



## Es ist Zeit, alle Motoren zu starten

Ansprache von Agustín Carstens

Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

anlässlich der ordentlichen Generalversammlung der Bank  
Basel, 30. Juni 2019

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich begrüße Sie herzlich zur Präsentation des diesjährigen Wirtschaftsberichts der BIZ. Die zentrale Frage darin lautet, wie die Wirtschaft in ruhige Gefilde gesteuert werden kann. In meinen Erläuterungen werde ich mich auf die derzeitige Lage der Weltwirtschaft konzentrieren. Ich werde die Aussichten und Risiken erläutern und auf die Notwendigkeit einer besseren Gewichtung der verschiedenen Politikbereiche eingehen.

Nachdem ein Jahrzehnt außerordentlicher geldpolitischer Maßnahmen dazu beigetragen hat, das Wachstum der Weltwirtschaft wiederherzustellen, ist es seit 2018 zu einer Verlangsamung der Wachstumsraten gekommen. Zwar sind die kurzfristigen Aussichten nach wie vor gut, doch bestehen mittel- und langfristig zahlreiche Risiken. Damit die Weltwirtschaft auf Kurs bleibt und ruhige Gefilde erreicht, müssen andere Politikbereiche eine wichtigere Rolle spielen, und die öffentlichen Entscheidungsträger müssen eine längerfristige Perspektive entwickeln. Konkret müssen Geldpolitik, Fiskalpolitik, makroprudenzielle Maßnahmen und Strukturreformen besser gewichtet werden. Und um das Flugzeug der Weltwirtschaft in ruhige Gefilde zu steuern, müssen auch Geschwindigkeit und Stabilität genau aufeinander abgestimmt sein. Zudem braucht es eine Treibstoffreserve für eventuellen Gegenwind. Dies ist umso wichtiger, als die Unsicherheiten und Risiken gegenwärtig sehr zahlreich sind.

## Die Weltwirtschaft wächst, aber es bestehen weiterhin Risiken und Schwachstellen

Lassen Sie mich kurz zusammenfassen, wie die BIZ die wirtschaftlichen Entwicklungen im Berichtsjahr und die Aussichten beurteilt.

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich in den vergangenen zwölf Monaten deutlich verlangsamt. Dies kam nicht wirklich unerwartet. Das globale Wachstum hatte 2017 weit über dem Potenzial gelegen, und so war damit zu rechnen gewesen, dass die Wirtschaft dieses überdurchschnittliche Tempo nicht würde halten können. Und doch kam diese Verlangsamung letztlich überraschend. Mehrere Faktoren haben für Gegenwind gesorgt und dazu beigetragen, dass sich der Handel und die verarbeitende Industrie viel schwächer entwickelt haben.

Zum einen sorgen die anhaltenden Spannungen in den Handelsbeziehungen und die damit verbundene Unsicherheit über die Zukunft des multilateralen Handelssystems für Gegenwind und stellen eine erhebliche Belastung für die Weltwirtschaft dar. Die angespannten Handelsbeziehungen trüben nicht nur die Aussichten für die Nachfrage und die Investitionen, sondern sie stellen auch die Fortdauer der



bestehenden Lieferketten und sogar die Zukunft des globalen Handelssystems in Frage. Man kann es nicht oft genug betonen: Handelskriege kennen keine Sieger, nur Verlierer.

Zum andern sorgen die Entwicklungen in China für Gegenwind. Die chinesischen Behörden haben Schritte unternommen, um den dringend erforderlichen Schuldenabbau der Wirtschaft voranzutreiben und das Wachstum auf einen tragfähigeren Pfad zu bringen. Die Bedeutung Chinas und die Verflechtung des Landes mit der Weltwirtschaft haben dazu geführt, dass die Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft rasch in aller Welt spürbar wurde. Auch hier haben die globalen Wertschöpfungsketten als mächtiger Transmissionskanal gewirkt.

Nach wie vor gibt es einige Entwicklungen, die die kurzfristigen Aussichten recht positiv erscheinen lassen. Der Dienstleistungssektor zeigt sich widerstandsfähig, und der Konsum wird durch weiterhin kräftiges Beschäftigungswachstum und stark steigende Löhne gestützt. In vielen großen Volkswirtschaften, die im Zentrum der Finanzkrise gestanden hatten, wirken die Kredit- und Finanzierungsbedingungen immer noch konjunkturfördernd, insbesondere in den USA. Und dank den nach der Krise eingeleiteten Reformen hat sich die Kapitalausstattung der meisten globalen Banken deutlich verbessert.

Die Zentralbanken haben in den vergangenen Monaten dazu beigetragen, die Wachstumsdynamik aufrechtzuerhalten, indem sie ihren geldpolitischen Kurs anpassten, wenn neue Informationen bekannt wurden. Die Inflation blieb sehr gedämpft, obwohl in vielen Volkswirtschaften das Produktionspotenzial die gängigen Messgrößen fast erreicht oder bereits übertroffen hat und die Arbeitslosigkeit auf neue Tiefstwerte gesunken ist.

Allerdings gibt es einige Faktoren, die das Wachstum bremsen. Seit Drucklegung des Wirtschaftsberichts scheint sich die Wachstumsverlangsamung sogar noch zu intensivieren und auf andere Länder übergreifen. Es gibt Anzeichen dafür, dass sich Konsum und Investitionen abschwächen, und auf kurze Sicht bestehen weitere erhebliche Risiken. Vor allem könnten die Handelskonflikte, die die Wachstumsverlangsamung mitverursacht haben, sich erneut verschärfen. In einigen Ländern gibt es auch politökonomische Risiken. Der Schuldenabbau in China ist noch nicht abgeschlossen. Und die Abschwungphase des Finanzzyklus, in der sich viele Länder befinden, dürfte als Bremsfaktor für das Wachstum der Weltwirtschaft wirken, darauf lassen zumindest frühere Erfahrungen schließen.

Wichtig ist zudem, dass nach einer langen Phase lockerer Finanzierungsbedingungen zahlreiche Schwachstellen bestehen. Sie könnten die Weltwirtschaft vom Kurs abbringen.

Eine Schwachstelle ist etwa die hohe Verschuldung der privaten Haushalte in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere jenen, die von der Großen Finanzkrise nicht direkt betroffen waren. Diese historisch hohen Schuldenstände schränken die Fähigkeit der privaten Haushalte zur Wachstumsbelebung ein.

Eine weitere Schwachstelle sind deutliche Überhitzungssignale im Unternehmenssektor mehrerer fortgeschrittener Volkswirtschaften. Der Markt für gehebelte Kredite – sog. Leveraged Loans – ist rasant gewachsen: Sein Volumen beläuft sich inzwischen auf rund 3 Billionen US-Dollar, was in etwa dem Umfang der forderungsgedeckten Schuldverschreibungen entspricht, die die Subprime-Krise verschärft hatten. Strukturierte Produkte wie Collateralised Loan Obligations (CLO) haben enorm zugenommen. Die Kreditvergabestandards sind gelockert worden, denn die Anleger sind auf der Suche nach Renditemöglichkeiten. Wenn es bei den Leveraged Loans zu einer Bonitätsverschlechterung käme, könnten die Auswirkungen auf die Wirtschaft über den Bankensektor und andere Akteure des Finanzsystems mit Beständen an Leveraged Loans und CLO verstärkt werden. Es könnte zu drastischen Preiskorrekturen und Finanzierungsengpässen kommen. All diese Risiken bestehen wohlgerne vor dem Hintergrund einer längerfristigen Verschlechterung der Kreditqualität und einer allgemein hohen Verschuldung des Unternehmenssektors in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften.



Eine hohe Verschuldung lässt auch in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften Schwachstellen vermuten. Teilweise sind es hier die privaten Haushalte, die hochverschuldet sind, doch zumeist betrifft es den Unternehmenssektor, nicht zuletzt da die Verschuldung in Fremdwährung seit der Krise stark zugenommen hat. Die gegenwärtigen Schwachstellen sind zum Teil eine Folge der anhaltend lockeren Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, denn die aufstrebenden Volkswirtschaften sind besonders anfällig gegenüber sich umkehrenden Kapitalströmen und Wechselkursschwankungen. In Kapitel II des Wirtschaftsberichts wird erörtert, wie die aufstrebenden Volkswirtschaften diese besondere Anfälligkeit zu reduzieren versuchten und neue geldpolitische Handlungsrahmen einführten, wobei in mancherlei Hinsicht die Theorie nicht mit der Praxis Schritt gehalten hat. Anstatt auf eine reine Inflationssteuerung mit frei schwankenden Wechselkursen zu setzen, intervenierten diese Länder auch – in unterschiedlichem Maße – am Devisenmarkt und ergriffen ergänzend dazu makroprudenzielle Maßnahmen. Das Ergebnis dieser Mischung war mühsam erkämpfter Spielraum zur Sicherung der Preis-, Wirtschafts- und Finanzstabilität. Doch die künftigen Herausforderungen sind nicht zu unterschätzen.

Ungeachtet der länderspezifischen Unterschiede ist die Rentabilität der Banken in einigen Ländern gesunken, obwohl sie über mehr Kapital verfügen als vor der Krise. Gewinne sind die beste Verteidigung gegen Verluste. Sie stellen bei Weitem die wichtigste Kapitalquelle dar und sind für Banken die Grundlage, um Kredite vergeben und die Wirtschaft unterstützen zu können. Niedrige Gewinnaussichten schlagen sich in sehr niedrigen Bewertungen von Banken nieder. Vielen Banken ist es noch nicht gelungen, ihre Bilanzen vollständig zu sanieren und ihre Geschäftsmodelle anzupassen. Die wachsende Bedeutung der Technologiekonzerne, die im Bereich von Finanzdienstleistungen zu Konkurrenten werden, wie in Kapitel III des Wirtschaftsberichts näher erläutert, ist eine weitere Herausforderung für die Banken.

Noch bedrohen diese Risiken die globale Finanzstabilität nicht direkt, doch sie können die Nachhaltigkeit der Wirtschaftsexpansion gefährden, umso mehr als die Gesamtverschuldung – des öffentlichen und des privaten Sektors – im historischen Vergleich sehr hoch ist und in den letzten Jahren weiter zugenommen hat. Der Flug, auf dem sich die Weltwirtschaft befindet, dürfte also weiterhin turbulent sein. Es ist sinnvoll, angeschnallt zu bleiben, doch dies reicht nicht aus. Um das Flugzeug sicher in ruhige Gefilde zu steuern, müssen wir eine echte langfristige Perspektive entwickeln und entsprechend handeln.

## Kurs nehmen auf ruhige Gefilde

Im vergangenen Jahr begaben sich die wichtigsten Zentralbanken angesichts des robusten Wachstums der Weltwirtschaft auf Normalisierungskurs und strafften die Geldpolitik sehr graduell und vorhersehbar. Doch als sich der Welthandel abschwächte und die Finanzmärkte einbrachen, wurde die Normalisierung vorübergehend ausgesetzt. Die Finanzmärkte erholten sich in der Folge rasch. Es kam zu weiteren Schocks, und die Geldpolitik wurde erneut angepasst. Dies zeigt, wie schwierig es ist, nicht vom Normalisierungskurs abzuweichen, wenn die Märkte derart stark auf jegliche Anzeichen einer Straffung reagieren. Doch die geldpolitischen Beschlüsse der letzten Monate zeigen auch, dass die Zentralbanken agil sind und rasch auf Ereignisse reagieren können, um ihr Mandat zu erfüllen.

Wie sollte die Geldpolitik reagieren, wenn sich die Wirtschaft deutlicher abschwächen sollte als erwartet? Während in den meisten Ländern nach wie vor ausreichender geldpolitischer Spielraum besteht, sollten die Zentralbanken bei Kursanpassungen die Risiken im Auge behalten, die ihre unmittelbaren Handlungen möglicherweise hervorrufen. Wie stark auf kurze Sicht angepasst werden muss, hängt davon ab, wie die Wahrscheinlichkeit beurteilt wird, dass es zwischenzeitlich zu einem heiklen Balanceakt kommt.

Ein Balanceakt ist dann unumgänglich, wenn geldpolitische Aktionen auf kurze Sicht deutliche positive Effekte zeitigen, gleichzeitig aber das Risiko negativer Effekte auf längere Sicht erhöhen. Für die Geldpolitik wird ein solcher potenzieller Zielkonflikt besonders sichtbar, wenn es geldpolitischen



Handlungsspielraum zurückzugewinnen gilt, wenn die Inflation hartnäckig unterhalb des Zielwertes bleibt, obwohl die Wirtschaft annähernd voll ausgelastet ist, wenn das Wachstum sich abzuschwächen scheint und wenn ein Aufbau finanzieller Schwachstellen stattgefunden hat. Die Zentralbanken sind sich der Notwendigkeit, hier eine Balance zu finden, deutlich bewusst. Dazu ist unweigerlich ein hohes Maß an Urteilsvermögen nötig. Aus diesem Grund werden je nach Land und entsprechend den jeweiligen Rahmenbedingungen unterschiedliche Entscheidungen getroffen. Lassen Sie mich konkreter auf diesen potenziellen Zielkonflikt eingehen.

Die Argumente für ein graduelleres Vorgehen liegen auf der Hand. Preisstabilität – das wichtigste Ziel von Zentralbanken – spricht natürlich dafür, die geldpolitische Lockerung beizubehalten oder zu verstärken, wenn die Inflation unter dem Zielwert liegt. Eng damit verbunden ist die Notwendigkeit, die Inflationserwartungen wieder in der Nähe des Zielwerts zu fixieren. Noch stichhaltiger ist ein gradueller Ansatz, wenn – wie offenbar Ende 2018 – die Finanzmärkte fragil erscheinen und die Wirtschaft beeinträchtigen könnten. Je größer die Unsicherheit über die Lage des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft ist, desto zwingender ist ein graduelleres Vorgehen.

Gleichzeitig könnte der unmittelbare Nutzen eines solchen Vorgehens zu einem späteren Zeitpunkt mit Kosten und weniger Handlungsspielraum einhergehen.

Kosten könnten in erster Linie über finanzielle Kanäle entstehen. Die im historischen Vergleich anhaltend niedrigen Zinssätze drücken tendenziell auf die Margen der Banken, schmälern ihre Gewinne und verringern dadurch ihre Fähigkeit zum Aufbau von Eigenkapital, die für eine produktive Wirtschaft unerlässlich ist. Äußerst lockere Finanzierungsbedingungen können zwar das Wachstum auf kurze Sicht steigern, führen aber womöglich zu weiteren Risiken. Und dauerhaft niedrige Zinssätze sind eine mögliche Gefahr für effiziente Ressourcenallokation und Produktivität.

Angesichts dessen könnte der geldpolitische Handlungsspielraum künftig kleiner ausfallen, und zwar aus zwei Gründen. Wenn man davon ausgeht, dass eine Normalisierung nicht zu einer Beeinträchtigung der Wirtschaft führt (wodurch künftig nicht mehr, sondern weniger Spielraum bestünde), würde ein graduelleres Vorgehen im Vergleich dazu den Handlungsspielraum unmittelbar verkleinern. Und indirekt könnten die Nebeneffekte einer sehr lockeren Geldpolitik die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber höheren Zinssätzen schwächen und dadurch eine Normalisierung umso schwieriger gestalten.

Aus diesen Überlegungen wird deutlich, wie heikel der Balanceakt ist, dem sich die Zentralbanken gegenübersehen. Das Risiko, dass das Tempo bis zur Abreißgeschwindigkeit gedrosselt wird, ist abzuwägen gegen das Risiko, dass der Treibstoff zu rasch verbraucht wird. Ganz allgemein zeigen diese Überlegungen, dass die Geldpolitik nicht der Motor für ein stärkeres tragfähiges Wirtschaftswachstum sein kann. Realistischerweise sollte sie eher als Auffangnetz betrachtet werden.

Um die Turbulenzen hinter uns zu lassen und ruhige Gefilde zu erreichen, braucht es unbedingt eine bessere Gewichtung der verschiedenen Politikbereiche. Das Flugzeug kann nicht mit einem einzigen Motor fliegen: Alle vier müssen gestartet werden. Die Wirtschaft ist nach wie vor von außerordentlichen Maßnahmen der Zentralbanken abhängig, obwohl sie weltweit immer noch solide wächst. Aus diesem Grund müssen Geldpolitik, Fiskalpolitik, makroprudenzielle Maßnahmen und Strukturreformen besser gewichtet werden.

Die Fiskalpolitik kann helfen, sofern sie über einen gewissen Handlungsspielraum verfügt. Ob und wann sie eingesetzt wird und wie stark sie im Verhältnis zur Geldpolitik gewichtet wird, hängt unter anderem davon ab, wie hoch die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors ist. Wenn die Fiskalpolitik eingesetzt wird, sollte sie sorgfältig genutzt werden, um ein tragfähiges Wachstum zu erreichen und die Gesamtnachfrage mit gezielten und zeitlich begrenzten expansiven Maßnahmen zu stützen. Dabei ist es wichtig, sicherzustellen, dass die beschlossenen Maßnahmen nicht prozyklisch und somit kontraproduktiv wirken. Häufig ist es auch ratsam, strukturelle Fiskalreformen durchzuführen, zum Beispiel die steuerliche Bevorzugung von Schulden abzuschaffen oder die automatischen Stabilisatoren zu stärken.



Auch makroprudenzielle Maßnahmen können einen Beitrag leisten. Sie können etwas Spielraum schaffen, um die Ziele von Preis-, Wirtschafts- und Finanzstabilität mittelfristig besser in Einklang zu bringen. In Kapitel II des Wirtschaftsberichts werden entsprechende Maßnahmen beleuchtet, die in den aufstrebenden Volkswirtschaften eingesetzt wurden.

Strukturreformen sind von höchster Bedeutung. Auch wenn es politisch schwierig ist, müssen die Anstrengungen zur Umsetzung von wachstumsfördernden strukturellen Maßnahmen wiederbelebt und fortgesetzt werden. Gegenwärtig sind besonders Maßnahmen wichtig, die dafür sorgen, dass die Wirtschaft mit den rasanten technologischen und sonstigen strukturellen Veränderungen Schritt hält. Ein Beispiel wäre hier die Reaktion der Regulierungsbehörden auf den Vorstoß von Technologiekonzernen in den Finanzbereich, der in Kapitel III des Wirtschaftsberichts erörtert wird.

Ruhige Gefilde könnten hinter dem Horizont liegen. Doch wir sind noch nicht dort angekommen. Es gibt viele Risiken und Schwachstellen, und die politische Unsicherheit ist groß. Auf dem bisherigen Normalisierungskurs waren einige Abweichungen unumgänglich. Der Flug kann letztlich aber nur gelingen, wenn endlich alle vier Motoren mit voller Leistung laufen und nicht bloß vorübergehend der Turbo eingeschaltet wird. Indem eine längerfristige Perspektive entwickelt wird, können die heutigen Erfordernisse und die Erfordernisse von morgen besser miteinander in Einklang gebracht werden.

Ich werde nun das Wort an Claudio Borio, den Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und an Hyun Song Shin, den Volkswirtschaftlichen Berater und Leiter der Wirtschaftsforschung, übergeben. Sie werden näher auf die beiden Sonderkapitel des Wirtschaftsberichts eingehen.