

VIII. Schlußbemerkungen: Die jüngste Vergangenheit als Prolog?

Alle Blicke richteten sich auf die USA, als sich das Wachstum in der weltweit größten und pulsierendsten Volkswirtschaft im zweiten Halbjahr 2000 abrupt verlangsamte. Eine Antwort auf die nächstliegende Frage – wohin nämlich die Reise geht – war um so wichtiger, als Japan keine Anzeichen einer nachhaltigen Erholung aufwies und in anderen Ländern Hinweise auf eine Abschwächung erkennbar waren. Diese Entwicklungen bestätigen, daß es den Konjunkturzyklus nach wie vor gibt. Zudem lassen sie darauf schließen, daß die Analysten, die ihre Prognosen lediglich durch Extrapolieren der jüngsten Vergangenheit bilden, zwangsläufig die Wendepunkte verpassen. Dies gilt nicht nur für Ökonomen, sondern in gleichem Maße auch für Banken, die künftige Kreditverluste zu antizipieren versuchen.

Außerdem löste die Entwicklung Diskussionen über die Grenzen einer ganzen Reihe von wirtschaftspolitischen Rezepten aus, die noch immer breite Zustimmung finden. Niedrige Inflationsraten sind zwar wünschenswert wie eh und je, aber es zeigt sich immer mehr, daß sie nicht ausreichen, um die Stabilität in der Gesamtwirtschaft und im Finanzsystem zu sichern. Auch kann selbst ein solides Bankensystem nicht verhindern, daß es im Finanzsektor zu schwerwiegenden Turbulenzen anderen Ursprungs kommen kann. Ferner ist zunehmend deutlich geworden, daß die Geldpolitik und die Aufsicht im Finanzsektor ohne einen fruchtbaren Dialog im Inland und auf internationaler Ebene ihrer Aufgabe nicht mehr gerecht werden können. Leider führen diese neuen Erkenntnisse lediglich zu der wohlbekanntem Schlußfolgerung, daß alles stets komplizierter ist, als es auf den ersten Blick erscheint.

Prognosen über die kurzfristigen Wachstumsaussichten für die USA werden dadurch erschwert, daß mehrere Paradigmen miteinander konkurrieren, die alle eine gewisse Plausibilität besitzen. Das erste Paradigma zielt auf die Angebotsseite und könnte mit dem Schlagwort „neue Ära“ umschrieben werden. Im Vordergrund stehen dabei das gestiegene Potentialwachstum in den USA, grundlegend höhere Unternehmensgewinne, die wiederum höhere Preise von Vermögenswerten begründen, sowie die besseren Möglichkeiten der Unternehmen, große Schwankungen in der Lagerhaltung zu vermeiden. Dies kommt im wesentlichen dem Szenario einer weichen Landung gleich, das von einer V-förmigen Erholung ausgeht. Das zweite Paradigma bezieht sich stärker auf die Nachfrageseite und hat somit in gewisser Weise etwas Keynesianisches. Danach wäre die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – unabhängig von positiven angebotsseitigen Entwicklungen in den USA – zu rasch und zu lange gewachsen. Die Korrektur solcher Übersteigerungen hat in der Epoche seit dem Zweiten Weltkrieg noch immer einige Zeit lang ein unterdurchschnittliches Wachstum nach sich gezogen, und zwar selbst dann,

wenn keine hohen Inflationsraten verzeichnet wurden. Das dritte Paradigma betont sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Elemente und hat seine intellektuellen Wurzeln in der europäischen Denkschule der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg. Ein Konjunkturzyklus beginnt mit einer beschleunigten Kreditausweitung und gesteigertem Optimismus, die möglicherweise durch technische Neuerungen gerechtfertigt sind, und geht dann in einen überzogenen Optimismus und in Überinvestitionen über. Er endet damit, daß die Gewinne einbrechen, dies auf die Aktienkurse durchschlägt und das Finanzsystem schließlich nicht mehr im selben Maße in der Lage ist, weitere Ausgaben mitzutragen. Dieses zuletzt beschriebene Szenario würde natürlich eine härtere Landung bedeuten, auch ohne daß ihm eine nennenswerte Inflation auf aggregierter Basis vorausgegangen wäre.

Welchem Paradigma man sich auch anschließt, im Unterschied zur Vergangenheit dürften die Ereignisse in den USA heute einen größeren Einfluß auf andere Länder haben und umgekehrt. Auf der realwirtschaftlichen Seite sind die Handelsverflechtungen seit Jahrzehnten gewachsen. In jüngerer Zeit haben die Direktinvestitionsströme, insbesondere Fusionen und Übernahmen, die Bedeutung multinationaler Unternehmen wesentlich erhöht, und deren konsolidierte Gewinne spiegeln zunehmend die weltweite Entwicklung wider. Die wachsende Komplexität der internationalen Angebotskette für Hochtechnologiegüter bedeutet außerdem, daß die diesem rasch expandierenden Wirtschaftszweig zugrunde liegenden Produktzyklen praktisch in allen Regionen der Welt beträchtliche Auswirkungen haben. Allein schon aufgrund der Fortschritte in der Kommunikation übertragen sich heute Stimmungsänderungen und Vertrauensumbrüche leichter über die Grenzen hinweg, mit entsprechenden Konsequenzen für den Konsum und die Investitionen.

Auch von den Kapitalmärkten, deren Umfang und Reichweite sich in den letzten Jahren stark ausgeweitet haben, gehen internationale Verflechtungen aus. Anleihsätze, Aktienkurse, Renditendifferenzen und Risikoprämien an verschiedenen Märkten entwickeln sich zunehmend ähnlich, wobei die Richtung zumeist in den USA gewiesen wird. Mit diesen Verbindungen steigt zudem die Wahrscheinlichkeit, daß sich jede Störung im Handel an einem bestimmten Markt rasch auch andernorts bemerkbar macht. Diese Verflechtungen sind schon von sich aus von großer Bedeutung, haben aber auch zur Folge, daß die Diversifizierung von Risiken an den Kapitalmärkten immer schwieriger werden könnte, und das – wie sich während der LTCM-Krise gezeigt hat – ganz besonders in Zeiten angespannter Märkte. Ferner findet zwar der Konsolidierungsprozeß innerhalb des Finanzsektors nach wie vor hauptsächlich im Inland statt, aber das wachsende Auslandsgeschäft der größten Banken bietet einen weiteren Kanal, über den Schocks international weitergeleitet werden könnten.

Angesichts dieser Verflechtungen liegen zwei einfache Schlußfolgerungen auf der Hand. Erstens haben binnenwirtschaftlich ausgerichtete Maßnahmen internationale Auswirkungen und sind somit ein legitimer Diskussionsgegenstand auf internationaler Ebene. Die Verzögerung der Sanierung bei den japanischen Unternehmen und Finanzinstituten könnte auch außerhalb Japans weitreichende Konsequenzen haben, insbesondere in Ostasien. Sollte

der Konjunkturabschwung in den USA länger anhalten als erwartet und es Europa nicht gelingen, das Wachstum aufrechtzuerhalten, würden sicherlich auch andere Regionen in Mitleidenschaft gezogen. Für die Weltwirtschaft allgemein und insbesondere für diejenigen, die vor kurzem in den USA investiert haben, ist zudem natürlich äußerst wichtig, auf welche Weise in den USA versucht werden könnte, einen langwierigen Konjunkturrückgang abzufedern, und welche Bedeutung die Entscheidungsträger den Wechselkursveränderungen beimessen, die sich daraus möglicherweise ergeben. Auch Maßnahmen zur Stärkung der Krisenfestigkeit der inländischen Finanzsysteme wären selbstverständlich für ausländische Institute interessant, mit deren Engagement sich neue Quellen an Anlagekapital und Know-how erschließen könnten.

Zweitens ist eine umfassendere und wirksamere internationale Zusammenarbeit nötig. Diesem Bedarf zu entsprechen wird schwieriger werden, wenn sich die neuen Regierungen in Washington und Tokio stärker auf ihre inländischen Angelegenheiten ausrichten, die Europäische Union zu sehr mit der Frage der Erweiterung beschäftigt ist und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in den aufstrebenden Volkswirtschaften jeglicher Kooperation ausweichen, weil sie sich von Prozessen, deren Epizentrum in den Industrieländern liegt, an den Rand gedrängt fühlen. Es wächst auch die Gefahr, daß die Entwicklung in die entgegengesetzte Richtung kippt, wenn die weniger erfreulichen Seiten der Globalisierung nicht wirksam gehandhabt werden. Eine Möglichkeit ist, daß übermäßig auf regionale Lösungen gebaut wird. Eine andere ist die Rückkehr zu einem unverhohlenen Protektionismus, der von vielen immer noch als gangbarer Weg angesehen wird. Sollte der offene Ausbruch seit langem schwelender Handelskonflikte oder eine Verschlechterung der Wirtschaftslage solche Tendenzen an die Oberfläche bringen, muß ihnen energisch begegnet werden, wenn die wirtschaftlichen Errungenschaften der letzten Jahrzehnte nicht aufs Spiel gesetzt werden sollen.

Maßnahmen zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Gesamtwirtschaft

Eine gute Wirtschaftspolitik erfordert nicht nur die Formulierung eines Ziels, sondern auch eine Strategie, um dieses Ziel zu erreichen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Jahresberichts waren beide Komponenten mit Unsicherheit behaftet. Für viele Beobachter ist ein rascher Wiederanstieg der Ausgaben und des Wirtschaftswachstums in den USA auf jeden Fall wünschenswert. Damit würde ein anhaltender Abschwung vermieden und das Potential bestätigt, das die New Economy bietet. Zudem lassen sich Argumente dafür finden, daß eine solche Entwicklung möglich ist, wenngleich sie wohl einiger Unterstützung durch die Wirtschaftspolitik bedarf. Die Vermögenswerte der Verbraucher übersteigen ihre Verbindlichkeiten nach wie vor bei weitem. Aktienanalysten erwarten immer noch, daß die Gewinne wieder einen zweistelligen Wachstumspfad erreichen und die Investitionen entsprechend stimuliert werden. Die anhaltende Stärke des Dollars und hohe Kapitalzuflüsse in die USA scheinen weiteren Grund für Optimismus zu liefern.

Für andere Kommentatoren ist solch eine rasche Erholung dagegen weder unbedingt wünschenswert noch wahrscheinlich. In der US-Wirtschaft gibt es viele wohlbekanntes Finanzierungsungleichgewichte, darunter die im langfristigen Vergleich hohen Schuldenstände bei Verbrauchern und Unternehmen, und die Auslandsverschuldung nimmt zu. Daraus wird bisweilen der Schluß gezogen, daß eine nur mäßige Erholung und Expansion eigentlich vorzuziehen wäre, da dann die Ungleichgewichte allmählich abgebaut werden könnten und die Gefahr eines noch stärkeren Rückschlags zu einem späteren Zeitpunkt gebannt wäre. Besonders berechtigt wäre dieser Schluß dann, wenn Zweifel daran bestehen, daß die Potentialwachstumsrate tatsächlich in dem Maße gestiegen ist, wie manchmal behauptet wurde. Ist dies nämlich nicht der Fall, könnte eine robuste konjunkturelle Erholung die Inflation leichter wieder-aufflammen lassen.

Diejenigen, die es für ratsamer halten, einen kräftigen Wiederaufschwung zu vermeiden, betrachten es vermutlich als günstig, daß gerade die erwähnten Finanzierungsungleichgewichte eine solche Entwicklung weniger wahrscheinlich aussehen lassen. Außerdem wirken offenbar auch andere, möglicherweise recht einflußreiche Kräfte in derselben Richtung. Die Aktienkurse haben bereits einen tiefen Fall hinter sich, aber nach den meisten traditionellen Meßgrößen erscheinen sie noch immer hoch. Der Bestand an in jüngerer Zeit erworbenen langlebigen Konsumgütern sowie unrentable Ausrüstungsinvestitionen, insbesondere im IT-Bereich, könnten leicht dazu führen, daß neue Ausgaben aufgeschoben werden. Würde sich die Nachfrage tatsächlich abschwächen, wäre die Kehrseite des rascheren Produktivitätswachstums eine Verringerung der Arbeitsstunden und eine höhere Arbeitslosigkeit mit Rückkopplungseffekten auf das Verbrauchervertrauen. Auch könnte sich erweisen, daß im Finanzsektor eine ganze Zeitlang keine Bereitschaft besteht, neue Vorhaben zu finanzieren, wenn erst einmal die Risiken, die aus den sinkenden Unternehmensgewinnen erwachsen, in den Blickpunkt rücken.

Die Federal Reserve sah zunächst vorwiegend Abwärtsrisiken. Anfang Januar 2001 begann sie mit einem Prozeß energischer Zinssenkungen, der sich bis Mitte Mai fortsetzte. Bedenken, daß die hohen Schuldenstände und strafferen Kreditvergabebedingungen die Wirksamkeit dieser Schritte einschränken könnten, wurden dadurch gemildert, daß Handlungsspielraum für weitere gegebenenfalls notwendige Zinssenkungen gesehen wurde. Der Rückgang der langfristigen Referenzzinssätze bis März 2001 war vereinbar mit dieser Erwartung sowie mit der Auffassung, daß der Federal Reserve nicht durch einen erheblichen Anstieg des Preisauftriebs die Hände gebunden sein würden. Seither sind jedoch häufiger Befürchtungen wegen der Inflation geäußert worden, denn die langfristigen Renditen stiegen wieder und übertrafen dabei ihr Niveau vor Beginn der geldpolitischen Lockerung. Höhere Löhne und Gehälter, eine Abschwächung des Produktivitätswachstums, anhaltende Energieengpässe und die Auswirkungen eines potentiellen Dollarkursrückgangs auf die Inflationsrate gaben allesamt Anlaß zur Besorgnis.

Die kurzfristigen Aussichten für die US-Wirtschaft werden auch davon beeinflußt werden, wie die von der neuen Regierung vorgelegte Gesetzgebung zur Steuersenkung letztlich aussehen wird. Der Kongreß hat bereits Steuer-

kürzungen um \$ 1¼ Bio. zugestimmt, die zwischen 2002 und 2011 wirksam werden sollen. Unsicher bleibt jedoch, ob in das endgültige Gesetz auch ein für dieses Jahr geltender Steuernachlaß aufgenommen wird. Inwieweit ein solcher Nachlaß wünschenswert ist, hängt sehr stark von der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklung ab. Erholt sich die Konjunktur schnell, werden expansive fiskalpolitische Maßnahmen mit Sofortwirkung tendenziell die grundlegenden Defizite in der Ersparnisbildung in den USA verschärfen. Würde dagegen eine beträchtliche Verschlechterung der Wirtschaftslage erwartet, wäre ein Steuernachlaß attraktiver. Das Problem besteht natürlich darin, daß eine solche Entscheidung im voraus, auf der Basis einer höchst unsicheren gesamtwirtschaftlichen Prognose, getroffen werden muß.

Mit wesentlich größerer Sicherheit läßt sich sagen, daß verbesserte Aussichten auf eine Erholung der Unternehmensgewinne viel dazu beitragen werden, eine anhaltende Wirtschaftsschwäche zu vermeiden. Glücklicherweise verfügen die USA hier über viele günstige Voraussetzungen. Die Arbeitsmärkte und die Löhne sind tendenziell flexibel, und es bestehen klare rechtliche Rahmenbedingungen für Umschuldungen und für den Abbau von Überkapazitäten. Der Finanzsektor ist von den niedrigeren Gewinnerwartungen zwar ebenfalls betroffen, erscheint aber generell solide. Auch daß der Überhang an Investitionsgütern vor allem auf den IT-Bereich entfällt, wo die Abschreibungsquoten hoch sind, dürfte sich als hilfreich erweisen. Außerdem haben die Politiker seit der Krise im Sparkassensektor Anfang der neunziger Jahre erkannt, daß die frühzeitige Lösung von Problemen im Finanzsektor letztlich wesentlich weniger kostspielig ist als Nachsicht.

Solche Stärken weist die japanische Wirtschaft nicht gerade auf. Im Gegenteil, die Sanierung der Unternehmen und Banken, die nun schon ein Jahrzehnt andauert, hinterließ einen trendmäßigen Rückgang der Preise von Vermögenswerten, Überkapazitäten in der Industrie und vor allem weiterhin schlechte Gewinnaussichten. Die größten Hindernisse für einen fundamentalen Wandel sind nach wie vor das durch Partikulärinteressen geprägte politische System in Japan und die Kultur der gegenseitigen Verpflichtung. Laufende Kapitalspritzen der öffentlichen Hand und staatliche Garantien zur Stützung der Wirtschaft, ursprünglich als Überbrückungsmaßnahmen gedacht, ersetzen immer mehr politisch unbequeme Einschnitte, die das Überleben vieler Unternehmen gefährden und die Arbeitslosenquote vorübergehend ansteigen lassen würden. Unter einem neuen Premierminister wird jetzt zwar verstärkt von Handlungsbedarf gesprochen, aber geschehen wird erst dann etwas, wenn sich ein politischer Konsens über einen wirklichen Wandel herausgebildet hat.

Ein weiteres bedauerliches Problem ist, daß nicht nur die Sanierung um so schmerzhafter werden dürfte, je mehr sie hinausgezögert wird, sondern daß dadurch auch der zur Verfügung stehende Spielraum für lindernde Konjunkturförderungsmaßnahmen schwindet. Die Notenbankzinssätze in Japan liegen praktisch wieder bei null, und bei weiterhin rückläufigen Preisen sind die Realzinsen in den positiven Bereich zurückgekehrt. Durch aufeinanderfolgende Konjunkturpakete ist zudem die Staatsverschuldung in Relation zum BSP auf über 120% gestiegen. Würden jedoch zukunftsgerichtete Strukturreformen

vorangetrieben, könnte es sich trotzdem lohnen, in der Geld- wie auch der Fiskalpolitik weitere Risiken einzugehen, um sicherzustellen, daß der folgende Anstieg der Arbeitslosigkeit durch eine höhere Nachfrage abgedeckt würde.

Die Bank of Japan war bisher zum Erwerb einer ungewöhnlich breiten Palette an Vermögenswerten bereit. Sie könnte diese durchaus noch erweitern, wenn die Regierung Garantien bereitstellen würde, die bei Kreditausfällen die Unabhängigkeit der Zentralbank gewährleisten würden. Auch nichtsterilisierte Devisenkäufe könnten in Erwägung gezogen werden, wobei aber die Interessen der Währungsbehörden anderer Länder ebenfalls berücksichtigt werden müßten. Die jüngste Erklärung, daß die Notenbankzinssätze so lange nicht angehoben würden, wie der Verbraucherpreisindex rückläufig ist, war sehr hilfreich. Es könnte jedoch auch nützlich sein, eine ausdrückliche Festlegung auf eine Strategie mit Preisniveau- oder Inflationsziel in Betracht zu ziehen. Ein solcher Rahmen würde es der Öffentlichkeit erlauben, einen erheblichen Wiederanstieg der Preise und somit negative Realzinssätze zu antizipieren. Gleichzeitig aber würde er eine gewisse Sicherheit bieten, daß ein ausufernder Preisanstieg, wie er in einer ähnlichen Situation in den dreißiger Jahren zu beobachten gewesen war, nicht zugelassen würde.

Ob weitere fiskalische Konjunkturpakete zu empfehlen sind, wird davon abhängen, inwieweit ein Ausgleich zwischen den kürzerfristigen Erfordernissen und der Notwendigkeit längerfristiger haushaltspolitischer Einsparungen gewünscht wird. Der kürzerfristige Bedarf an fiskalischen Konjunkturimpulsen wird zum Teil durch Änderungen des Vertrauens determiniert, die durch den Sanierungsprozeß bedingt sind. Einerseits könnten die mit der Sanierung verbundenen Arbeitsplatzverluste das Vertrauen beeinträchtigen, andererseits könnte sich aber ein klarer politischer Gestaltungswille anstelle von Ziellosigkeit genau entgegengesetzt auswirken. Wenn es möglich wäre, höhere Sozialleistungen über die Verringerung unrentabler öffentlicher Investitionen zu finanzieren, könnten natürlich selbst bei einer unveränderten Ausrichtung der Fiskalpolitik erhebliche Vorteile erzielt werden. Was die längerfristige Notwendigkeit haushaltspolitischer Einsparungen betrifft, muß auf jeden Fall so rasch wie möglich ein glaubwürdiger Plan zur Lösung dieses Problems aufgestellt werden. Schwieriger zu akzeptieren ist aber, daß der richtige Moment für den tatsächlichen Beginn solcher Maßnahmen gerade zu einer Zeit gekommen sein soll, da in Japan Umstrukturierungen notwendig sind und sich zugleich die Weltwirtschaft abschwächt.

Im Vergleich zu den schwierigen Fragen, vor die die Wirtschaftspolitik in den USA und Japan gestellt ist, scheinen die Probleme im Euro-Raum schon eher alltäglich zu sein. Auf den ersten Blick gibt es keine größeren Finanzierungsungleichgewichte, die den Verbrauchern, den Unternehmen oder dem öffentlichen Sektor zu schaffen machen würden. Außerdem erzielten viele Länder erhebliche, aber kaum zur Kenntnis genommene Fortschritte bei der Steigerung der Effizienz der Arbeits- und Gütermärkte sowie bei der Durchführung sonstiger Strukturreformen, mit denen die Allokationseffizienz mit der Zeit verbessert werden soll. Das heißt nicht, daß keine weiteren Reformen notwendig wären. Die Steuersysteme haben die Arbeitskosten künstlich erhöht, und die Steuerbelastung ist nach wie vor sehr hoch. Einige

Wirtschaftsbereiche bedürfen dringend einer weiteren Deregulierung. Und schließlich wächst das Bewußtsein dafür, daß die potentiellen Produktivitätsfortschritte, die die neue Technologie verspricht, nur mit Hilfe größerer Flexibilität an den Arbeitsmärkten und verstärkter Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen in vollem Umfang realisiert werden können.

Solche grundlegenden Probleme an den europäischen Märkten zeigen sich daran, daß mit dem fortdauernden Wirtschaftswachstum zunehmend ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften erkennbar wurde und die Inflation hartnäckig oberhalb des angekündigten Ziels des Eurosystems blieb. Letzteres war – zusammen mit dem Eindruck, daß ansonsten alles in Ordnung sei – einer der Gründe für die abwartende geldpolitische Haltung des Eurosystems angesichts der sich abzeichnenden konjunkturellen Abschwächung. Darüber hinaus haben viele nationale Zentralbanken im Euro-Raum traditionell eine deutliche Präferenz für eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik gezeigt, um das zu vermeiden, was sie als übertriebenen geldpolitischen Aktivismus ansehen. Unabhängig davon, inwieweit diese Auffassung berechtigt ist, blieben die Entscheidungsträger in Europa durchaus dafür offen, daß die Wirtschaftsaussichten im Euro-Raum heute enger mit denen anderer Regionen verflochten sein könnten als noch in früheren Jahrzehnten. Folglich lockerten sie die Geldpolitik Mitte Mai leicht. Sie sollten bereit sein, weitere Lockerungen vorzunehmen, falls der Inflationsdruck – durch das Wirken von Einflüssen regionaler oder globaler Art – noch deutlicher nachläßt.

Eine mögliche Quelle disinflationärer Einflüsse im Euro-Raum wäre eine erhebliche Aufwertung des Euro, vielleicht sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Yen. Dies würde natürlich den Preisen in den USA entsprechend Auftrieb verleihen und den disinflationären Druck in Japan dämpfen. Die hinter einem solchen Szenario stehende Logik kann ganz einfach auf der Erwartung einer Umkehr der Euro-Schwäche beruhen, deren Ausmaß und Dauer ohnehin nie leicht zu erklären waren. Ein denkbares Nebenargument für eine Euro-Stärke stützt sich dagegen auf die Annahme eines über längere Zeit vergleichsweise stärkeren Wachstums in Europa, bedingt vor allem durch ein schleppenderes Wachstum sowohl in den USA als auch in Japan. Da sich der Euro gegenüber dem Dollar jedoch nach wie vor nicht entscheidend festigt, obwohl diese makroökonomischen Annahmen immer plausibler scheinen, ist ein anderes Szenario in Betracht zu ziehen. Wenn der Dollar stark bleibt, entweder weil die Märkte eine kräftige Erholung des US-Wachstums erwarten oder weil der Dollar als sicherer Hafen in schwierigen Zeiten angesehen wird, bleibt auch das US-Leistungsbilanzdefizit weiterhin hoch. Dies könnte zu einem späteren Zeitpunkt eine noch deutlichere Wechselkursanpassung zur Folge haben.

Noch schwieriger vorherzusagen ist, wie sich die Beziehung zwischen dem Dollar und dem Yen entwickeln wird. Allerdings scheint sowohl in Japan als auch in den USA die Bereitschaft zu wachsen, eine Abwertung des Yen zuzulassen, sofern sie sich nur allmählich vollzieht und mit erheblichen Strukturreformen in Japan verknüpft ist, durch die sich die längerfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Doch natürlich besteht die Gefahr, daß dieser Prozeß außer Kontrolle geraten könnte. Angesichts der durch niedrige

Preise bedingten dynamischen Importnachfrage, die den japanischen Außenhandelsüberschuß bereits schrumpfen läßt, der praktisch bei null liegenden Zinssätzen und der zunehmend fraglichen Stabilität der Finanzinstitute ist dies nicht von der Hand zu weisen. Würde die Yen-Schwäche dann zu höheren Zinssätzen in Japan führen, mit Rückkopplungseffekten auf Banken, die sehr hohe Positionen in japanischen Staatsanleihen eingegangen sind, könnte dies sogar die Stabilität des inländischen Finanzsektors beeinträchtigen. Ein anderer unwillkommener Nebeneffekt wäre eine Zunahme des protektionistischen Drucks in den USA, wo die bilaterale Außenhandelsposition gegenüber Japan seit langem ein politisches Thema ist. Zudem ist natürlich nicht auszuschließen, daß es unter den asiatischen Ländern, darunter möglicherweise auch China, zu wettbewerbsbedingten Währungsabwertungen kommt. Schließlich wurde die jüngste Asien-Krise zum Teil durch die Stärke des Dollars gegenüber dem Yen in den Jahren 1996 und 1997 ausgelöst.

Glücklicherweise, wie in der Einleitung zu diesem Bericht näher erläutert, sind die meisten asiatischen Länder inzwischen gegenüber Schocks, die durch Wechselkursveränderungen der Währungen der wichtigsten Industrieländer ausgelöst werden, allgemein widerstandsfähiger geworden. Einige Schwachstellen bleiben jedoch bestehen. In vielen kleineren asiatischen Volkswirtschaften ist das Wachstum stark von den Exporten abhängig. An sich ist dies sicherlich nicht von Nachteil. Allerdings liegt der Schwerpunkt deutlich auf Exporten elektronischer Erzeugnisse in die USA, und eine langanhaltende US-Konjunkturschwäche, insbesondere wenn sie von den Investitionen ausgeht, wird unweigerlich auch in diesen Ländern deutlich zu spüren sein. Außerdem können viele asiatische Länder nicht mehr auf den abfedernden Effekt ausländischer Direktinvestitionen zählen, denn diese sind insgesamt geringer geworden und fließen in höherem Maße nach China.

Vor diesem Hintergrund wäre es normal, zur Ankurbelung der Konjunktur stärker auf die Inlandsnachfrage zu setzen, und eine Reihe willkommener Schritte in diese Richtung sind tatsächlich schon vollzogen worden. Die Besorgnis wächst jedoch, daß der Haushalt in einer Anzahl asiatischer Länder in eine Schieflage geraten ist. Dies gilt für China, wo die Steuerverwaltung ganz offensichtlich verbessert werden muß, und vor allem für Indien. In vielen Ländern müssen auch die anhaltenden fiskalischen Kosten der Sanierung des Bankensystems berücksichtigt werden. Da diese Sanierung in vielen Fällen noch nicht abgeschlossen ist, bestehen außerdem Zweifel, ob das Finanzsystem zu der Kreditschöpfung in der Lage ist, die für eine binnenwirtschaftlich induzierte Expansion erforderlich sein könnte. Natürlich hätte die Sanierung rasch und durchgreifend erfolgen müssen. Doch diese Chance wurde verpaßt, und unter den jetzigen Umständen ist weniger klar, was zu tun ist. Für manche Beobachter liegt eine einfache Lösung auf der Hand: besser spät als nie. Wie im Falle Japans ist aber auch zu beachten, daß ein ungünstigerer Zeitpunkt für notwendige Strukturreformen kaum vorstellbar ist.

Die Schwachstellen in den übrigen wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften sind eher anderer Art. Die Länder Lateinamerikas sind für den Außenhandel allgemein weniger geöffnet und daher dem Risiko eines

Nachfrageabschwungs in anderen Regionen weniger stark ausgesetzt. Mexiko fällt in gewisser Hinsicht aus dem Rahmen, da es umfangreiche und wachsende Handelsbeziehungen zu den USA unterhält, doch es besteht die Hoffnung, daß es unter diesen Umständen zunehmend von Auslandsinvestitionen zur Erschließung kostengünstiger Produktionsmöglichkeiten profitieren wird. Auch die anhaltende Dollarstärke scheint die meisten lateinamerikanischen Länder – mit Argentinien als eindeutiger Ausnahme – nicht sehr zu beunruhigen, obwohl viele von ihnen eigentlich große Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Während die ölexportierenden Länder der Region von den höheren Ölpreisen profitierten, sind praktisch überall die Verbraucherausgaben und die Importe stark gestiegen. Der laufende Finanzierungsbedarf wurde bisher durch kräftige Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen gedeckt. Die Länder sind jedoch nach wie vor in hohem Maße dem Risiko eines Stimmungsumschwungs an den internationalen Finanzmärkten ausgesetzt, insbesondere einer allgemeinen Zunahme der Risikoscheu, die durch eine weltweite Konjunkturschwäche ausgelöst werden könnte. Bereits in der Vergangenheit erwies sich der Zugang zu den internationalen Anleihemärkten für lateinamerikanische Länder mehrfach als sehr teuer bzw. sogar unmöglich. Nun haben viele Länder bemerkenswerte Fortschritte bei der Privatisierung und Deregulierung ihrer Wirtschaft, der Reduzierung der Inflation auf ein niedriges Niveau und der Schaffung gesetzlicher Grundlagen für eine tragfähige Geld- und Fiskalpolitik erzielt. Je glaubwürdiger diese längerfristigen Rahmenbedingungen gestaltet werden können, desto sicherer werden sich die ausländischen Anleger fühlen und desto mehr Verständnis werden sie kürzerfristigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Nachfrage bei globalen Schocks entgegenbringen. Die derzeitigen Probleme Argentiniens, das sich zwar zu grundlegenden Haushalts- und Arbeitsmarktreformen verpflichtete, diesen Verpflichtungen aber nie nachgekommen ist, beweisen dies nur allzu deutlich.

In anderen Ländern und Regionen sind die makroökonomischen Ungleichgewichte nicht schwer zu erkennen, sie sind aber insgesamt weniger bedeutsam als grundlegende Strukturprobleme, die das Wachstum behindern. In der Türkei ebenso wie in weiten Teilen Afrikas, Rußland und den übrigen GUS-Ländern hängt das Grundproblem nach wie vor mit den Kontroll- und Steuerungsmechanismen in der Politik und in der Unternehmensführung zusammen. Ohne angemessene Rechtsgrundlagen und eine unabhängige Rechtsprechung bleiben die Eigentumsrechte zweifelhaft und die Korruption ein weitverbreitetes Übel. Unter solchen ungünstigen Umständen, zu denen in vielen Ländern noch erschwerend hinzukommt, daß praktisch keine Finanzinfrastruktur existiert, überrascht es nicht, daß sowohl die Ersparnis als auch die Investitionen im Inland sehr niedrig bleiben und die ausländischen Direktinvestitionen nicht nennenswert zugenommen haben. Zwar wird es Jahre dauern, bis diese Grundprobleme beseitigt sind, aber der Weltbank und dem IWF gebührt Anerkennung dafür, daß sie die internationale Aufmerksamkeit zunehmend darauf lenken.

Ferner sind auch in vielen Ländern des Nahen Ostens und in zahlreichen Reformländern Mitteleuropas Strukturänderungen notwendig. Im Nahen Osten

gilt es, die Produktionsstruktur der inländischen Wirtschaft zu diversifizieren und die Abhängigkeit von qualifizierten ausländischen Arbeitskräften zu vermindern. In den ölexportierenden Ländern ist zu hoffen, daß die anhaltende Stärke der Ölpreise den finanziellen Impuls für einen solchen Wandel liefert und nicht als bequeme Ausrede benutzt wird, um ihn hinauszuschieben. In den Reformländern Mitteleuropas gebührt dem Problem der strukturellen Arbeitslosigkeit sowie der Abhängigkeit von massiven Kapitalzuflüssen zur Finanzierung hoher Außenhandelsdefizite größere Aufmerksamkeit. Es wird erwartet, daß die tiefgreifenden Strukturreformen, die in der Region bereits begonnen wurden, weitere Kapitalzuflüsse motivieren. Es müssen jedoch auch Maßnahmen ergriffen werden, die die Wahrung der Stabilität im Finanzsektor sicherstellen, falls sich diese Ströme einmal umkehren sollten.

Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität

In der Ausarbeitung von Gesetzen und Vorschriften im Finanzsektor gibt es einen wohlbekannten Trade-off zwischen Sicherheit und Effizienz. Die jüngsten Ereignisse lassen jedoch den Schluß zu, daß dieser Trade-off sowohl eine dynamische als auch eine statische Komponente hat. In stärker markt-orientierten Systemen scheint die Bereitschaft größer zu sein, Startkapital für die Umsetzung von Innovationen zu gewähren, die mit der Zeit das Produktivitätswachstum steigern. Zugleich wird in solchen Systemen möglicherweise zuviel Kredit bereitgestellt, wodurch auch zweifelhafte Vorhaben finanziert werden und außerdem der Wettbewerb um die guten Projekte künstlich erhöht wird. So können Kredite zur Finanzierung produktiver wie auch unproduktiver Projekte auf Kosten des Kreditgebers und der Stabilität des Finanzsystems notleidend werden. Daher dürfte bei Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität abzuwägen sein zwischen dem Nutzen in Form eines rascheren langfristigen Wachstums und den Kosten in Gestalt heftigerer Konjunkturzyklen, wenn Übersteigerungen im Finanzsektor korrigiert werden. Angesichts eines solchen Trade-off ist es schwierig, weltweit ein optimales Vorgehen zur Förderung der Finanzstabilität festzulegen, zumal die Präferenzen in den einzelnen Ländern weiterhin recht unterschiedlich sind. Dennoch ist es möglich, Maßnahmen zu ermitteln und zu ergreifen, die diesen Trade-off mit einiger Wahrscheinlichkeit verbessern.

In der Praxis haben Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität mehrere unterschiedliche Dimensionen. Erstens müssen spezifische Schwachstellen ermittelt werden, die sich aus der makroökonomischen Entwicklung der jüngeren Zeit ergeben haben. Zweitens müssen neue Trends und Produkte daraufhin untersucht werden, welche Bedeutung sie möglicherweise für die Finanzstabilität haben. Drittens gilt es Wege zu finden, jede einzelne der drei Säulen zu stärken, auf denen das internationale Finanzsystem ruht: die Finanzinstitute, die Märkte und die dazugehörige Infrastruktur. Im Berichtszeitraum hat es in allen diesen Bereichen erhebliche Fortschritte gegeben.

Hinsichtlich der Ermittlung aktueller Schwachstellen als erste Dimension bei der Förderung der Finanzstabilität sei zunächst daran erinnert, daß das weltweite Finanzsystem eine lange Phase der Deregulierung und Konsoli-

dierung durchlaufen hat. Infolgedessen wird es mehr vom Markt bestimmt, ist durch stärkere Globalisierung und Verflechtung geprägt und verändert sich rascher als jemals zuvor. Dadurch ist es zwangsläufig schwierig geworden, Schwachstellen zu erkennen und zu beurteilen, wie sie behoben werden können. Vor dem Hintergrund der jüngsten langanhaltenden Phase wirtschaftlicher Expansion mit einem sehr raschen Kreditwachstum und einem übermäßigen Höhenflug der Vermögenspreise muß dennoch die naheliegende Frage gestellt werden: Könnten daraus entstandene Schwächen im Finanzsystem mit dem nachlassenden Wirtschaftswachstum zu Tage treten und den Abschwung noch verschärfen?

Manche Beobachter argumentieren, daß dies wenig wahrscheinlich sei. In der Vergangenheit waren überhöhte Immobilienpreise zumeist die Hauptursache von Problemen im Finanzsektor, aber im jüngsten Aufschwung waren die Immobilienpreise vergleichsweise gedämpft. Außerdem wurden die Notenbankzinssätze schon ab Mitte 1999 erhöht. Seither haben Aktienkursverluste zu einem Rückgang in der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung um \$ 10 Bio. bzw. ein Drittel des weltweiten BIP geführt. Vor dem Hintergrund weltweit verschärfter Kreditvergabebedingungen weiteten sich auch die Renditedifferenzen erheblich aus und übertrafen oft Ausmaße, die zuletzt Ende 1998 beobachtet worden waren. Aber trotz der Dauer und Größenordnung dieser Schocks funktionierten die Märkte stets reibungslos, und es gab keine nennenswerten Anzeichen von Anspannungen im Finanzsektor.

Eine andere Argumentation gelangt zu einem weniger beruhigenden Ergebnis. Die Abschwächung der Konjunktur und des Gewinnwachstums hat eigentlich vor ganz kurzer Zeit erst begonnen. Es kommt sehr darauf an, was in den nächsten Monaten geschehen wird. Zudem scheinen zwar die Risiken der Finanzinstitute gegenüber einzelnen Regionen (z.B. Argentinien, Türkei) und Wirtschaftszweigen (z.B. Technologieunternehmen) handhabbar, aber die Gesamtrisiken bedürfen einer sorgfältigeren Untersuchung. Es ist erfreulich, daß sich die größeren Finanzinstitute in den letzten Jahren wesentlich stärker auf Streßtests gestützt haben, um ihre Situation unter extremen, aber durchaus plausiblen Umständen einzuschätzen und entsprechend Vorsorge zu treffen. Dennoch bleibt abzuwarten, ob sie die Tatsache angemessen berücksichtigt haben, daß Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken in Krisenzeiten dazu tendieren, sich gleichgerichtet zu bewegen. Die Aufsichtsinstanzen, die derartige Wechselwirkungen kennen, sind zu Recht generell viel wachsammer geworden und zunehmend bereit, die Frage zu stellen: Was wäre, wenn?

Mit Blick auf die zweite Dimension – die Neuerungen im Finanzsektor, die Konsequenzen für die Finanzstabilität haben könnten – ist der vielleicht wichtigste Trend die rasche Ausbreitung neuer Verfahren zur Übertragung von Kreditrisiken. Einerseits versprechen diese Techniken ein verbessertes Risikomanagement, da komparative Vorteile beim Eingehen solcher Risiken ausgenutzt werden. Außerdem werden die Marktteilnehmer mit der Entwicklung liquider Märkte besser in der Lage sein, einen angemessenen Preis für die Übernahme von Kreditrisiken festzulegen. Dies wird enorme, vielleicht sogar bahnbrechende Vorteile mit sich bringen. Andererseits bereiten einige Aspekte dieser Entwicklung den Aufsichtsinstanzen Sorge. Solche Transaktionen

könnten die Transparenz der Risikoverteilung im System beeinträchtigen und ebenso rasch zu einer Konzentration wie zu einer Streuung der Risiken führen. Von Bedeutung ist auch, daß die Versicherungsgesellschaften eine zunehmende Rolle spielen werden, was nicht überrascht, da die meisten dieser Kreditübertragungsinstrumente Versicherungspolice ähneln. Dies bedeutet, daß Banken- und Versicherungsaufsichtsinstanzen immer enger zusammenarbeiten müssen, um zu verhindern, daß aufsichtsrechtliche Unterschiede verstärkt ausgenutzt werden, und um sicherzustellen, daß die Risiken korrekt überwacht und bewertet werden. Ferner muß – wie bei allen neuen Instrumenten – die Frage nach ihrer angemessenen Dokumentation sowie nach ihrem rechtlichen Status gestellt werden. Ebenso wie beim Close-out-Netting, bei speziell für Emissionszwecke gegründeten Finanzierungsgesellschaften und einer Vielzahl anderer Neuerungen der jüngsten Zeit werden rechtliche Unsicherheiten möglicherweise erst in der Rechtsprechung endgültig geregelt. In der Zwischenzeit läßt sich eines mit Sicherheit sagen, daß nämlich schwierigere wirtschaftliche Zeiten zu einer starken Zunahme der Gerichtsverfahren führen werden. Die Aufsichtsinstanzen wären daher gut beraten, Konzentrationen von festgestellten Rechtsrisiken nachzugehen, denn wie ein kürzliches Urteil in den USA bewies, können enorme Beträge auf dem Spiel stehen.

Was schließlich die dritte Dimension bei der Förderung der Finanzstabilität betrifft, nämlich die Maßnahmen zur Stärkung der Grundlagen des internationalen Finanzsystems, so wurden große Anstrengungen unternommen, um das Risikomanagement bei Banken, Versicherungsgesellschaften und im Investmenthandel zu verbessern. Die größte Aufmerksamkeit erhielten die überarbeiteten Vorschläge für eine Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung, die im Januar 2001 herausgegeben wurden. Die ursprüngliche Eigenkapitalvereinbarung aus dem Jahr 1988 hat dazu beigetragen, die Eigenkapitalausstattung überall zu erhöhen. Da sie auf einer kleinen Anzahl fester Risikogewichte beruhte, war sie leicht zu handhaben und wurde rasch als weltweiter Standard eingeführt. Mit der Zeit sind jedoch auch ihre Mängel offenkundiger geworden. Da Kredite unterschiedlicher Qualität für Aufsichtszwecke in einer Kategorie zusammengefaßt wurden, bestand ein Anreiz, gute Kredite aus der Bilanz auszugliedern, um die Gesamtrentabilität zu erhöhen. Mit den zunehmend ausgereifteren Methoden der internen Risikobeurteilung in den Banken wurde außerdem klarer, daß die Anforderungen der ursprünglichen Eigenkapitalvereinbarung immer weniger ausreichten, um die tatsächlich eingegangenen Risiken angemessen zu decken.

Die Neue Eigenkapitalvereinbarung nimmt sich dieser Aspekte in vollem Umfang an und ist daher notwendigerweise komplexer. Insbesondere läßt sie eine Reihe unterschiedlicher Optionen für die Berechnung des Mindesteigenkapitalbedarfs zu und versucht den Banken Anreize zu geben, ihr internes Risikomanagement selbst laufend weiterzuentwickeln. Alle vorgeschlagenen Optionen nehmen eine stärkere Differenzierung zwischen Krediten unterschiedlicher Qualität vor. So ist vorgesehen, daß die erforderliche Eigenkapitalunterlegung für einen bestimmten Kredit mit der Zeit angepaßt werden kann, wenn sich die Risikobeurteilung aufgrund neuer Begebenheiten ändert.

Zum ersten Mal beziehen die Vorschläge auch das operationelle Risiko ein, das zweifellos immer mehr an Bedeutung gewinnt. Ferner wird in den Vorschlägen die Wichtigkeit der Überprüfungen durch die Aufsichtsinstanz betont, insbesondere der Überprüfung der internen Risikobeurteilung der Banken, sowie die Notwendigkeit, daß die Banken ihr Risikoprofil und ihre Geschäftstätigkeit vermehrt offenlegen. Im letzteren Fall steht die Überlegung dahinter, daß die Marktdisziplin auf der Basis dieser Offenlegung zu größerer Umsicht anhalten wird.

Alle diese Vorschläge sind ein bedeutender Schritt nach vorn. Während sich die Aufsichtsinstanzen zusammen mit dem Kreditgewerbe auf ihre Umsetzung im Jahr 2004 vorbereiten, bleiben aber noch bestimmte wichtige Details zu klären. Eine offene Frage ist, ob sich die internen Risikobeurteilungen der Banken im Konjunkturverlauf nicht übermäßig verändern könnten, was möglicherweise zu unerwünschten Verringerungen der Eigenkapitalpolster in einer Hochkonjunktur und Erhöhungen in einer Rezession führt. Die Tendenz, vergleichsweise kurze Zeithorizonte zu verwenden und mit Verfahren zu arbeiten, die effektiv die Erfahrung der jüngsten Vergangenheit extrapolieren, könnte dies noch fördern. Glücklicherweise bietet der Prozeß der Überprüfung durch die Aufsichtsinstanz eine Möglichkeit, diese praktischen Fragen der Risikomessung und des Eigenkapitals anzugehen, vorausgesetzt natürlich, daß die Aufsichtsinstanz über die notwendigen Ressourcen, Sachkompetenzen und Befugnisse verfügt, um ihre Weisungen durchzusetzen. Vor allem für Aufsichtsinstanzen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte dies eine beträchtliche Herausforderung sein.

Eine eng damit verbundene Frage, die das Funktionieren sämtlicher Finanzinstitute berührt, steht hinter den neueren Vorschlägen, die Rechnungslegung in größerem Umfang nach dem Marktwertprinzip vorzunehmen. Mit Blick auf die Stabilität im Finanzsektor argumentieren die einen, daß dies die Marktdisziplin verbessern würde, da die Finanzausweise transparenter wären und die Finanzlage der Unternehmen besser wiedergeben würden. Insbesondere würden Gewinne und Verluste, die durch Veränderungen der Zinssätze oder der Kreditqualität entstehen, unmittelbar zu Buche schlagen. Andere fürchten dagegen, daß die Nettoerträge und Bewertungen im Periodenvergleich übermäßig volatil werden könnten und im Konjunkturverlauf möglicherweise zu stark schwanken. Dies könnte dazu führen, daß das Finanzsystem noch prozyklischer würde, als derzeit angenommen wird.

Angesichts der potentiellen Schwierigkeiten mit der Rechnungslegung nach dem Marktwertprinzip wird als Mittelweg vorgeschlagen, stärker zukunftsorientierte Rückstellungen für Kreditverluste zu treffen. Nach den geltenden Rechnungslegungsvorschriften gehen die Rückstellungen üblicherweise in einem Konjunkturaufschwung zurück und steigen erst in der Abschwungphase wieder an. Bei einer zukunftsorientierten Risikovorsorge könnten erwartete Kreditverluste eher verbucht werden, und die Wahrscheinlichkeit wäre höher, daß angemessene Mittel zur Verfügung stünden, wenn es in einem Konjunkturabschwung zu Kreditausfällen kommt. Leider hat auch dieser Mittelweg seine Nachteile. Vor allem besitzt diese Art der Risikovorsorge potentiell einen hohen Grad an Subjektivität und eröffnet den Banken damit die Möglichkeit, ihre Rechnungslegung hinsichtlich steuerlicher oder anderer

Zwecke zu manipulieren. Außerdem dürften selbst zukunftsorientierte Rückstellungen nur geringen praktischen Nutzen haben, wenn Veränderungen der Kreditqualität über den Konjunkturzyklus hinweg ex ante nicht angemessen berücksichtigt würden. Dennoch dürfte es sich lohnen, diesen Ansatz näher zu erforschen, und das gleiche gilt für den Vorschlag, daß die Aufsichtsinstanzen die automatische Bildung von Rückstellungen zum Zeitpunkt der Kreditgewährung verlangen sollten.

Neben soliden Finanzinstituten erfordert ein stabiles Finanzsystem als zweite wichtige Voraussetzung effiziente Kapitalmärkte. Mehrere strukturelle und andere Entwicklungen weckten im Berichtszeitraum vielfach die Befürchtung, daß sie die Marktliquidität, d.h. die Möglichkeit, große Abschlüsse zu tätigen, ohne daß der Preis nennenswert beeinflußt wird, beeinträchtigen könnten. Zu diesen Entwicklungen gehörten die erkennbare Verringerung und Konzentration von Risikokapital, das für die Marktmachertätigkeit zur Verfügung steht, der Rückzug von Hedge-Fonds aus Arbitragegeschäften, die Standardisierung des Risikomanagements unter den Finanzinstituten, die zunehmende Verbreitung elektronischer Handelsplattformen (bei denen es generell keine Marktmacher gibt) sowie das schrumpfende Angebot an „risikofreien“ Staatsschuldtiteln. Die jüngsten Schocks hatten nicht so weitreichende Auswirkungen auf den Ablauf der Marktaktivität wie 1990 und im dritten Quartal 1998. Allerdings ist zu bedenken, daß es bei den früheren Schocks jeweils einen erheblichen Störeinfluß hinsichtlich der Kreditqualität gegeben hatte, wie den Zusammenbruch bzw. Beinahezusammenbruch eines bedeutenden Marktteilnehmers (Drexel Burnham Lambert bzw. LTCM). Da in letzter Zeit kein solches Ereignis stattgefunden hat, ist die Bereitstellung von Liquidität in Streßsituationen möglicherweise noch gar nicht wirklich auf die Probe gestellt worden. Umgekehrt ließe sich argumentieren, daß diese früheren Erfahrungen zu einem geringeren Grad der Fremdfinanzierung von Finanzanlagen geführt haben, wodurch es ohnehin unwahrscheinlicher geworden ist, daß die Märkte in Streßsituationen kollabieren.

Endgültige Schlüsse lassen sich noch nicht ziehen, aber es hat doch eine Reihe praktischer Vorschläge gegeben, die dazu beitragen könnten, das weitere reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte zu sichern. Zusätzliche Fortschritte in der Erarbeitung und Durchsetzung von Standards für die Besicherung und die Dokumentation dürften es den Swapmärkten erleichtern, viele der Aufgaben zu übernehmen, die bisher von Staatsanleihen erfüllt wurden. In Europa würde eine rasche Umsetzung der Empfehlungen im Lamfalussy-Bericht auf willkommene Weise zur Integration von derzeit stark fragmentierten Märkten beitragen. Da die Erfahrung gezeigt hat, wie rasch Bedenken hinsichtlich des Adressenausfallrisikos die Marktliquidität beeinträchtigen können, sollte außerdem zu einer weiteren Verbesserung der Offenlegung angehalten werden. Ferner werden größere Finanzinstitute, insbesondere wenn sie bei Anspannungen am Markt selbst als Liquiditätsquelle angesehen werden könnten, darin bestärkt, Streßtests für das Liquiditätsrisiko vorzunehmen, die genauso aufwendig sind wie diejenigen, die sie beim Marktrisiko und beim Kreditrisiko zunehmend durchführen.

Die dritte Säule, die zur Stützung eines stabilen Finanzsystems benötigt wird, ist eine angemessene Finanzinfrastruktur. Neben den bereits erwähnten Voraussetzungen hinsichtlich der Rechnungslegung und der Rechtsgrundlagen ist unabdingbar, daß die Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme unabhängig von den Belastungen, denen sie unterworfen werden, funktionsfähig bleiben. Im Bereich der Großbetragszahlungssysteme wurden in den letzten Jahren große Fortschritte erzielt, insbesondere durch die verbreitete Einführung der Echtzeit-Bruttoabwicklung (RTGS). Mit der Veröffentlichung der *Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind* haben zudem der IWF und die Weltbank eine nützliche Reihe von Standards erhalten, die sie weltweit bei der Länderbeurteilung einsetzen können. Echte Fortschritte wurden schließlich auch auf dem Weg zur Errichtung der CLS-Bank („continuous linked settlement bank“) erzielt, mit der sichergestellt werden soll, daß Clearing und Abwicklung von Devisentransaktionen in den wichtigsten Währungen nicht mehr mit dem Herstatt-Risiko verbunden sind. 25 Jahre lang wurde dieses anerkanntermaßen globale Risiko nur sehr zögerlich angegangen; nun müssen die letzten Schritte zu einer soliden Lösung energisch vollzogen werden.

Zusammenarbeit im Streben nach Finanzstabilität

In der internationalen Zusammenarbeit stellen sich einige schwierige Probleme, aber es gibt auch mindestens eine ebenso schwierige Frage, die auf inländischer Ebene behandelt werden muß: Welche Rolle sollten die Währungsbehörden und die Aufsichtsinstanzen im Hinblick auf die Finanzstabilität jeweils spielen? Diese Frage ist selbst dort aktuell, wo die Verantwortlichkeit für die Aufsicht bei der Zentralbank liegt. Aber sie gewinnt noch an Bedeutung mit dem wachsenden Trend, die Verantwortung für die Überwachung der Finanzinstitute und der Wertpapiermärkte in unabhängigen Instanzen zusammenzufassen.

Wie man diesen Trend auch einschätzen mag, er verdeutlicht auf jeden Fall, daß es durchaus zwei einander ergänzende Lösungsansätze für das Problem der Finanzstabilität geben könnte; der eine ist auf die einzelnen Finanzinstitute bezogen, der andere auf das System als Ganzes. Traditionell sah die Aufsicht den Schlüssel zur Stabilität des Gesamtsystems im allgemeinen in der Solidität der einzelnen Finanzinstitute. Dagegen maßen die Währungsbehörden der Wahrscheinlichkeit, daß gemeinsame Schocks und Zyklen das Finanzsystem als Ganzes beeinträchtigen würden, in der Regel größeres Gewicht bei. Wenn beide Ansätze als sinnvoll eingeschätzt werden, dann dürfte es im Interesse der Krisenprävention normal sein, daß es zwischen allen Beteiligten einen laufenden Dialog und eine dauerhafte Kooperation gibt. Wenn sie Schwachstellen beheben sollen, müssen sie ihre Einschätzungen darüber austauschen. Ein solches Vorgehen würde außerdem die Basis für eine offene Kommunikation und das Vertrauen zwischen den beteiligten Stellen gewährleisten, zwei wesentliche Voraussetzungen, um auftretende Krisen bewältigen zu können. Alle, die an der Bewältigung von Krisen beteiligt sind, sollten sich im voraus darauf einigen, in welcher Weise die

Verantwortlichkeiten aufgeteilt werden sollen, um sicherzustellen, daß die nötigen Entscheidungen zur richtigen Zeit getroffen werden.

Die internationale Zusammenarbeit im Streben nach Finanzstabilität vollzieht sich in einer Reihe von Foren, die zum Teil noch recht jung sind. Es ließe sich sogar argumentieren, daß ein übertriebener Dialog stattfindet. Ranghohe Vertreter entsprechender Stellen müssen an unzähligen Sitzungen teilnehmen, wobei die Gefahr besteht, daß die sich wiederholenden Diskussionen sachdienliche Analysen verdrängen und die Bereitschaft schwächen, konkrete Maßnahmen zur Verhinderung von Krisen im Finanzsektor zu treffen. Die Einrichtung des Forums für Finanzstabilität weckte ursprünglich Bedenken, daß sie dieses Problem nur noch verschlimmern würde. In der Praxis hat sich das Forum jedoch als sehr erfolgreich darin erwiesen, wichtige offizielle Vertreter von den größten Finanzmärkten zusammenzubringen, um Schwachstellen im Finanzsektor, Doppelspurigkeiten sowie Lücken in der Arbeit an der Finanzstabilität zu ermitteln und um Prioritäten zu setzen. Bei einem Teil dieser Arbeit hält das Forum es für wichtig, selbst aktiv zu werden, aber primär stützt es sich auf bestehende Gremien, um die Kooperation voranzubringen.

Das Forum für Finanzstabilität konzentriert sich insbesondere zunehmend darauf, die Umsetzung international vereinbarter Kodizes und Standards zur Förderung der Finanzstabilität in den einzelnen Ländern zu unterstützen. Dies umfaßt mindestens vier Schritte: Aufstellen der Standards, Beurteilung der Einhaltung in den einzelnen Ländern, Umsetzen der Standards, regelmäßige Aktualisierung der Standards im Lichte der praktischen Erfahrung. In allen Punkten sind große Fortschritte erzielt worden, u.a. dank der Bereitschaft des IWF und der Weltbank, eng mit den nationalen Expertengruppen der standardsetzenden Gremien zusammenzuarbeiten; es bleibt aber noch viel zu tun. Insbesondere stellen einige aufstrebende Volkswirtschaften nach wie vor die Berechtigung von Kodizes in Frage, die im wesentlichen von einer kleinen Gruppe entwickelter Länder aufgestellt wurden. Sie fordern, daß Standards zumindest die Realität verschiedener Entwicklungsstufen berücksichtigen sollten. Was die Umsetzung betrifft, so müssen die Rating-Agenturen und Kreditgeber auf jeden Fall stärker auf die bestehenden Kodizes hingewiesen werden, wenn sie sie gezielt verwenden sollen, um ihre Einhaltung zu belohnen. Fest steht ebenfalls, daß viele aufstrebende Volkswirtschaften möglicherweise umfangreiche technische Hilfe benötigen werden.

Weitere Analysen und Vereinbarungen sind auch hinsichtlich der besten Strategie zur Krisenbewältigung und -überwindung im Finanzsektor notwendig. Erforderlich ist ein stärkerer Konsens über grundlegende Prinzipien für die Sanierung schwacher Banken, wenn das gesamte Finanzsystem instabil ist. Darüber hinaus entstehen in dem anhaltenden Prozeß der Konsolidierung und Globalisierung im Finanzsektor größere, komplexere und internationaler ausgerichtete Institute, deren Geschäftstätigkeit oftmals viele aufsichtsrechtliche Zuständigkeitsbereiche berührt. Zwar ist die Qualität des Managements im allgemeinen sehr hoch, aber es muß dennoch weiter darüber nachgedacht werden, wie vorzugehen ist, falls solche Institute in Bedrängnis zu geraten scheinen. Die Erkenntnis, wie verflochten viele dieser Institute mittlerweile sind, hat diese Aufgabe noch dringlicher werden lassen. Ferner wäre eine

breitere Einigung über die angemessene Rolle des IWF bei der Bewältigung staatlicher Liquiditätskrisen wünschenswert. Nach wie vor wird manchmal argumentiert, daß in Ergänzung zur Konditionalität große Finanzierungspakete notwendig seien. Die Vertreter dieses Ansatzes halten eine Lösung allein über den Markt für unannehmbar hart und verweisen auf die Gefahren destabilisierender politischer und sozialer Spannungen. Andere wiederum betonen, daß auf diese Weise ein unvorsichtiges Verhalten gefördert werden dürfte, vor allem bei den Gläubigern, und schlagen vor, die Stundung von Schulden und andere rechtliche Möglichkeiten auszuschöpfen, um das Aushandeln von Vereinbarungen mit den privaten Gläubigern zu fördern.

Auf diese letzte Frage gibt es keine gültige Antwort; sie wird noch in Jahrzehnten diskutiert werden. Bei vielen anderen der oben angesprochenen Fragen scheint sich jedoch immer mehr ein Konsens über das weitere Vorgehen in der Krisenprävention wie auch bei der Krisenbewältigung herauszubilden. Rasches Handeln in diesen Bereichen dürfte höchst wünschenswert sein, damit nicht die Entwicklung im Finanzsektor einmal mehr beweist, daß das Getane nicht ausreichte und überdies zu spät kam.

