanagement intensiviert. Und es gibt mehrere Vorhaben, um den systemorientierten Ansatz in die Praxis umzusetzen, unterstützt durch den inzwischen erreichten internationalen Konsens in dieser Frage. Die BIZ ist an all diesen Initiativen beteiligt.

Mit besserer Regulierung und Aufsicht ist es aber noch nicht getan. Ergänzende Anpassungen des wirtschaftspolitischen Handlungsrahmens sind gleichermaßen zentral. Diese Anpassungen würden eine verstärkt symmetrische Reaktion auf den Aufbau und auf den Abbau von finanziellen Ungleichgewichten vorsehen. Wir müssen untersuchen, wie Kredit- und Vermögenspreisbooms und die damit verbundene Risikoübernahme sinnvoller in die geldpolitische Strategie integriert werden können. Ebenso müssen wir die mögliche Rolle der Fiskalpolitik genauer betrachten, insbesondere auch die Rolle des Steuersystems und der öffentlichen Haushalte. Nicht zuletzt wissen wir nun, dass Kredit- und Vermögenspreisbooms erhebliche Schwachstellen in den öffentlichen Finanzen verbergen können. Sie erschweren damit die fiskalpolitische Zurückhaltung gerade dann, wenn sie am dringlichsten wäre.

Gleichzeitig sind den Handlungsmöglichkeiten der öffentlichen Entscheidungsträger Grenzen gesetzt. Auch der private Sektor muss eine wichtige Rolle spielen. Es gilt die Geschäftsmodelle der Finanzbranche weiterzuentwickeln, damit sie der Notwendigkeit größerer und höherwertiger Kapital- und Liquiditätspolster Rechnung tragen können. Es braucht auch strengere interne und externe Führungs- und Überwachungsmechanismen mit Blick auf besseres Risikomanagement und verringerte Risikoübernahme. Das Risiko-

management in Finanzinstituten muss höchste Priorität genießen und auf der obersten Führungsebene angesiedelt sein; es darf nicht den jeweiligen Geschäftseinheiten unterstellt werden. Ganz wichtig ist auch, dass Vergütungsmodelle verbessert werden.

Werden alle diese Vorstöße erfolgreich zu Ende gebracht, wird eine neue Normalität das willkommene Ergebnis sein. Die Wirtschaft hätte dann zwar weniger atemberaubende Wachstumsphasen, aber das Wachstum wäre tragfähiger – ein unvermeidlicher Kompromiss, den es in seiner ganzen Bedeutung zu verstehen gilt. Das Finanzsystem wäre kleiner und besser kapitalisiert, und die Eigenkapitalrenditen wären niedriger, dafür aber dauerhafter. Der Einflussbereich der Regulierungsinstanzen wäre größer, und systemkritische Institute hätten unabhängig von ihrer Rechtsform weniger Anreiz, so groß und komplex zu werden, wie sie es heute sind. Mit den nötigen Mitteln und Wegen zur geordneten Abwicklung solcher Institute würden die öffentlichen Entscheidungsträger für mehr Marktdisziplin und für eine Abkehr von der „too big to fail“-Doktrin sorgen. Und die internationale Zusammenarbeit würde eine anhaltende Offenheit im Finanzwesen und Handel stützen, eine Fragmentierung vermeiden und einheitlichere Praktiken fördern.

Auf dem Weg von der Rettung zur Reform braucht es enormes Durchhaltevermögen, Geduld und Entschlossenheit. Die vor uns liegenden Zeiten könnten äußerst schwierig sein. Es braucht wenig Phantasie, sich eine Welt vorzustellen, in der übermäßig verschuldete Regierungen massiv in die Wirtschaft eingreifen, in der das Finanzsystem bis ins Kleinste reguliert, der Wettbewerb verzerrt und die Globalisierung rückgängig gemacht worden ist. Jüngste Hinweise auf Protektionismus und eine verstärkte Ausrichtung auf den eigenen Markt – zuweilen die unbeabsichtigte Folge von nationalen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor – unterstreichen die vor uns liegenden Gefahren. Ihnen gilt es sich zu widersetzen, denn sie würden ein kraftloses Wachstum, weit größere Inflationsrisiken und zwischenstaatliche Spannungen bedeuten. Bei der Organisation dieses Widerstands kommt der internationalen Zusammenarbeit und einem stärkeren Bewusstsein für eine gemeinsame Verantwortung eine zentrale Rolle zu. Wie in der Vergangenheit ist die BIZ auch in Zukunft bestrebt, hierzu ihren Beitrag zu leisten.