

I. Einleitung: Ein plötzlicher Umschwung?

Die bedeutendste Entwicklung im Berichtszeitraum war die markante Konjunkturabschwächung in den USA, die im zweiten Halbjahr 2000 einsetzte. Zwar war eine Verlangsamung der Wirtschaftsentwicklung seit langem erwartet und sogar herbeigesehnt worden, doch ihr plötzliches Einsetzen war aus einer Vielzahl von Gründen bemerkenswert. Sie schien das Ende – oder zumindest eine deutliche Pause – des seit zehn Jahren andauernden weltweiten Aufschwungs zu markieren, in dem die US-Wirtschaft eine unverhältnismäßig große, aber willkommene Rolle gespielt hatte (Kapitel II). Begleitet wurde sie von einer offensichtlichen Unterbrechung der Erholung in Japan und einer Konjunkturabflachung in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften (Kapitel III) sowie, wenn auch in weit geringerem Maße, in Europa. Und sie war eine herbe Enttäuschung für alle, die gehofft hatten, daß dank einer auf die Informationstechnologie gestützten New Economy sowohl Lagerzyklen als auch starke Schwankungen der Investitionsausgaben der Vergangenheit angehören würden.

Rasch wurden die üblichen Erklärungsfaktoren für einen solchen globalen Umschwung bemüht. Die Ölpreise hatten scharf angezogen, was die Ausgabenneigung in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften noch stärker beeinträchtigte als in den Industrieländern. Die kurzfristigen Zinssätze waren in allen wichtigen Industrieländern angehoben worden, um entweder einem aufkeimenden Inflationsdruck entgegenzuwirken oder – im Falle Japans – die Geldpolitik angesichts einer sich abzeichnenden leichten Konjunkturerholung auf einen normaleren Kurs zurückzuführen. Den Finanzmärkten wurde ebenfalls ein gewisser Einfluß zugeschrieben, denn die Indizes für Aktientitel der New Economy hatten gegenüber ihren Höchstständen vom März 2000 überall kräftig verloren. Auch die Kreditvergabebedingungen waren das Jahr hindurch weltweit zwar in unterschiedlichem Maße, aber fortlaufend verschärft worden, vor allem für Schuldner geringerer Bonität. Unter diesen Umständen wurde in Ländern mit voller Kapazitätsauslastung eine etwas schwächere Ausgabenbereitschaft als nur natürlich und sogar begrüßenswert angesehen. In den von der Abschwächung am meisten betroffenen Ländern galt dies auch für die Umkehr des zuvor beobachteten Trends zur geldpolitischen Straffung. Mit Blick zurück auf die Wirtschaftsentwicklung seit dem Zweiten Weltkrieg lag all dies gewissermaßen im Rahmen des Üblichen.

Dennoch gab es gleichzeitig Befürchtungen, daß einige weniger vertraute Einflußfaktoren am Werk waren. Der vorangegangene Aufschwung erinnerte manche Beobachter in gewisser Weise an die Konjunkturzyklen vor dem Ersten Weltkrieg – ein ungewöhnlicher Vergleich, aber vielleicht nicht unangebracht

angesichts der unaufhaltsamen Deregulierungs- und Globalisierungswelle im Finanzsektor, die die letzten Jahrzehnte geprägt hat. Ähnlich wie bei früheren umwälzenden technischen Neuerungen – Schiffskanäle, Eisenbahn, Elektrizität, Automobil – nahm die damit verbundene Sachvermögensbildung stark zu, wobei im jetzigen Konjunkturzyklus die Informationstechnologie- und die Telekommunikationsbranche am meisten profitieren konnten. Zugleich verstärkten die Höhenflüge der Aktienkurse diese Entwicklung, indem sie zur reichlichen Verfügbarkeit kostengünstigen Risikokapitals beitrugen. Bei allgemein geringem bzw. rückläufigem Preisauftrieb blieben außerdem die Realzinsen auf einem verhältnismäßig tiefen Niveau. Während diese Trends in den USA am deutlichsten hervortraten, waren sie in unterschiedlichem Ausmaß auch in anderen Ländern zu beobachten. Daraufhin entstand der Eindruck, daß es zu einer weltweiten Krisenanfälligkeit kommen würde, wenn sich die Gewinnerwartungen nicht erfüllten. Dies trug vermutlich dazu bei, daß viele Zentralbanken bereit waren, die Zinsen zu senken, als die Federal Reserve im Januar dieses Jahres eine ungewöhnlich energische geldpolitische Lockerung einleitete (Kapitel IV).

Günstigerweise war der Aufschwung in den letzten Jahren sowie auch noch im Berichtszeitraum zudem durch eine weitgehende Stabilität der Preise auf aggregiertem Niveau gekennzeichnet. In einer ganzen Reihe von Ländern – sowohl aufstrebenden Volkswirtschaften als auch Industrieländern – reagierten die Meßgrößen für die Kerninflation unerwartet gedämpft auf den Druck, der von niedrigen Arbeitslosenquoten, Währungsabwertungen und gestiegenen Ölpreisen ausging. Zum Teil war dies die Folge der höheren Produktionskapazitäten, insbesondere für Industriegüter, die im Zuge der vorangegangenen langen Phase intensiver Investitionstätigkeit aufgebaut worden waren. Andere Faktoren spielten jedoch auch eine Rolle, so etwa die Deregulierung der Gütermärkte, die Globalisierung im Handel mit Gütern und Dienstleistungen, die Ausgabenzurückhaltung der öffentlichen Haushalte und die zunehmende Glaubwürdigkeit der von den Zentralbanken gesetzten Ziele zur Inflationsbekämpfung. All diese Elemente trugen dazu bei, daß ein „Käufermarkt“ entstand, der den Preisauftrieb dämpfte und ihn zugleich auf einem niedrigen Niveau hielt.

Da die Preise insgesamt träger waren, mußten Schocks wie höhere Ölpreise natürlich auf andere Weise abgefangen werden, um Gewinneinbußen zu vermeiden. Dies gelang im Berichtszeitraum weitgehend auch. In den USA, den meisten europäischen Ländern und Japan wurde bei den Nominallohnerhöhungen eine überraschend große Zurückhaltung geübt, was in den USA und Europa mit besser funktionierenden Arbeitsmärkten, in Japan mit Arbeitsplatzunsicherheit und einer gedrückten Konjunkturlage zusammenhing. In der gesamten Weltwirtschaft gab es außerdem Anzeichen für einen positiven Wirkungskreislauf von mäßigen Lohnzuwächsen und gemäßiger Preisentwicklung. Ferner waren insbesondere in den USA in den letzten Jahren erhebliche Steigerungen der Arbeitsproduktivität zu verzeichnen gewesen, die mitgeholfen hatten, die Preise im Zaum zu halten, ohne die Gewinne zu beeinträchtigen. In den letzten Quartalen haben sich die Gewinnaussichten in vielen Ländern jedoch deutlich verschlechtert, was besonders für die Branchen der

New Economy weltweit gilt. Dies trug wesentlich zur Verschlechterung der Lage an den Finanzmärkten bei, die sich dann wiederum auf das weltweite Wirtschaftswachstum auszuwirken begann.

Der anhaltende Prozeß der Globalisierung war in letzter Zeit auch dadurch gekennzeichnet, daß große Divergenzen bei den nationalen Sparquoten problemlos durch die internationalen Kapitalströme ausgeglichen wurden. In den USA fiel die Nettosparquote des privaten Sektors im letzten Jahr gemessen am BIP auf unter -6% (das entspricht einem Rückgang um 12 Prozentpunkte seit 1992), während sie in Japan auf fast 9% stieg. Während die öffentlichen Haushalte für einen gewissen Ausgleich sorgten, blieben doch erhebliche Leistungsbilanzungleichgewichte bestehen, denen massive Kapitalzuflüsse in die USA – zunehmend in Form von Aktienkäufen und Direktinvestitionen – gegenüberstanden. Schaut man weiter und vergleicht die hohe gesamtwirtschaftliche Ersparnis in Asien und Europa mit der Situation auf der westlichen Halbkugel, so zeigen sich ähnliche strukturelle Unterschiede in der Ersparnisbildung. Von großer Bedeutung für die Finanzierung der sich daraus ergebenden Leistungsbilanzdefizite waren auch hier die ausländischen Direktinvestitionen, insbesondere in Lateinamerika.

Die Kapitalzuflüsse in die USA ebenso wie in andere Empfängerländer wurden zum Teil durch das Streben nach Diversifizierung und durch die Erwartung überdurchschnittlicher Anlageerträge stimuliert. Im Nebeneffekt stützten sie jedoch den US-Dollar beträchtlich (Kapitel V), was wiederum dazu beitrug, den Inflationsdruck zu dämpfen. Trotz deutlicher Anzeichen für eine Konjunkturabschwächung in den USA hielt die Dollarstärke an, möglicherweise ein Hinweis darauf, daß der Markt in der Verlangsamung nur eine Pause sah, bis das Wachstumspotential der New Economy wieder Fuß gefaßt haben würde. Eine weitere Erklärung könnte sein, daß die Rolle der Reservewährung Dollar als sicherer Hafen an Bedeutung gewann, als die Unsicherheit hinsichtlich der weltweiten Wirtschaftsaussichten wuchs, insbesondere da der öffentliche Haushalt und das Bankensystem in den USA als solide angesehen wurden. Ob sich diese Annahmen und Einschätzungen schließlich bewahrheiten werden, bleibt abzuwarten.

Nicht alle Länder, die auf Auslandsfinanzierung angewiesen waren, hatten es so leicht. Unter anderem hatten die anhaltend prekäre haushaltspolitische Lage in Argentinien und grundlegende Probleme im Bankensektor in der Türkei einen starken Zins- und Wechselkursdruck zur Folge, der im Falle der Türkei zu einer drastischen Abwertung der Währung führte. Bis Ende April waren von diesen Ereignissen verhältnismäßig geringe Ansteckungseffekte ausgegangen. Nicht nur war die Hebelwirkung im System geringer als im Verlauf früherer Krisen, die internationalen Finanzmärkte schienen auch besser in der Lage zu sein, zwischen unterschiedlichen Kategorien von Kreditrisiken zu unterscheiden (Kapitel VI). Die Tatsache, daß viele Wechselkursregime von einer Basis fest angebundener, aber anpaßbarer Wechselkurse auf kontrolliertes Floaten umgestellt worden waren, spielte wahrscheinlich ebenfalls eine Rolle.

Im Berichtszeitraum wurden eine Reihe von Maßnahmen zur Förderung der Stabilität des internationalen Finanzsystems ergriffen. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften waren fortgesetzte Bemühungen zu beobachten, die

inländischen Finanz- und Zahlungsverkehrssysteme zu verbessern, wobei oft internationale Vereinbarungen über bestmögliche Praktiken zugrunde gelegt wurden. Zudem lenkten der schärfere Wettbewerb und die Konsolidierung im Finanzsektor der Industrieländer in größerem Maße die Aufmerksamkeit der politisch Verantwortlichen auf sich. Immer mehr rückte ins Bewußtsein, daß ein rascher Wandel im Finanzsektor und eine damit einhergehende Kreditausweitung in der Vergangenheit zu einer Vielzahl von Schwierigkeiten geführt hatten (Kapitel VII). Daß die Aufsichtsinstanzen solche Schwachpunkte auf regelmäßiger Basis überwachten, wurde begrüßt, konnte aber natürlich nicht garantieren, daß das Problem wiederkehrender Krisen im Finanzsektor damit aus dem Weg geräumt sei.

Stimmungsfaktoren, Preise von Vermögenswerten und gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Obwohl die Weltwirtschaft immer stärker durch gemeinsame Schocks sowie real- und finanzwirtschaftliche Interdependenzen geprägt wurde, waren nach wie vor auch einzelfallspezifische Entwicklungen von großer Bedeutung, die von der Stimmungslage in den wichtigsten Regionen abhingen. Nirgends war die Wirtschaftsentwicklung spektakulärer als in den USA, wo sich das BIP-Wachstum im ersten Halbjahr 2000 unter dem Einfluß lebhafter Verbraucherausgaben und eines weiteren beträchtlichen Anstiegs der gewerblichen Anlageinvestitionen auf fast 6% beschleunigte. Beide Faktoren hingen vor allem mit der vorangegangenen Aktienhausse zusammen, durch die das Vermögen der Verbraucher zugenommen hatte und die Kosten für Unternehmensfinanzierungen gesunken waren. Leicht zugängliche Kredite aus immer unterschiedlicheren – oftmals ausländischen – Quellen spielten ebenfalls eine unterstützende Rolle. Generell begünstigend wirkte sich die positive Grundstimmung aus, die auf der Überzeugung beruhte, daß sowohl die Produktivität als auch die Erträge dank der neuen Informations- und Kommunikationstechnologie auf einen dauerhaft höheren Wachstumspfad eingeschwenkt seien.

Doch im weiteren Jahresverlauf begannen sich wachsende Risiken abzuzeichnen. Der Nasdaq brach ein und fiel immer weiter, andere Indizes sanken ebenfalls, wenngleich in geringerem Maße. Als Folge davon ging das Nominalvermögen der privaten Haushalte in den USA im Jahr 2000 zum ersten Mal in der Nachkriegszeit sogar zurück. Dagegen stiegen die Verbindlichkeiten und Schuldendienstverpflichtungen der privaten Haushalte in Prozent ihres verfügbaren Einkommens fast auf Rekordwerte, während die private Sparquote noch tiefer unter null sank. Die Gesamtverschuldung der Unternehmen war zwar von den historischen Höchstständen weiter entfernt, doch kleinere Unternehmen gerieten in Bedrängnis. Die Banken verschärften die Kreditvergabebedingungen drastisch, eine Zeitlang hatten Schuldner mit einer Bonität unterhalb des Anlageratings fast keinen Zugang zum Anleihemarkt mehr, und auch die Konditionen für Lieferantenkredite im Bereich der Technologieausrüstung wurden strenger.

Der Inlandsabsatz bei Endverbrauchern in den USA schwächte sich im vierten Quartal stark ab, wobei sich der Rückgang durch sämtliche Branchen

zog. Auch das Vertrauen der Verbraucher nahm merklich ab. Die erzielten Gewinne fielen, und Gewinnwarnungen kamen in rascher Folge. Darüber hinaus wuchs das Bewußtsein, daß Sonderfaktoren, die auch in die andere Richtung ausschlagen könnten, möglicherweise die ausgewiesenen Gewinne aufblähten oder die Aktienwerte verwässerten. Die steigenden Aktienkurse schufen nämlich einen Anreiz, Rentenversicherungsbeiträge vorübergehend auszusetzen, die Ausbreitung von Aktienoptionen verschaffte den Unternehmen zwar Steuervorteile, bewirkte aber potentiell eine Verwässerung der Eigentümerstruktur, und die Verwendung von Stammaktien bei Unternehmensübernahmen zu aufgeblähten Kurs/Gewinn-Verhältnissen verringerte die Anteilswerte der Aktionäre der übernehmenden Gesellschaften noch weiter. Dennoch wurden diejenigen, die davon ausgingen, daß der Konjunkturabschwung nur vorübergehend sein würde, in der Folge durch günstigere Wirtschaftsindikatoren in ihrer Überzeugung bestärkt. Insbesondere wurden die Lagerbestände im ersten Quartal 2001 viel rascher abgebaut als erwartet. Zudem hielten sich die Konsumausgaben angesichts der angekündigten Stellenkürzungen und des weiter nachlassenden Verbrauchervertrauens überraschend gut.

Der plötzliche Umschwung der konjunkturellen Lage in den USA fand seinen Niederschlag in einer ungewöhnlich raschen Kursänderung der Geldpolitik. Insgesamt waren sowohl die vorangegangene Phase der Straffung als auch die spätere Phase der Lockerung mit dem Anliegen vereinbar, die Konjunkturausschläge zu dämpfen und zugleich das Ziel der Preisstabilität im Inland zu verfolgen. Mit Blick auf die größere Bedeutung der Preise von Finanzvermögenswerten in den USA und deren Abhängigkeit von der Stimmungslage sah sich die Federal Reserve in ihrem Handlungsspielraum jedoch auf subtile, aber maßgebliche Weise eingeschränkt. Noch mehr als zuvor kam es darauf an, daß die Zinssenkungen als weder zu klein noch zu groß beurteilt wurden. Fielen sie zu klein aus, dürfte der Verbrauch kaum stimuliert werden; wären sie zu groß, könnte es einerseits zu einer Euphorie an den Finanzmärkten kommen oder andererseits zu einer Panik, falls die Märkte glaubten, daß die Federal Reserve ihnen gegenüber einen Informationsvorsprung habe. Schließlich führte die erste und deutliche Zinssenkung im Januar tatsächlich zu einer sprunghaften Lockerung der Kreditbedingungen, wobei weitere Zinssenkungen halfen, diesen Zustand beizubehalten. Der Preisauftrieb im Inland hätte die Bereitschaft der Federal Reserve zur Senkung der Zinssätze ebenfalls einschränken können, glücklicherweise blieb er aber schwächer, als angesichts der vorangegangenen Energiepreissteigerungen und der in jüngerer Zeit zu verzeichnenden Beschleunigung bei den Lohnstückkosten vielleicht zu erwarten gewesen wäre.

Die Konjunktur in Japan blieb im wesentlichen schwach, zeigte aber einen ähnlichen Quartalsverlauf wie in den USA. Allerdings hatte in den USA der Glaube an die neuen Technologien – trotz der Abschwächung im zweiten Halbjahr 2000 – einen grundlegenden Optimismus bewahrt. Japan dagegen litt immer noch unter den Nachwirkungen der zehn Jahre zuvor geplatzten Konjunkturblase: Überkapazitäten in der Industrie und niedrige Erträge, Vermögenswertverluste und anhaltende Schwäche im Finanzsektor. Da die Wirtschaftspolitik weiterhin nicht in der Lage war, eine durchgreifende Lösung

dieser Probleme herbeizuführen, gesellte sich zu der allgemeinen Enttäuschung über die herrschende Situation überdies noch die Überzeugung, daß die Zukunft wohl keine Änderung bringen würde.

Im ersten Halbjahr 2000 stieg die Industrieproduktion in Japan dennoch vorübergehend, worin sich die Erholung in den USA und in Asien widerspiegelte. Steigende Erträge und höhere Investitionen waren die Folge, vor allem in der Informationstechnologiebranche. Als jedoch der außenwirtschaftliche Impuls nachließ und die Auswirkungen der vorangegangenen Yen-Aufwertung deutlicher sichtbar wurden, verblaßte die Hoffnung wieder. Das Konsumklima dagegen blieb durchgehend gedämpft. Da die Verbraucher zuvor erhebliche Vermögenseinbußen erlitten hatten, Zweifel am Zustand der nicht kapitalgedeckten Rentenversicherungssysteme hegten und mit der langsam voranschreitenden Umstrukturierung in der Industrie ihre Einkünfte und ihre Arbeitsplätze gefährdet sahen, neigten sie eher zum Sparen als zum Konsum. Die rückläufigen Einzelhandelspreise, zum Teil bedingt durch positive Angebotsentwicklungen, dürften die Verbraucher in ihrer abwartenden Haltung noch bestärkt haben.

Die Wirtschaftspolitik ihrerseits nutzte den kleinen ihr noch verbliebenen Spielraum aus. Die Nullzinspolitik wurde für kurze Zeit ausgesetzt, als sich die Wirtschaftslage im Sommer aufzuhellen schien, dann aber in Form eines expliziten quantitativen Ziels für die Überschußreserven der Banken faktisch wieder eingeführt. Gleichzeitig erklärte die Bank of Japan, daß diese Regelung bestehen bleiben werde, bis die Verbraucherpreise zu fallen aufgehört hätten. Diese Erklärung sollte helfen, den eindrucksvollen und willkommenen Rückgang der längerfristigen Zinsen im zweiten Halbjahr aufrechtzuerhalten. Die Fiskalpolitik lieferte weitere konjunkturelle Impulse, die jedoch immer weniger Wirkung entfalteten, weil die Erkenntnis wuchs, daß verlustbringende Investitionen und Staatsgarantien letztendlich eine große Belastung für die Steuerzahler bedeuten würden.

Die Hoffnung, daß das schleppende Wachstum in den USA und Japan durch höhere Wachstumsraten in anderen Ländern ausgeglichen würde, erfüllte sich nur zum Teil. Ähnlich wie in den USA gab auch in den anderen wichtigen englischsprachigen Ländern das rasche Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte Anlaß zur Besorgnis, die meisten verzeichneten jedoch anschließend eine deutliche Verlangsamung, die mit Zinssenkungen einherging. Nur das Vereinigte Königreich widersetzte sich dem Schwächetrend, aber auch dort wurden zuletzt die Notenbankzinsen mit Blick auf die Zukunftsaussichten zurückgenommen.

Zudem zog die Konjunktur im Euro-Raum nicht wie erhofft an, auch wenn die Wachstumsabschwächung zumindest weniger ausgeprägt war als andernorts. Die Inlandsnachfrage war relativ stabil, da sich angesichts der ungewöhnlich rasch wachsenden Beschäftigung die Stimmung bei den Verbrauchern verbesserte, und so schien Kontinentaleuropa eine Zeitlang von den Entwicklungen außerhalb abgeschirmt zu sein. Doch die Kehrtwende im 2jährigen Abwärtstrend des Euro-Wechselkurses stellte sich nicht ein. Der schwache Euro und die höheren Ölpreise trugen außerdem dazu bei, daß die Inflationsrate über das Preisstabilitätsziel der EZB stieg. Als gegen Ende des

Berichtszeitraums Anzeichen eines schwächeren Wirtschaftswachstums und etwas günstigerer Inflationsaussichten vorlagen, lockerte das Eurosystem die Geldpolitik schließlich vorsichtig. In Anbetracht der haushaltspolitischen Zurückhaltung der letzten Zeit konnten eine Anzahl europäischer Länder sogar die Steuersätze senken. Dahinter standen ursprünglich strukturelle Überlegungen, doch die Nachfrageeffekte dieser Steuersenkungen versprachen eine willkommene Stütze für die künftigen Wachstumsaussichten.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten 2000 eine durchschnittliche reale Wachstumsrate von 6%, und alle wichtigen Regionen sowie praktisch alle großen Volkswirtschaften hatten an dieser Expansion teil. Allerdings traten allmählich Anzeichen von Anspannungen auf, und die Aktienkurse fielen im Zuge des Nasdaq-Rückgangs auf breiter Front. Auch das Exportwachstum schwächte sich tendenziell ab; in manchen Ländern wurde dies allerdings durch eine steigende Inlandsnachfrage teilweise kompensiert.

Die Exportaufträge für Elektronikgüter sanken überall, vor allem aber in Ostasien. Angesichts der Entwicklung hin zu frei schwankenden Wechselkursen, allgemein positiver Außenhandelsalden, hoher Währungsreserven und einer wesentlich geringeren Abhängigkeit von kurzfristigen Kapitalzuflüssen schlug dies jedoch viel weniger auf die Wechselkurse durch als 1997. Als nach wie vor relativ geschlossene Volkswirtschaften waren China und Indien in geringerem Maße betroffen, doch beide Länder hatten wegen des noch immer weitverbreiteten Staatseigentums und der damit verbundenen haushaltspolitischen Schwierigkeiten weiterhin binnenwirtschaftliche Probleme. In Lateinamerika gelang es Argentinien nach wie vor nicht, sein Haushaltsdefizit in den Griff zu bekommen, was Bedenken wegen der Schuldendienstfähigkeit des Landes und einer möglicherweise notwendig werdenden Umschuldung aufkommen ließ. Der Renditenaufschlag argentinischer Anleihen stieg infolgedessen vorübergehend auf über 1000 Basispunkte, und auch die Anleihe-spreads weiterer Staaten begannen sich auszuweiten. In anderen Ländern der Region führte das sich beschleunigende Wirtschaftswachstum allmählich zu einem Inflationsdruck, der zwar bei weitem nicht die Vergleichswerte der Vergangenheit erreichte, eine Reihe von Zentralbanken aber dennoch zur Straffung der Geldpolitik veranlaßte. Schließlich wuchs die Besorgnis über die anhaltend großen Außenhandelsdefizite in Lateinamerika und Mitteleuropa – mit der Ausnahme der ölproduzierenden Länder – sowie über die möglichen Risiken für diese Länder, falls das Vertrauen der ausländischen Anleger einmal nachzulassen beginnen sollte.

Maßnahmen gegen Instabilität im Finanzsystem

Im Laufe der letzten 20 Jahre haben wiederkehrende Krisen sehr deutlich vor Augen geführt, wie Probleme im Finanzsektor sowohl gesamtwirtschaftliche Störungen verursachen als auch deren Kosten auf schwerwiegende Weise erhöhen können. Manche dieser Probleme hängen mit einzelnen Instituten zusammen, andere mit der Funktionsweise der Märkte und wieder andere mit den Eigenschaften des globalen Finanzsystems selbst. Angesichts der Befürchtung, Wettbewerbsnachteile oder Ansteckungseffekte zu erleiden,

überrascht es nicht, daß der öffentliche Sektor in den letzten Jahren umfangreiche Anstrengungen unternahm, um Schwachstellen im Finanzsektor zu erkennen und auszumerzen. Aufkommende Zweifel hinsichtlich der Tragfähigkeit des weltweiten Konjunkturaufschwungs verliehen diesen Anstrengungen neues Gewicht.

Einige der Schwächen im Finanzsektor, die im Berichtszeitraum ins Blickfeld gerieten, waren nicht neu. An erster Stelle stand dabei die mangelnde Bereitschaft zur durchgreifenden Sanierung des japanischen Unternehmens- und Bankensektors. Daß die Fusion großer Banken ohne eine Verpflichtung zur Sanierung genehmigt wurde, deutete vielmehr auf die Beibehaltung des Status quo hin. Auch die Verlängerung des Einlagensicherungsprogramms und die neuerlichen Versuche des Staates, die sinkenden Aktienkurse zu stützen, dürften die Banken davon abgehalten haben, von sich aus durchgreifende Sanierungsmaßnahmen zu treffen. Die Verbesserung der Aufsicht über die Finanzinstitute und Vorlagen für neue, strengere Rechnungslegungsvorschriften konnten diese umfassenderen Unzulänglichkeiten nur teilweise ausgleichen. In anderen Ländern Ostasiens wurde die Sanierung im Finanzsektor generell fortgesetzt, oft aber immer noch nicht konsequent und rasch genug. Insgesamt war die Rentabilität im Bankgewerbe noch nicht wiederhergestellt, und das Wachstum der Bankkredite blieb gering. In Mitteleuropa und Lateinamerika hielt die Tendenz zur stärkeren Beteiligung ausländischer Banken weiter an. Dies wurde einerseits begrüßt, da erwartet wurde, daß der Vorsprung dieser Banken hinsichtlich Kapital, Technologie und Managementwissen der Finanzstabilität im Inland zugute kommen würde. Andererseits gab es in manchen Ländern Bedenken, daß den ausländischen Instituten sowohl die Bereitschaft als auch die nötige Sachkenntnis zur Kreditvergabe an kleinere inländische Unternehmen fehlten.

Andere Befürchtungen, die im Berichtszeitraum aufkamen, waren naturgemäß weniger konkret. Trotz hoher Gewinn- und Eigenkapitalquoten gerieten die Banken in einigen der im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschrittenen Länder – u.a. aufgrund niedriger Verlustrückstellungen – in den Verdacht, daß sie sich bei der Kreditvergabe an Schuldner geringerer Bonität unversehens höheren Risiken ausgesetzt hatten. Hohe Volumina von Konsortialkrediten an Telekommunikationsgesellschaften riefen ebenfalls Bedenken hervor, vor allem in Europa, denn es wurde immer unwahrscheinlicher, daß diese Kredite mit den Erlösen aus der Veräußerung von Vermögenswerten, Aktienneuemissionen und Anleihebegebungen rasch zurückgezahlt würden. Ähnliche Befürchtungen entstanden im Zusammenhang mit den Schwierigkeiten einiger Emittenten bei der Neuauflage ablaufender Commercial Paper, was wiederum bedeutete, daß zuvor ausgehandelte Kreditlinien bei Banken in Anspruch genommen werden könnten. In beiden Fällen wurden die Ängste noch dadurch geschürt, daß einige Unternehmen mit ursprünglich hoher Bonität überraschend schnell auf ein Rating unterhalb der Anlagequalitätsklassen zurückgestuft wurden.

Zum Teil als Reaktion auf solche Entwicklungen verschärften die Banken in vielen Industrieländern auf breiter Basis ihre Kreditvergaberichtlinien, und an den Sekundärmärkten weiteten sich die Spreads allgemein aus. Anders als

in früheren Fällen führten die Bedenken hinsichtlich der Bonität der Finanzinstitute aber offenbar nicht dazu, daß die Finanzmärkte schlechter funktionierten oder weniger liquide waren. Dies war u.a. auf die vorsichtigeren Haltung der größten am Markt tätigen Institute gegenüber hohen offenen Handelspositionen zurückzuführen.

Längerfristige Initiativen zur Förderung eines soliden Finanzsystems wurden engagiert vorangetrieben. Besonders bemerkens- und begrüßenswert waren die Bemühungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht – in enger Zusammenarbeit mit den Aufsichtsinstanzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie dem privaten Sektor – um eine risikogerechtere Eigenkapitalvereinbarung. Einzelheiten hierzu sowie die Beiträge anderer in Basel ansässiger Gruppen und Ausschüsse finden sich im Kapitel über die Tätigkeit der Bank. Unter der Ägide des Forums für Finanzstabilität gab es überdies weitere Fortschritte bei der Erarbeitung von Standards, die zur Finanzstabilität beitragen können, sowie bei der Abgabe von Empfehlungen in bezug auf Probleme, die durch Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI), Offshore-Finanzzentren oder internationale Kapitalströme entstehen. Der größte Fortschritt war jedoch bei der Umsetzung internationaler Standards zu verzeichnen, denn der IWF und die Weltbank sorgten dafür, daß diesen Fragen vor Ort in den aufstrebenden Volkswirtschaften wie auch in den Industrieländern weitaus mehr Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Selbst wenn das Bewußtsein für Probleme nur als ein Schritt auf dem Weg zu ihrer Lösung erscheinen mag, ist es dennoch ein wichtiger Schritt.

Begrenzte Erfolge gab es auch bei der Behebung von Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der angemessenen Verfahren für die Bewältigung und Überwindung von staatlichen Liquiditäts- und Schuldenkrisen. Diese Fragen rückten wieder in den Blickpunkt, als der IWF vor kurzem Argentinien und der Türkei Unterstützung leistete. Außerdem gab es im Berichtszeitraum einige Beispiele, die darauf hindeuteten, daß die Umschuldung staatlicher Verbindlichkeiten, zumindest wenn es um Anleiheemissionen kleinerer Länder geht, erfolgversprechender wäre als ursprünglich angenommen, wenn die Bereitschaft bestünde, Kündigungs- und Sammelklageklauseln bei bestehenden Anleihekontrakten anzuwenden. Die Chance, daß geregelte Lösungspakete geschnürt werden, die den privaten Sektor in hohem Maße einbinden, schien etwas größer geworden zu sein. Vor diesem Hintergrund dürften die gewonnenen Erfahrungen ihrerseits geholfen haben, einem weniger interventionistischen Ansatz bei der Bewältigung von Staatsschuldenkrisen in der Beurteilung einen – wenn auch nur knappen – Vorsprung zu verschaffen.