

Man muss intelligent auf die Krise reagieren – nicht nur schnell

Gewaltige Stimulierungspakete sollen eine Rezession und neue Turbulenzen an den Finanzmärkten verhindern. William White ist nicht sicher, ob das gelingt. Der frühere Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich rät zur Reform des Finanzsystems, und er mokiert sich über die Wertpapierkäufe.

An den Finanzmärkten kam es in Tagen [vom Boom zum Crash](#). Was geht nun vor sich?

Es gibt verschiedene Ansichten. Die einen glauben, Regierungen und Notenbanken müssen tun, was nötig ist. Das heisst, regulatorische Nachsicht, massiver Einschuss von Liquidität, fiskalpolitische Unterstützung für Arbeitnehmer und Unternehmen et cetera, um sich gegen den konjunkturellen Rückschlag zu stemmen. Immerhin verringert das, was die die Ausbreitung der Pandemie verhindern soll, Angebot und Nachfrage zugleich. Das sei gerechtfertigt, um den volkswirtschaftlichen Schaden in Grenzen zu halten, heisst es.

Eine dunklere Sichtweise ist, dass wir alle Register ziehen müssen, weil die Weltwirtschaft immer noch mit den Ungleichgewichten belastet ist, die zur Krise im Jahr 2008 führten. Also geht es darum, das Ausmass einer möglichen Rezession und die damit verbundenen Lasten möglichst klein zu halten, um weitere Turbulenzen an den Finanzmärkten zu vermeiden.

Was halten Sie davon?

Vieles von dem, was gemacht wurde, ist gerechtfertigt. Da grundlegende, strukturelle Probleme, nie gelöst worden sind, gilt das mit zwei Einschränkungen. Das ist erstens die zunehmende Verschuldung in der ganzen Welt, und zweitens die Tatsache, dass die Finanzmärkte zunehmend an der Grenze dessen operieren, was man noch als geordnet bezeichnen kann.

Mit welcher Konsequenz?

Wir sollten wenigstens darüber nachdenken, wie wir damit umgehen. Das ist nicht gemacht worden, weil seit 2008 das Mantra gilt, «die Notenbanken haben alles im Griff», sobald diese alles mit billigem Geld übertüncht haben. Gerade die Schweizer aber werden wissen, dass das langfristig eine gefährliche Strategie ist. Es ist offen, wann die scheinbar lange Frist zur Gegenwart wird.

Was wollen Sie damit sagen?

Erstens sollten wir uns endlich mit den fundamentalen Problemen befassen, die uns weiterhin plagen. Das geht nicht über Nacht. Es sollte aber geschehen, so lange noch genügend Zeit dafür ist. Zweitens muss man zwar dafür sorgen, dass sich die Wirtschaftskrise jetzt nicht in eine Finanzkrise verwandelt. Allerdings ist eine massive, undifferenzierte geld- und fiskalpolitische Expansion nicht die richtige Antwort darauf.

Sondern?

Wir brauchen einen zielgerichteten Lösungsansatz – und das braucht Zeit. Die Regierungen müssen abwägen, ob sie schnell oder intelligent auf die Krise reagieren wollen. Ein paar Überlegungen über die langfristige Auswirkung beschlossener Massnahmen wären nicht schlecht.

Macht das überhaupt jemand?

Man kann das ansatzweise in den USA sehen. Das Einfachste und Schnellste wäre, erneut alles mit billigem Geld zu lösen, also Unternehmen zu unterstützen oder Lohnersatz zu zahlen. Allerdings fragt sich schon, ob man Firmen mit öffentlichem Geld helfen muss, wenn sie keinen vernünftigen Businessplan haben.

Können sie ein konkretes Beispiel geben?

Nehmen wir einmal die Reise- und Luftfahrtbranchen. Werden sie künftig wirtschaftlich wieder so bedeutend werden, wie vor der Krise – wo doch die Welt immer «grüner» wird? Sollten wir ihr tatsächlich die dafür nötigen Finanzmittel zur Verfügung stellen?

Wird sich das Wirtschafts- und Finanzsystem jetzt ändern?

Möglicherweise sehen wir erst dann, wenn die Dinge völlig ausser Kontrolle geraten sind, dass wir in die schwierige Lage gekommen sind, weil wir uns nicht richtig organisiert haben. Das ist letztlich eine politische Frage.

Wie steht es mit den Fehlanreizen? Banken, Airlines, Autohersteller, das Gesundheitswesen, die Ölfirmen – alle wollen nun an die öffentlichen Geldtöpfe. Ist das Finanzministerium eine Wohlfahrtsorganisation für Unternehmen?

Es geht in jeder Krise darum, ob man sich stärker um die Probleme von heute kümmert oder um die Sorgen von morgen. In der Vergangenheit hat man sich zu oft auf die Gegenwart konzentriert, statt Rücksicht auf unbeabsichtigten Folgen in der Zukunft zu nehmen. Steigende Schulden etwa bremsen auf lange sich die wirtschaftliche Entwicklung.

Viele Firmen und Anleger arbeiten mit viel Fremdkapital. Jetzt droht ein Dominostein nach dem anderen zu fallen. Ist es vernünftig, dass die US-Notenbank (Fed) Fonds und Banken illiquide Commercial Paper, verbrieften Immobilienprodukte etc. abkauft?

Das ist ein Symptom für die Schuldenfalle, über die wir bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich schon vor Jahren geredet haben. In diesem Umfeld kommt das Fed praktisch gar nicht mehr darum herum, die Märkte irgendwie wieder in Gang zu bringen, um kurzfristig noch grösseren Schaden zu verhindern. Man sollte endlich die fundamentalen Ungleichgewichte aussortieren, statt zur Tagesordnung überzugehen, sobald das System wieder einigermaßen funktioniert. Das haben wir bisher nie getan.

Wird es auch diesmal wieder in Gang kommen?

Ich hoffe es, bin aber nicht sicher. So hat in den vergangenen Tagen der Treasury-Markt nicht mehr richtig funktioniert, der Repo-Markt war eingefroren, es hat einen Run auf den Greenback von Leuten gegeben, die keine Dollar-Einnahmen haben – es gibt also viele Unwägbarkeiten. Gott sei Dank hat sich meine schlimmste Befürchtung nicht eingestellt, wonach das Fed die Dollar-Swap-Vereinbarungen nicht mehr bestätigt hätte oder gar vom Kongress daran gehindert worden wäre.

Das ist wieder so eine Kurzfristlösung ...

Ja, zumal China nicht einbezogen worden ist. Dabei sind die chinesischen Firmen ziemlich exponiert, was Dollarverbindlichkeiten und den Wechselkurs anbelangt. Chinesische Fluglinien etwa haben meines Wissens ziemlich viele Dollar-Anleihen ausgegeben.

Hat das Fed überhaupt die Power, all die Commercial Paper und die BBB-Bonds in den USA aufzukaufen?

Das Kernproblem ist, dass die Regulatoren dasassen und tatenlos zuschauten, wie immer mehr BBB-Firmenbonds auf den Markt kamen. Sobald die Ratingagenturen die Bonität herunterstufen, dürfen Pensionsfonds und andere diese Zinspapiere nicht mehr in den Portfolios haben, und wir haben ein weiteres Problem. Vielleicht schafft sich das Fed die Möglichkeit, das ganze Zeug zu kaufen. Aber nicht nach vorne zu schauen ist keine gute Strategie, um ein Land zu regieren.

Das Fed hat gerade angekündigt, Bond-ETFs zu kaufen ...

Der frühere Notenbankchef Ben Bernanke hat schon vor Jahren die Meinung geäußert, die Institution könne alles kaufen. Wieso also nicht Häuser, Autos, Cleanex – nur Toilettenpapier wohl nicht. Das ist gerade knapp.

Wird es gelingen die Finanzmärkte zu beruhigen?

Wer weiss das schon, vielleicht haben sie Erfolg. Im Extremfall aber kommt es zu einer Dynamik, wie wir sie in den vergangenen Tagen gesehen haben. Plötzlich sind die Treasury-Renditen gestiegen, obwohl das Fed Geld in den Markt gepumpt hat. Investoren waren gezwungen, ihre Wertpapierkredite mit liquiden Mitteln besser abzusichern und verkauften, was gerade ging und nicht das, was vernünftig gewesen wäre.

Die Sonderrolle des Dollar im Weltfinanzsystem führt regelmässig zu Verwerfungen. Ist es Zeit, das zu ändern?

Das auf den Dollar basierte Finanzsystem ist nicht ideal, es wird von Tag zu Tag ungeeigneter. Aber es gibt niemanden, der verpflichtet wäre, etwas zu ändern oder der für etwas haften würde. So handelt jeder in seinem eigenen Interesse. Aus diesem Grund macht mich das starke Wachstum der Zentralbankbilanzen in aller Welt nervös. Meist mit dem Vorwand, die Inflation weiche vom Ziel ab, wenn auch oft nur minimal. Wahrscheinlich soll der Wechselkurs beeinflusst werden, um kompetitive Vorteile zu erlangen. Letztlich bleibt immer nur die Hoffnung, dass die amerikanische Zentralbank das Richtige macht. Dabei muss sie immer im besten Sinne der USA zu handeln.

Asdfasdfasdf

Es ist wichtig, über die Struktur des internationalen Währungssystems nachzudenken. Wenn es international anerkannte Regeln gäbe, hätten sich in der Vergangenheit nicht so viele Probleme aufgetürmt, weil einzelne Parteien eigennützig waren. Geht es darum, die Stabilität zu verbessern, sind Dinge, die man am einfachsten tun kann, meist die ineffizientesten. Nötig ist aber gerade das Gegenteil - nämlich die Reform des globalen Währungssystems. Bis es soweit kommt, müssen aber die Umstände wohl noch deutlich dramatischer als jetzt werden.

Sehen Sie das so kommen?

Ich hoffe nicht, aber es ist nicht ausgeschlossen – wenn die Folgen der Pandemie zu einer wirtschaftlichen Abwärtsspirale und zu einer Finanzkrise wie im Jahr 2008 führen.

Woran würde man das erkennen?

Man braucht nur auf den wunden Punkt, [auf die Unternehmensverbindlichkeiten](#) zu schauen. Was passiert, wenn die Kreditwürdigkeit der BBB-Bonds zu BB herabgestuft wird, die Renditen steigen und viele Firmen den Geist aufgeben, weil sie ihre Schulden nicht mehr bedienen können? Dann fragt sich, wer die Papiere in den Büchern hat und welche Rolle sie im Finanzsystem spielen. Faktisch sind Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Banken und andere auf der Suche nach Rendite immer grössere Risiken eingegangen. Bei den Finanzinstituten kommt der tiefe Erdölpreis dazu, der zusammen mit der Tendenz zum «going green» zu vielen gestrandeten Vermögen im Energiebereich und zu entsprechendem Abschreibungsbedarf führen kann.

Die [amerikanischen Banken sind so stark](#) wie noch nie, heisst es. Sie glauben das nicht?

Hier zitiere ich gerne den bekannten Dialog von Ernest Hemingway, in dem der eine den anderen fragt: «Wie bist Du in die Pleite geraten?» und der antwortet: «Erst langsam und dann plötzlich ganz schnell». Die Lage der Banken kann sehr lange sehr solide aussehen. Sobald sie sich aber ändert, passiert das auf eine Weise, die nicht linear ist. Es kann also schnell gehen. Eine Liquiditätsanforderungen an eine Bank ist ohnehin ein Widerspruch. Muss sie Gelder zur Sicherheit halten, sind diese nicht mehr liquide.

Jane Yellen und Ben Bernanke plädieren für die Monetarisierung der Schulden. Wo führt das noch hin?

Wer in einer Krise immer wieder zur geldpolitischen Droge greift, gerät in eine Sackgasse. Denn das ist intertemporal inkonsistent. Er muss jedes Mal die Dosis erhöhen, weil die fundamentalen Ungleichgewichte immer grösser werden. Ich sage das aber schon seit 20 Jahren, und in dieser Zeit haben die Notenbanken das Eisen ein um das andere Mal aus dem Feuer geholt. Ich kann also schlecht behaupten, es würde nicht noch einmal gelingen.

Das gilt wohl auch für das strukturelle Budgetdefizit und die stark steigenden Staatsschulden der USA?

Ich bin nicht glücklich über die Entwicklung, aber die Lage ist länger stabil geblieben als viele gedacht haben. Gleichzeitig ist auch noch der Dollar gefragt. Die Frage ist, ob diese Konstellation langfristig tragbar ist – und das kann niemand sagen.

.....

One must react intelligently to the crisis - not only quickly

Huge stimulus packages are designed to prevent a recession and new turbulence on the financial markets. William White is not sure if this will succeed. The former chief economist of the Bank for International Settlements advises reform of the financial system and he mocks the securities purchases.

The financial markets went from boom to crash in days. What is going on now?

There are different views. Some believe that governments and central banks must do what is necessary. That means regulatory leniency, massive injection of liquidity, fiscal policy support for workers and companies, etc., in order to stem the economic setback. After all, the measures designed to prevent the spread of the pandemic are reducing both supply and demand. This is said to be justified in order to limit the economic damage.

A darker perspective is that we have to pull out all the stops because the global economy is still burdened with the imbalances that led to the crisis in 2008. So it is a question of keeping the extent of a possible recession and the associated burdens as small as possible in order to avoid further turbulence on the financial markets.

What do you think about this?

Much of what has been done is justified. Since fundamental, structural problems have never been solved, this applies with two limitations. The first is the increasing indebtedness around the world, and the second is the fact that the financial markets are increasingly operating at the limits of what can still be called orderly.

With what consequence?

We should at least think about how we deal with it. This has not been done, because since 2008 the mantra has been "the central banks have everything under control" as soon as they have covered everything up with cheap money. But the Swiss in particular will know that this is a dangerous strategy in the long term. It remains to be seen when this seemingly long period will become the present.

What are you trying to say?

First, we should finally address the fundamental problems that continue to plague us. This cannot be done overnight. But it should happen while there is still time. Secondly, while we must ensure that the economic crisis does not turn into a financial crisis now, we must also ensure that the economic crisis does not turn into a financial crisis now. However, massive, undifferentiated monetary and fiscal expansion is not the right answer.

What is?

What we need is a targeted approach - and that takes time. Governments must weigh up whether they want to react quickly or intelligently to the crisis. A few thoughts on the long-term impact of the measures that have been decided on would not be bad.

Is anyone doing that?

You can see the beginnings of this in the US. The easiest and quickest thing to do would be to solve everything again with cheap money, i.e. to support companies or pay wage replacement. However, the question is whether you have to help companies with public money if they don't have a reasonable business plan.

Can you give a concrete example?

Take the travel and aviation industries. Will they become as important economically in the future as they were before the crisis - when the world is becoming ever "greener"? Should we really provide them with the necessary financial resources?

Will the economic and financial system change now?

Perhaps only when things have gotten completely out of hand will we see that we have got into this difficult situation because we have not organised ourselves properly. This is ultimately a political question.

What about the false incentives? Banks, airlines, car manufacturers, the health system, the oil companies - they all now want to get into the public money pot. Is the Treasury a corporate charity?

Every crisis is about whether you pay more attention to today's problems or tomorrow's concerns. Too often in the past, people have focused on the present instead of considering unintended consequences in the future. Rising debt, for example, slows down economic development for a long time to come.

Many companies and investors work with a lot of outside capital. Now one domino is threatening to fall after the other. Is it reasonable for the US Federal Reserve (Fed) to buy illiquid commercial paper, securitized real estate products etc. from funds and banks?

This is a symptom of the debt trap we talked about years ago at the Bank for International Settlements. In this environment, there is virtually no way the Fed can avoid somehow getting the markets back on track to prevent even greater damage in the short term. We should finally sort out the fundamental imbalances instead of going back to business as usual as soon as the system is working reasonably well again. We have never done that before.

Will it get going again this time?

I hope so, but I am not sure. For example, in the last few days the treasury market has not worked properly, the repo market has been frozen, there has been a run on the greenback of people who have no dollar income - so there are many imponderables. Thankfully, my worst fear that the Fed would no longer have confirmed the dollar swap agreements or even be prevented from doing so by Congress did not materialize.

This is another short-term solution...

Yes, especially since China has not been included. Chinese companies are quite exposed in terms of dollar liabilities and the exchange rate. Chinese airlines, for example, have, to my knowledge, issued quite a few dollar bonds.

Does the Fed even have the power to buy up all the commercial paper and BBB bonds in the US?

The core problem is that the regulators sat there and watched as more and more BBB corporate bonds came on the market. As soon as the rating agencies downgrade the credit rating, pension funds and others are no longer allowed to have these interest-bearing securities in their portfolios, and we have another problem. Maybe the Fed will create an opportunity to buy all this stuff. But not looking forward is not a good strategy for running a country.

The Fed has just announced it's going to buy bond ETFs...

Former Federal Reserve Chairman Ben Bernanke expressed the opinion years ago that the institution could buy anything. So why not houses, cars, Cleanex - but probably not toilet paper. That's in short supply at the moment.

Will it be possible to calm the financial markets?

Who knows, maybe they will succeed. In extreme cases, however, there will be the kind of momentum we have seen in recent days. Suddenly, Treasury yields have gone up, even though the Fed has pumped money into the market. Investors were forced to better hedge their securities loans with cash and sold what was going on rather than what would have been reasonable.

The special role of the dollar in the global financial system regularly leads to distortions. Is it time to change this?

The dollar-based financial system is not ideal; it is becoming less and less suitable every day. But there is no one who is obliged to change anything or who is liable for anything. So everybody acts in his own interest. That is why I am nervous about the strong growth of central bank balance sheets around the world. Usually on the pretext that inflation is deviating from target, albeit often only minimally. Probably to influence the exchange rate in order to gain competitive advantages. Ultimately, all that remains is the hope that the Federal Reserve will do the right thing. In doing so, it must always act in the best interests of the US.

Why is it so difficult to change anything?

It is important to reflect on the structure of the international monetary system. If there were internationally recognised rules, there would not have been so many problems in the past because individual parties were selfish. When it comes to improving stability, the things that are easiest to do are usually the most inefficient. What is needed is just the opposite - reform of the global monetary system. Until that happens, however, the circumstances will probably have to be much more dramatic than they are now.

Is that how you see it coming?

I hope not, but it is not impossible - if the consequences of the pandemic lead to an economic downward spiral and to a financial crisis like the one in 2008.

How would you recognize that?

You only have to look at the sore spot, at corporate liabilities. What happens if the credit rating of BBB bonds is downgraded to BB, yields rise and many companies go out of business because they can no longer service their debts? Then the question is who has the securities on the books and what role they play in the financial system. In fact, insurance companies, pension funds, banks and others have been taking ever greater risks in the search for returns. In the case of financial institutions, the low

price of oil is an added factor, which together with the trend towards "going green" can lead to many stranded assets in the energy sector and a corresponding need for write-downs.

American banks are said to be stronger than ever before. You don't believe that?

Here I like to quote the well-known dialogue by Ernest Hemingway, in which one asks the other: "How did you end up in bankruptcy?" and the other answers: "First slowly and then suddenly very quickly". The situation of the banks can look very solid for a very long time. But as soon as it changes, it happens in a way that is not linear. So it can happen very quickly. A liquidity requirement for a bank is a contradiction in terms anyway. If it has to hold funds as collateral, they are no longer liquid.

Jane Yellen and Ben Bernanke argue for the monetization of debt. Where does it lead?

If you keep resorting to the monetary policy drug in a crisis, you end up in a dead end. Because this is intertemporally inconsistent. He has to increase the dose every time, because the fundamental imbalances are getting bigger and bigger. But I have been saying this for 20 years, and in that time the central banks have pulled the iron out of the fire time and time again. So I can hardly say that it won't work again.

I suppose that also applies to the structural budget deficit and the sharp rise in US government debt?

I am not happy about the development, but the situation has remained stable for longer than many people thought. At the same time, the dollar is still in demand. The question is whether this constellation is sustainable in the long term - and nobody can say that.

Translated with www.DeepL.com/Translator (free version)