



## Agustín Carstens

*Der Autor ist der Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*

Die Turbulenzen, welche durch die Covid-19-Pandemie an den Finanzmärkten ausgelöst wurden, wecken böse Erinnerungen an die Finanzkrise von 2008. Die äusseren Symptome wie fallende Preise von Vermögenswerten und Kreditklemme sind zwar ähnlich, doch es gibt grosse Unterschiede. Diese Unterschiede sind wichtig, da die entsprechenden Reaktionen nun über das frühere Strategiekonzept hinausgehen muss.

Entscheidend ist, dass die Massnahmen der Zentralbanken zur Bewältigung der Krise die eigentlich betroffenen Haushalte und Unternehmen auch erreichen. Die «letzte Meile» dieses Kanals steht noch nicht und muss nun dringend gebaut werden.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen der aktuellen Krise und der von 2008 betrifft den Kreis der Beteiligten. Die Krise von 2008 war eine weltweite Bankenkrise, in deren Mittelpunkt überschuldete Kreditgeber standen. Die Zentralbanken verfügten über die relevanten Werkzeuge, um der Krise im Bankensektor entgegen zu wirken, beispielsweise durch die Bereitstellung von Liquidität für die angeschlagenen Banken oder den Ankauf von Vermögenswerten.

Aktuell aber stellt der formelle Bankensektor einen kleineren Teil des Finanzsystems dar, während Finanzierungslösungen über Kapitalmärkte viel wichtiger geworden sind. Demnach haben institutionelle Anleger und marktbasierende Finanzintermediäre deutlich an Bedeutung gewonnen, und die Unternehmen der Realwirtschaft sind mittlerweile viel stärker von ihnen abhängig. Dies ist ein Grund, weshalb die Verwerfungen diesmal auch an den Märkten zur Unternehmensfinanzierung sichtbar sind, dort, wo beispielsweise Commercial Papers und Unternehmensanleihen gehandelt werden.

Grosse und kleine Unternehmen benötigen Betriebskapital, insbesondere wenn sie Teil einer Lieferkette sind. Die kurzfristigen Aktiva eines Unternehmens wie Forderungen, also das Geld, das eben diesem Unternehmen von anderen Unternehmen in der Produktionskette geschuldet wird, machen einen grossen Teil der Gesamtaktiva aus. Allerdings stehen diesen Forderungen auch entsprechende Verbindlichkeiten auf der Passivseite der Bilanz gegenüber. Diese Verflechtung von Forderungen und Verbindlichkeiten ist der Kitt, der die Unternehmen in einer Wirtschaft zusammenhält, von den globalen Lieferketten ganz zu schweigen. Entsprechend den aktuellen Gegebenheiten haben die Unternehmen sich das eben dieses Betriebskapital jedoch vermehrt über Kapitalmarktfinanzierungen und – im Falle von globalen Lieferketten – in US-Dollar beschafft.

Die derzeitigen Aufsichtsinstrumente sollten die Banken davon abhalten, sich zu übernehmen. Nun haben wir jedoch das gegenteilige Problem: Banken füllen nicht die Lücke, die durch die Verwerfungen an den Kapitalmärkten entstanden sind. Um existenzfähigen Unternehmen einen Rettungsanker zuzuwerfen und sie im wirtschaftlichen Covid-19 Lockdown über Wasser zu halten, ist es notwendig, die «letzte Meile» von den potenziellen Kreditgebern zu jenen Firmen, die am Abgrund stehen, zu überbrücken.

Banken sollten nun Teil der Lösung sein, und nicht des Problems. Jetzt ist der Zeitpunkt gekommen, um von den Bilanzpolstern zu zehren, die in guten Zeiten aufgebaut wurden. Um die Kreditvergabe anzuregen zu erhöhen, benötigen wir unbedingt eine weltweite Sistierung der Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe von Banken.

Doch reicht dieser erste Schritt unter Umständen nicht aus, da die Kreditgeber sich zurückziehen und sich weniger risikofreudig zeigen. Deshalb ist eine zweite Massnahme erforderlich. Die Banken sollen durch Mittel der Zentralbanken zur Kreditvergabe bewegt werden. Ausserdem müssen die Regierungen



mithilfe von Garantieprogrammen für eine bessere Risikoverteilung sorgen, damit sichergestellt ist, dass die wirtschaftlichen Risiken nicht auf die Banken oder die Zentralbank abgeschoben werden.

Eine mögliche Lösung wäre, jedem kleinen oder mittleren Unternehmen einen staatlich garantierten Kredit in Höhe der Steuersumme zu gewähren, die das Unternehmen im letzten Jahr gezahlt hat. Diese «Steueraufschubdarlehen» könnten von den Banken gegen einfachen Nachweis, dass die Steuern im letzten Jahr bezahlt wurden, bereitgestellt und dann in besicherter Form über eine Zentralbankfazilität refinanziert werden.

Verluste müssten von der Regierung, also von der Staatskasse, getragen werden. Natürlich werden dabei Fehler nicht zu vermeiden sein. Doch nur diejenigen KMUs, die im vergangenen Jahr rentabel waren, hätten Anspruch auf einen staatlichen Kredit, wodurch die Möglichkeiten für Betrug und Manipulation eingeschränkt würden. Auch der administrative Aufwand wäre relativ überschaubar, da dies von der Steuerbehörde überprüft werden könnte.

Im Weiteren gilt es zu verhindern, dass sich der Kitt löst, der die globalen Lieferketten zusammenhält. Deshalb müssen diese Prinzipien auch auf globaler Ebene angewendet werden. Die von den Zentralbanken angekündigten Dollar-Swaplinien sind äusserst wichtig. Doch muss jede Zentralbank – wie im inländischen Kontext auch – ihre Dollar-Liquidität so steuern, dass eine Entflechtung der globalen Lieferketten verhindert wird.

Konkret bedeutet dies, dass staatlich garantierte Bankkredite zur Finanzierung von Forderungen auch durch eine Zentralbankfazilität besichert und finanziert werden könnten. «Achtet auf die ‹letzte Meile›!» ist ein Motto, das nicht nur für die inländische Wirtschaft, sondern für den ganzen Erdball gilt.

Eine Krise im Markt für Unternehmenskapital erfordert Lösungen, die die entsprechenden Marktteilnehmer direkt mit einbindet. Damit die Zentralbankliquidität auch in den entlegensten Winkeln des Finanzsystems ankommt, muss sie direkt auf diejenigen Haushalte und Unternehmen abzielen, welche sie am meisten benötigen. Ansonsten könnten die Massnahmen der Zentralbanken ins Leere laufen. Das Strategiekonzept von 2008 umfasst einige der notwendigen Instrumente – wie das Commercial-Paper-Programm –, doch reicht es nicht aus. Die Entscheidung der Federal Reserve der USA, ist ein mutiger Schritt in die richtige Richtung. Doch werden möglicherweise noch weitere Massnahmen erforderlich sein, um die «letzte Meile» zu den kleinen Unternehmen ganz am Ende der Reihe zu überbrücken.