



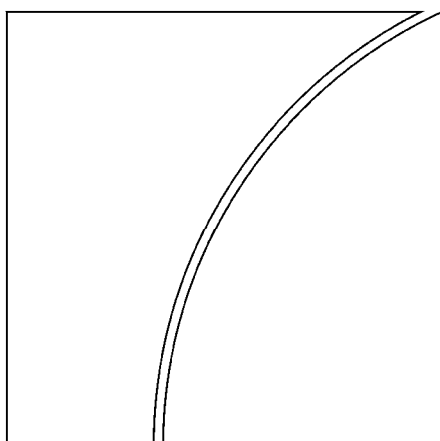
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

## **Ansprache des Generaldirektors**

Ein bleibendes Fundament für  
ein nachhaltiges Wachstum  
legen

Jaime Caruana  
Generaldirektor der BIZ

Basel, 26. Juni 2011





# Ansprache von Jaime Caruana

Generaldirektor der BIZ

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank  
am 26. Juni 2011 in Basel

Meine Damen und Herren

In einigen wesentlichen Aspekten ist die gegenwärtige Situation besser als vor einem Jahr und viel besser als im Juni 2009. Zwar bestehen nach wie vor etliche bedeutende Schwachstellen, und harte Arbeit muss noch geleistet werden, doch müssen wir uns auch vor Augen halten, wie viel schon erreicht worden ist.

Betrachtet man die Weltwirtschaft insgesamt, so schließt sich die Lücke zwischen globaler Nachfrage und Produktionskapazitäten. Zudem wächst die Weltwirtschaft in einem – historisch gesehen – beachtlichen Tempo, nämlich um rund 4%. Die Erholung verläuft zwar langsam und ungleichmäßig, sie hat jedoch die Wirtschaftsleistung in einigen der Länder, die von der Krise am meisten betroffen waren, erneut auf das ursprüngliche Niveau angehoben. Die wieder erstarkte Nachfrage hat die Deflationsbefürchtungen zerstreut, und so ist es auch weniger dringlich, die außerordentlich akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen weiterzuführen.

Die Regulierungsreform im Finanzsektor schreitet dank der Einigung über Basel III rasch voran. Die Banken haben bereits für eine erhebliche Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis gesorgt. Ein makroprudenzieller Ansatz, der auf das Systemrisiko ausgerichtet ist, bildet einen wesentlichen Bestandteil der neuen Regelung und der international vereinbarten Standards. Dies sind keine geringen Errungenschaften, und nicht eine von ihnen war vor einem Jahr schon gesichert.

Nach vier Jahren wirken die Finanzkrise und die ihretwegen ergriffenen staatlichen Maßnahmen immer noch spürbar nach. Volkswirtschaften und Finanzsysteme sind gegenüber selbst geringen Schocks weiterhin anfällig, und die Wahrscheinlichkeit äußerst negativer Entwicklungen ist nicht kleiner geworden. Der globale Konjunkturaufschwung bleibt ungleichmäßig verteilt, und die globale Inflationsrate ist seit April 2010 um einen vollen Prozentpunkt auf 3,6% gestiegen.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die im Zentrum der Krise standen, sind der allgemeine Schuldenabbau und die strukturelle Anpassung keineswegs vollzogen. Im Finanz- und im Bausektor bestehen nach wie vor

Überkapazitäten. Im privaten Sektor ist die Sanierung der Bilanzen noch nicht abgeschlossen. Darüber hinaus sind die Gefahren, die von der Staatsverschuldung ausgehen, inzwischen sehr real – und haben sich in einigen Ländern gar zur Krise ausgewachsen. Nicht zuletzt besteht weiterhin ein erhebliches Ansteckungsrisiko zwischen den Schwachstellen im öffentlichen Sektor und im Finanzsektor.

In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften sind die nur allzu vertrauten Anzeichen zunehmender Risiken im Finanzsektor zu beobachten: ein rasanter Anstieg des inländischen Kreditvolumens und ein Höhenflug der Vermögenspreise. Nach wie vor bestehen beträchtliche Leistungsbilanzungleichgewichte, und die Bruttokapitalströme bringen selbst für Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzüberschuss Risiken mit sich. Während diese Entwicklungen ihren Lauf nehmen, bleiben die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen weltweit außergewöhnlich akkommodierend.

Ich werde nun näher auf diese Hinterlassenschaften der Krise eingehen und danach die – fiskal- und geldpolitischen, strukturellen sowie aufsichtsrechtlichen – Maßnahmen erörtern, mit deren Hilfe ein bleibendes Fundament für ein robustes, stabiles und nachhaltiges Wachstum gelegt werden kann. Diese Maßnahmen wiederum müssen Bestandteil eines erweiterten, umfassenden Handlungsrahmens sein, innerhalb dessen die öffentlichen Entscheidungsträger frühzeitig aktiv werden, und zwar sowohl aus einer langfristigen Perspektive heraus – wenn man heute einen mäßigen Preis zahlt, vermeidet man einen hohen Preis morgen – als auch mit Rücksicht auf die weltweiten Auswirkungen ihres Handelns. Zusammenarbeit gereicht letztlich allen zum Vorteil.

## Herausforderungen und Strategien für ein stabiles und nachhaltiges Wachstum

Wenn nun die Krise allmählich überwunden ist, müssen wir unbedingt die fundamentalen Ursachen der Herausforderungen verstehen, die sie uns hinterlassen hat. Wir haben den Kollaps innerhalb eines weltweiten Finanzzyklus erlebt. Während der vorangegangenen Boomphase bestand die Tendenz, nicht nur Finanzrisiken zu unterschätzen, sondern auch die potenzielle Wachstumsrate der Wirtschaft und die Beständigkeit der dadurch generierten Steuereinnahmen zu überschätzen. Verbunden damit herrschte ein Unvermögen, sich herausbildende strukturelle Ungleichgewichte zu erkennen – und diese schädigten letztlich die Grundlagen eines nachhaltigen langfristigen Wachstums.

Vier Herausforderungen, die uns die Krise hinterlassen hat, werde ich näher beleuchten: die Stunde der Wahrheit für die Fiskalpolitik, die Inflation, Überkapazitäten und die nicht abgeschlossene Bilanzkorrektur im privaten Sektor sowie die Gefahren für die Finanzstabilität.

### *Stunde der Wahrheit für die Fiskalpolitik*

Der Wirtschaftsabschwung, die Steuerkürzungen und die erhöhten Ausgaben infolge der Krise sowie die Kosten für die Rekapitalisierung des Finanzsektors

lassen die *Stunde der Wahrheit für die Fiskalpolitik* näher rücken. In den Ländern mit einem Kreditboom erkennen die öffentlichen Entscheidungsträger jetzt das beträchtliche Loch, das durch den Einbruch der – infolge des vorangegangenen Booms vorübergehend aufgeblähten – Steuereinnahmen aufgerissen wurde. Die Folge ist eine Staatsschuldenkrise.

In vielen Fällen haben die jüngsten Ereignisse lediglich ein im Entstehen begriffenes Problem sichtbar gemacht. Ohne Korrekturmaßnahmen ist der steuerpolitische Kurs einiger der größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Welt auf längere Sicht unhaltbar. Das ist nichts Neues. Sinkende Erwerbs- bzw. steigende Abhängigenquoten, kostspielige staatliche Programme für die Altersvorsorge, das Gesundheitswesen und anderes mehr führen dazu, dass die künftigen Einnahmen bei Weitem nicht mehr mit den künftigen Verpflichtungen Schritt halten werden. Die Finanzmarktteilnehmer können solche drohenden Probleme lange ignorieren, dann aber plötzlich eines Tages schnelle und schmerzhaft Änderungen erzwingen.

Die *Konsolidierung der öffentlichen Haushalte* ist daher heute noch dringlicher als vor einem Jahr. Gemäß der OECD müsste das durchschnittliche OECD-Land seinen Primärhaushalt um fast 7% des BIP verbessern, allein schon um seine Schuldenquote bis 2026 zu stabilisieren.

Wir können eine dauerhafte Stabilität der Wirtschaft und des Finanzsystems erst erreichen, wenn wir mit aller Entschiedenheit Maßnahmen ergriffen haben, um die öffentlichen Finanzen auf einen soliden und glaubwürdigen Pfad zu lenken. Die Kreditwürdigkeit des Staates ist eine unabdingbare Voraussetzung für eine gut funktionierende Wirtschaft. Die Zahlungsunfähigkeit eines Landes bricht den Gesellschaftsvertrag und unterhöhlt das Vertrauen, das für ein reibungsloses Funktionieren sowohl des Staates als auch der Wirtschaft unerlässlich ist. Keine Volkswirtschaft – egal wie groß, reich und mächtig – ist gegen die Risiken fiskalpolitischer Inkohärenz gefeit.

Nirgendwo ist der Zusammenhang zwischen einer nachhaltigen Fiskalpolitik und einem soliden Finanzsektor offensichtlicher als derzeit in Teilen Europas. In einigen europäischen Ländern zogen Schwachstellen des Finanzsektors den Staat in Mitleidenschaft, in anderen infizierte die Schwäche des öffentlichen Sektors die Banken. Immer jedoch gefährdet jetzt die daraus resultierende Fragilität die Vorteile der wirtschaftlichen und finanziellen Integration. Es gibt keinen einfachen Ausweg, keine Abkürzung, keine schmerzlose Lösung – keine Alternative also zur rigorosen Umsetzung umfassender nationaler Programme einer straffen Haushaltskonsolidierung und struktureller Reformen. Die Ausgestaltung der Steuer- und Wettbewerbsvorkehrungen im Euro-Raum muss zu frühzeitigen, in guten Zeiten ergriffenen Korrekturmaßnahmen führen, die vorhersehbar, verlässlich und weniger diskretionär sind.

Unglücklicherweise hat Europa jedoch kein Monopol auf dringliche fiskalpolitische Herausforderungen. Auch die großen Volkswirtschaften müssen sorgfältig mit ihren öffentlichen Finanzen umgehen und sich um rasche Haushaltskonsolidierung bemühen, nicht zuletzt auch, weil sie erheblichen Einfluss auf die finanziellen Rahmenbedingungen weltweit haben.

## *Inflation, Nebenwirkungen und niedrige Zinsen*

Die willkommene Erholung und Auslastung freier Ressourcen hat das weniger willkommene Gespenst der *Inflation* mit sich gebracht. Wie schon in den frühen 1970er Jahren könnten rasant steigende Rohstoffpreise ein ernsthafteres Problem ankündigen. Die Preise von Nahrungsmitteln, Energie und Metallen beispielsweise reagieren stärker auf Veränderungen von Angebot und Nachfrage als die Preise von Industrieerzeugnissen und Dienstleistungen. Und anders als in den letzten zwanzig Jahren sieht es nicht danach aus, als ob die Preise international gehandelter Industriegüter einen dämpfenden Einfluss auf die Inflation haben könnten, da in den aufstrebenden Volkswirtschaften Löhne und Preise ebenfalls steigen. Obschon in einigen Teilen der Welt anscheinend noch ungenutzte Kapazitäten vorhanden sind, besteht die Gefahr von Zweitrundeneffekten und steigenden Inflationserwartungen.

Die sehr akkommodierenden geldpolitischen Rahmenbedingungen in den von der Krise am stärksten betroffenen Wirtschaftsregionen haben sich über die Anleihe- und Aktienmärkte sowie die Bankkreditströme auf die ganze Welt ausgedehnt. Die zweistellige Wachstumsrate bei den US-Dollar-Krediten an Schuldner außerhalb der USA ist nur ein Beispiel dafür, wie die Kreditaufnahme in den bedeutenden Währungen billige Kredite auch dort ermöglicht, wo die Notenbank die Zügel angezogen hat.

Außerordentlich lockere Finanzierungsbedingungen können unerwünschte Nebenwirkungen haben. Wir alle kennen die Liste nur zu gut: Niedrige Zinssätze können Bilanzsanierungen verzögern, in bestimmten Segmenten der Finanzmärkte ein gefährliches Eingehen von Risiken fördern und damit letztlich den Ausstieg aus den staatlichen Stützungsmaßnahmen erschweren; sie können auch die Anleger verstärkt motivieren, Mittel in den boomenden aufstrebenden Volkswirtschaften zu investieren, was dort finanzielle Ungleichgewichte entstehen lässt. Der aktivere Einsatz makroprudenzieller Instrumente in aufstrebenden Volkswirtschaften ist zu begrüßen, er kann jedoch eine geldpolitische Straffung nicht ersetzen. Je länger die Zinssätze niedrig bleiben, umso ernsthafter sind diese Nebenwirkungen und umso größer ist das Risiko einer schwerwiegenden Störung, wenn es schließlich zum unvermeidlichen Renditenanstieg kommt.

Die *Geldpolitik muss normalisiert* werden. Die derzeit äußerst akkommodierenden Leitzinssätze können nicht zu einer dauerhaften Währungs- und Finanzstabilität führen. Die realen kurzfristigen Zinssätze sind im vergangenen Jahr weltweit sogar noch gefallen, von  $-0,6\%$  auf  $-1,3\%$ .

Die Geschichte lehrt uns, dass die Erholung nach einer Finanzkrise langsamer und weniger robust verläuft als nach einer gewöhnlichen Rezession. Nach einer Finanzkrise erfordern der Abbau von Schuldenlasten, die Sanierung von Bilanzen, die Abschreibung unproduktiven Kapitals und die Reallokation von Arbeitskräften mehr Zeit. Die öffentlichen Entscheidungsträger sollten diesen unvermeidlichen Korrekturen nicht im Wege stehen. Wird die Geldpolitik zu spät und zu langsam normalisiert, kann dies die Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung unterhöhlen und die Gefahr mit sich bringen, dass infolge der Verzögerung notwendiger Struktur- und Bilanzanpassungen weiterer

Schaden entsteht. Normalere Zinssätze verringern die Versuchung, sich weiter durchzuwursteln, und stellen klar die erforderlichen Anpassungen in den Vordergrund.

Eine straffere Geldpolitik kann zudem die Behebung von Leistungsbilanzungleichgewichten unterstützen. Da sie die Währungsaufwertung in Ländern mit rascherem Wachstum begünstigt, trägt sie dort zur Korrektur von Ungleichgewichten bei. Sie kann darüber hinaus die strukturellen politischen Maßnahmen ergänzen, die für einen weltweit ausgewogenen Wachstumsverlauf nötig sind, damit wir von der unhaltbaren Kombination von schuldeninduziertem und exportgestütztem Wachstum wegkommen.

#### *Überkapazitäten und nicht abgeschlossene Bilanzkorrektur*

*Überkapazitäten* im Finanz- und im Immobiliensektor deuten auf eine nicht abgeschlossene Korrektur in den krisengeschüttelten Volkswirtschaften hin. Der Finanzsektor hat Eigenkapitalpolster aufgebaut, aber insgesamt bleibt die Verschuldung – im privaten und im öffentlichen Sektor – zu hoch. Für die USA, das Vereinigte Königreich und Spanien ist der einfache Mittelwert des Verhältnisses zwischen Verschuldung der privaten Haushalte und BIP im Zeitraum von 2007 bis Ende 2010 um lediglich 2 Prozentpunkte gesunken, während die Staatsschuldenquote dieser Länder im selben Zeitraum um 30 Prozentpunkte stieg.

Solange Verluste nicht offengelegt und die Bilanzen nicht saniert sind, werden Refinanzierungsprobleme und Verzerrungen andauern. Dies ist typisch für Volkswirtschaften, in denen eine starke Kreditexpansion kollabiert ist. Insbesondere bleibt das Finanzsystem im Verhältnis zur Gesamtwirtschaft auch nach der Krise groß, da die übermäßige Fremdfinanzierung und die Überkapazitäten nicht abgebaut worden sind.

Die öffentlichen Entscheidungsträger müssen sich verstärkt für eine Bilanzsanierung im Finanzsektor einsetzen und die Rahmenbedingungen für eine langfristige Rentabilität der Banken schaffen. Der makroökonomische Pfad dürfte nächstes Jahr mindestens so holprig sein wie im vergangenen Jahr. Daher sollte dafür gesorgt werden, dass die Banken gerüstet sind, wenn der unvermeidliche nächste Schock kommt. Rigorose Stresstests, ergänzt durch Rekapitalisierungsmaßnahmen, sind eine unabdingbare Voraussetzung.

Ohne ein robusteres und schlankeres Finanzsystem wird es zudem unmöglich sein, die nach wie vor bestehenden umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen zurückzuführen. Kein Finanzsystem kann sicher und effizient operieren, wenn die Rahmenbedingungen sowohl Moral Hazard schaffen als auch zu entsprechenden Fehlallokationen von Ressourcen führen.

#### *Gefahren für die Finanzstabilität*

Trotz aller bisherigen Bemühungen verstärken sich die Risiken staatlicher Schuldner und des Finanzsektors nach wie vor gegenseitig. Der kurzfristige Refinanzierungsbedarf der Banken ist immer noch hoch, und auch das Risiko von Zinsüberraschungen bleibt beträchtlich. Bestimmte Elemente des globalen Finanzumfelds verlängern das Bestehen von Schwachstellen. Dazu gehören nicht nur niedrige Leitzinssätze und die Vorwegnahme weiterer staatlicher

Unterstützung, sondern auch hohe Erwartungen hinsichtlich der Eigenkapitalrenditen von Banken. Die Investoren müssen ihre Ertragsexpectationen entsprechend dem geringeren Fremdfinanzierungsgrad der Banken herunterschrauben.

Gleichzeitig gibt es Anzeichen dafür, dass wieder *übermäßige Risiken eingegangen* werden. Zwar gehörte es zur Krisenbewältigung, die Anleger bis zu einem gewissen Grad zur Übernahme von Risiken anzuhalten, doch gibt es verschiedene Anzeichen, dass die Anleger dabei erneut zu weit gehen.

Darüber hinaus sind in mehreren dynamischeren Volkswirtschaften der Welt Symptome eines *unhaltbaren Kreditbooms* festzustellen. Kreditvolumina und Vermögenspreise liegen über ihren historischen Bandbreiten – ein Signal für das Entstehen von Gefahren für die Finanzstabilität. Die Geschichte mag sich zwar nie exakt wiederholen, aber immer wiederkehrende Tempi und Tonlagen sind doch festzustellen. Diese Entwicklungen sind Vorboten eines erneuten schadenverursachenden Finanzzyklus.

Wir sollten nicht unterschätzen, wie viel noch zu tun bleibt, um die Reform im Finanzsektor abzuschließen. Basel III muss weltweit vollständig und konsistent umgesetzt werden. Wir müssen höhere Standards für systemrelevante Finanzinstitute fordern und glaubwürdige Mechanismen für ihre geordnete Liquidierung schaffen. Die Risiken im Zusammenhang mit Schattenbankensystemen müssen überwacht und verringert werden. Die statistischen Daten und Analysemethoden, die zur Beobachtung von Systemrisiken auf nationaler und weltweiter Ebene herangezogen werden, sind zu verbessern. Wo Kreditvolumina und Wirtschaft stark expandieren, sollten die zuständigen Instanzen in Betracht ziehen, antizyklische Eigenkapitalpolster gemäß Basel III einzufordern, damit die Banken widerstandsfähiger werden. Und bei alledem ist darauf zu achten, dass die Vorkehrungen ausreichend flexibel sind, um mit den raschen Entwicklungen im Finanzsystem Schritt zu halten, auch hinsichtlich der Anreize zur Regulierungsarbitrage.

**Fassen wir zusammen:** Frühzeitiges Handeln ist nötig. Die Frage ist nicht, ob die Haushaltspolitik konsolidiert werden soll, auch nicht, ob die Geldpolitik normalisiert werden soll, und ebenso wenig, ob die strukturelle Anpassung zu beschleunigen ist. Vielmehr lautet die Frage, wann und wie dies alles geschehen soll.

Die öffentlichen Finanzen müssen auf einen nachhaltigen Pfad gelenkt werden, die Geldpolitik sollte normalisiert und die Anpassungen in der Realwirtschaft wie auch die Bilanzkorrekturen sollten beschleunigt werden. Frühzeitiges Handeln wird die Schwachstellen verringern, die Reparaturkosten senken und die Standfestigkeit gegenüber unerwarteten Ereignissen stärken. Dies gilt besonders für die *Widerstandskraft* von Finanzinstituten. Wo es möglich ist, sollten wir diese *jetzt aufbauen*. Anstatt in der längstmöglichen Zeit nur Mindeststandards zu erreichen, spricht vieles dafür, schneller und weiter voranzukommen. Vielleicht erleben wir für einmal sogar einen eigentlichen „Qualitätswettbewerb“.



## Rahmenregelungen

Die längerfristigen Lehren der Krise betreffen jedoch nicht nur politische Maßnahmen, sondern auch Rahmenregelungen. Ein bleibendes Fundament für Währungs- und Finanzstabilität erfordert eine Regulierung und Aufsicht mit starker makroprudenzieller Ausrichtung, eine Geldpolitik, die eine aktive Rolle bei der Förderung der Finanzstabilität spielt, und eine Fiskalpolitik, die die für eine effiziente Krisenbewältigung erforderlichen Reserverpolster aufbaut.

Zwei Erfordernisse sind dem allem gemeinsam. Das eine ist der Verzicht auf kurzfristigen Aktivismus zugunsten einer langfristigen Perspektive. Das andere besteht darin, bei der Ausgestaltung der Rahmenbedingungen über die Landesgrenzen hinauszublicken und sich nicht damit zufrieden zu geben, die Dinge lediglich im eigenen Land ins Lot zu bringen.

Das erste Erfordernis verlangt von den öffentlichen Entscheidungsträgern, dass sie den langfristigen Horizont nicht aus den Augen verlieren, wenn sie dem langsamen Aufbau finanzieller Ungleichgewichte zuvorkommen wollen, die letztlich das Wachstum abwürgen, die Geldpolitik lähmen und eine Staatsschuldenkrise auslösen können.

Die makroprudenzielle Politik muss so organisiert werden, dass die Entscheidungsträger ermutigt werden, eine langfristige Sichtweise, basierend auf den Grundsätzen der Unabhängigkeit, der Klarheit und der Rechenschaftspflicht, einzunehmen. Dies legt nahe, dass die Zentralbanken dabei eine Schlüsselrolle spielen sollten.

Auch die Fiskalpolitik muss eine langfristige Perspektive einnehmen. Genau wie Finanzinstitute müssen Regierungen Reserverpolster aufbauen. Die Fiskalpolitik sollte das Ziel verfolgen, in normalen Zeiten den Schuldenstand möglichst niedrig zu halten, damit der Staat für die unvermeidliche nächste Krise gerüstet ist. Darüber hinaus sollte den für die Fiskalpolitik Verantwortlichen klar sein, dass die Höhe der Einnahmen während eines Kreditbooms längerfristig keinen Bestand hat.

Das zweite Erfordernis für die öffentlichen Entscheidungsträger besagt, dass es in einer integrierten Weltwirtschaft nicht ausreicht, im eigenen Land die Dinge im Lot zu halten. Keine einzelne Volkswirtschaft ist sicher, wenn die Weltwirtschaft nicht sicher ist. Das Gedeihen einzelner Länder und die Angemessenheit ihres politischen Handelns können nur als Teil der weltweiten Rahmenbedingungen richtig beurteilt werden, die alle Länder mitgestalten. Wenn sich zum Beispiel jede Zentralbank auf den Standpunkt stellt, dass die Entwicklung der Rohstoffpreise außerhalb ihrer Kontrolle liegt, dann kann die globale Geldpolitik zu locker werden. Ebenso wie jede große private Bank Systemeffekte erzeugt, die sie internalisieren muss, erzeugt die Politik jedes einzelnen Landes internationale Spillover-Effekte, die es bei ihrer Ausgestaltung zu berücksichtigen gilt.

Ein bleibendes Fundament für niedrige Inflation, robustes Wachstum und ein stabiles Finanzsystem zu legen erfordert frühzeitiges Handeln angesichts von Ungewissheit. Vonnöten sind nicht nur gute Ideen, harte Arbeit und schwierige Anpassungen, sondern auch Zusammenarbeit, Kooperation und Koordination auf nationaler und internationaler Ebene. Internationale

Kooperation bedeutet ein gemeinsames Verständnis für die Herausforderungen und gemeinsam entwickelte Lösungen. Es ist eine der Kernaufgaben der BIZ, die internationale Kooperation zu fördern, und wie im bisherigen Verlauf ihrer Geschichte wird sie sich dieser Aufgabe auch weiterhin uneingeschränkt verschreiben.

