

## VIII. Schlussbemerkungen: Kurs auf ein ausgewogeneres globales Wachstum

Die Weltwirtschaft steht vor einem grundlegenden Dilemma, das immer akuter wird. Wie lassen sich die Ungleichgewichte im Wachstum und in den außenwirtschaftlichen Beziehungen zwischen den wichtigsten Wirtschaftsregionen abbauen und gleichzeitig mehr oder weniger stabile weltweite Wachstumsraten aufrechterhalten? Ob in den USA die Investitionen in die Bresche springen werden, falls die Verbraucherausgaben nachlassen sollten, ist in dieser Frage nicht allein ausschlaggebend. Immerhin wird die US-Wirtschaft durch eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie durch die jüngste Abwertung des US-Dollars gestützt. Stärker von Belang ist vielmehr, ob sich die Inlandsnachfrage in anderen Ländern, insbesondere in Kontinentaleuropa und in Japan, nach einer langen Schwächephase beleben wird. Dabei ist ein nachgebender US-Dollar für Länder, deren Währung real tendenziell aufwertet, sowohl eine Herausforderung als auch eine Chance. Wird die Aufwertung lediglich ihr Wachstum bremsen – und vielleicht damit auch das weltweite Wirtschaftswachstum –, oder werden stattdessen die grundlegenden Strukturreformen und expansiveren Maßnahmen zur Steuerung der Nachfrage in Gang kommen, die die Wirtschaftsleistung mit der Zeit beträchtlich steigern könnten?

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten werden in hohem Maße durch zwei elementare wirtschaftliche Parameter bestimmt werden: die Spar- und die Risikoneigung. Bei beiden hat es in letzter Zeit wesentliche Änderungen gegeben, die auf erhebliche Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklungen schließen lassen.

Die Sparneigung in den USA ist von besonderer Bedeutung, da das Land seit fast zehn Jahren eine überproportional wichtige Quelle für das weltweite Nachfragewachstum darstellt. Der anhaltende Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in den USA war bemerkenswert und hat – über seine Auswirkungen auf die Leistungsbilanz – die weltweite Nachfrage wesentlich gestützt. Ein ähnlicher Rückgang war in einer Reihe anderer Länder zu beobachten, oft begleitet von einem deutlichen Anstieg der Inlands- und Auslandsverschuldung. Auf die Dauer dürften sich solche großen Ausschläge zumindest teilweise umkehren, wodurch die Inlandsausgaben in diesen Ländern und das Exportpotenzial für andere Volkswirtschaften beschränkt würden. In Asien, wo die Sparquoten ebenfalls gesunken sind, aber generell auf weit höherem Niveau blieben, lag das Schwergewicht zumeist auf exportorientierten Strategien zur Stärkung des Nachfragewachstums. Die Beibehaltung solcher Strategien bei steigenden Sparquoten in anderen Ländern würde auf jeden Fall das weltweite Wirtschaftswachstum insgesamt hemmen. Vor einem

solchen Hintergrund und bei bereits niedrigen Inflationsraten ist nicht auszuschließen, dass auch Probleme im Zusammenhang mit einer allgemeineren Deflation entstehen könnten.

Es ist natürlich denkbar, wenn auch weniger wahrscheinlich, dass die Länder mit niedrigen Sparquoten weiterhin kräftig Ausgaben tätigen und die Kapitalströme von den Ländern mit hohen Sparquoten zu den Ländern mit niedrigen Sparquoten weiter ungehindert fließen oder sogar ansteigen. Die Höhe der Auslandsschulden ist weniger wichtig als das Vorhandensein der zugrunde liegenden Produktionskapazitäten, um sie bedienen zu können. Die künftigen Kapitalströme wären besser gewährleistet, wenn das Produktivitätswachstum relativ hoch wäre und es gelänge, Effizienzsteigerungen in höhere Kapitalrenditen umzumünzen. In erstgenannter Hinsicht haben die USA in den vergangenen Jahren Erhebliches geleistet, in letztgenannter ist die Bilanz jedoch etwas weniger positiv.

Der zweite Faktor, der die kurzfristigen Aussichten prägen wird, ist das Risikoverhalten der Anleger. Einerseits haben Unregelmäßigkeiten in Unternehmensführung und -kontrolle bewirkt, dass Finanzausweise mit großem Misstrauen betrachtet werden. Die Risiken werden heute viel deutlicher wahrgenommen als während des jüngsten langen Konjunkturaufschwungs. Im Lichte vergangener Kapitalverluste werden die Schwachstellen risikofreudiger Finanzinstitute jetzt ernster genommen. Diese sich wandelnde Einstellung dürfte die Risikobereitschaft der Gläubiger wie auch der Schuldner verringern und könnte die Expansion bremsen. Andererseits könnten die jüngste Hausse der Aktienkurse und die beträchtliche Verringerung der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen darauf hinweisen, dass die Risikobereitschaft allgemein wieder steigen wird.

Mit viel größerer Gewissheit lässt sich sagen, dass die längerfristigen Aussichten für ein ausgewogeneres Wachstum teilweise von wirtschaftspolitischen Veränderungen in den Industrieländern mit tief verwurzelten Strukturproblemen abhängen werden. Sowohl Deutschland als auch Japan leiden seit Jahrzehnten unter gravierenden Rigiditäten, die sich nach der Wiedervereinigung bzw. dem Platzen der Preisblase noch verschärften. In beiden Fällen wurden zugrunde liegende angebotsseitige Probleme mit fiskalpolitischen Instrumenten und exportorientierten Wachstumsstrategien überdeckt. Von beiden dürfte bald kein Nutzen mehr zu erwarten sein.

Ein ähnliches Problem betrifft eine viel breitere Palette von Ländern. Die Öffnung der aufstrebenden und der im Übergang befindlichen Volkswirtschaften – mit dem Transfer moderner Produktionsverfahren – hat schon zu erstaunlichen Produktivitätssteigerungen geführt und die Güterpreise gedrückt. Einer Vielzahl von etablierten Produzenten weltweit beginnt dies Unbehagen zu bereiten, vielen anderen verschafft es aber Absatzchancen. Für die Industrieländer bedeutet es, dass sich die allmähliche Verschiebung zugunsten der Dienstleistungen als Schwerpunkt ihrer Volkswirtschaften jetzt beschleunigt vollziehen muss. Sofern nicht Arbeitsplätze in neuen Bereichen geschaffen werden oder sich die Löhne ausreichend anpassen, wird dies einen anhaltenden Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge haben. Doch nicht nur in den Industrieländern besteht Anpassungsbedarf. Die Länder Ostasiens beispiels-

weise müssen sich auf die wachsende Bedeutung Chinas einstellen, und das auf dem Weg der Liberalisierung befindliche Indien wird möglicherweise bald folgen. Zudem belasten auch diese Länder ungelöste finanzielle Probleme aus dem letzten Jahrzehnt, angesichts deren die Kreditgeber zögern könnten, die notwendigen Änderungen zu finanzieren.

Insgesamt betrachtet ist es dringender denn je, flexibel auf sich abzeichnende Entwicklungen zu reagieren – zumal die Alternative ein Rückfall in den Protektionismus sein könnte. Entsprechende Bedenken wurden durch die bislang bescheidenen Fortschritte in der Doha-Verhandlungsrunde über den Welthandel sowie durch verschiedene transatlantische Konflikte verstärkt. Deflationsdruck und die Notwendigkeit einschneidender Anpassungen nach dem Platzen einer Blase würden derartige Abschottungstendenzen noch verschärfen. Für eine solche Reaktion gibt es sogar einen Präzedenzfall, nämlich Anfang der dreißiger Jahre, der alles andere als erbauend war.

Vor diesem historischen Hintergrund sind den öffentlichen Entscheidungsträgern zwei Dinge in Erinnerung zu rufen: Erstens sitzen wir wirtschaftlich gesehen alle im selben Boot, und darum ist sowohl auf nationaler Ebene – zwischen Währungs-, Finanz- und Aufsichtsbehörden – als auch auf internationaler Ebene eine verstärkte Zusammenarbeit nötig. Zweitens verursacht rasches Flickwerk auf längere Sicht fast immer größere Kosten bei schnell abnehmendem Nutzen. Ein wirtschaftspolitisches Umfeld, das die Fähigkeit, flexibel auf kurzfristige Schwierigkeiten zu reagieren, mit mittelfristiger Tragfähigkeit verknüpft, hat darum vieles für sich.

## Künftige Chancen und Schwachstellen

Mit dem Ende des Irak-Kriegs dürften sich einige der Unsicherheiten verringern, die die wirtschaftliche Expansion bremsen. Das kommt wahrscheinlich sowohl der Verbrauchernachfrage als auch den privaten Anlageinvestitionen zugute, vor allem in Ländern, wo diese Ausgaben atypisch schwach waren. Darüber hinaus könnte es das Nachfragewachstum fördern, wenn die Unternehmen – nicht zuletzt zur Sicherung der Lieferketten – eine Wiederaufstockung ihrer sehr geringen Lagerbestände anstreben würden. Dennoch ist die künftige Ausgabenneigung auch vor dem Hintergrund des außergewöhnlichen Optimismus Ende der achtziger Jahre in Japan und Ende der neunziger Jahre in den USA zu sehen, der in beiden Fällen hohe Schuldenstände, Überkapazitäten und tiefe Aktienbewertungen hinterließ.

Die Erfahrung Japans lehrt, dass solche Übersteigerungen die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen und sogar eine Deflation nach sich ziehen können. Der US-Aufschwung unterschied sich von dem japanischen jedoch in mindestens drei wichtigen Punkten. Ein erster, willkommener Unterschied ist, dass in den USA kein vergleichbarer Boom am gewerblichen Immobilienmarkt stattfand. Ein zweiter, ebenso willkommener Unterschied besteht darin, dass der japanische Boom fast ausschließlich über das Bankensystem finanziert wurde, die Finanzierungsquellen in den USA aber viel stärker diversifiziert waren. Ein dritter Unterschied hat möglicherweise weniger harmlose Auswirkungen, wenngleich nicht unbedingt zum Nachteil der USA. Während

Japan den Konjunkturaufschwung aus inländischen Quellen finanzierte und sogar gleichzeitig einen erheblichen Leistungsbilanzüberschuss aufwies, wurde die US-Expansion zum großen Teil aus dem Ausland finanziert. Zahlreiche Länder stützten ihr Wachstum auf den Export in die USA, für den sie umfangreiche Finanzierungen über die Kapitalverkehrsbilanz bereitstellten.

Sollte der Dollar aus irgendeinem Grund noch tiefer fallen, so hätten diesmal die Gläubigerländer die doppelte Last der Anpassung zu tragen. Zum einen müssten sie höhere inländische Ausgaben generieren, um die Nachfrage aufrechtzuerhalten und zu verhindern, dass die Arbeitslosigkeit steigt. Zum anderen würde der inländische Wert ihrer in Dollar denominierten Finanzanlagen wegen der niedrigeren Marktpreise und infolge des Kursverlusts des Dollars sinken. In den USA dagegen stärkt die jüngste Kursschwäche des Dollars die Wachstumsaussichten und verringert die Wahrscheinlichkeit einer Deflation.

Ab dem zweiten Halbjahr 2000 wurden die Investitionen in den USA drastisch gekürzt. Der US-Verbrauch, zum Teil begünstigt durch eine massive geldpolitische Lockerung, blieb jedoch stabil. Die wichtigsten Fragen sind jetzt, ob sich die Investitionen tatsächlich erholen werden und ob der Verbrauch nachlassen könnte. Die hohe Varianz der gegenwärtigen Prognosen für die USA hat einen einfachen Grund: Keine dieser beiden entscheidenden Ausgabenkomponenten hat sich in letzter Zeit so verhalten, wie es die Geschichte seit dem Zweiten Weltkrieg hätte erwarten lassen.

In einigen Punkten scheinen sich die Aussichten für die US-Investitionen etwas aufzuhellen. Trotz des anhaltend schwachen Wachstums insgesamt haben sich die Gewinne und die Cashflows der Unternehmen etwas erholt, und die Zinsdeckung ist nach wie vor hoch. Es wäre jedoch wohl verfrüht, eine kräftige Belebung der US-Unternehmensinvestitionen in Aussicht zu stellen, zumal die Kapazitätsauslastung auf dem niedrigsten Stand seit 20 Jahren und die Verschuldung weiterhin hoch ist. Vorsicht wegen anderer möglicher Belastungen künftiger Unternehmensgewinne, nicht zuletzt ungedeckter Pensionsverbindlichkeiten und höherer Kosten für Versicherung und medizinische Versorgung, könnte die Unternehmen veranlassen, ihre Bilanzen noch weiter zu konsolidieren. Möglicherweise ist es gerade das, was die Finanzmärkte erwarten. Obwohl auch andere Interpretationen möglich sind, so steht der jüngste starke Rückgang der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen doch wohl im Einklang mit der an den Märkten teilweise herrschenden Überzeugung, dass die Verantwortlichen in den Unternehmen die notwendigen Maßnahmen ergreifen werden, um Kosten zu senken und die Wahrscheinlichkeit künftiger Ausfälle zu verringern.

Höhere Unternehmensinvestitionen in immer produktiveres Kapital waren eine wichtige Komponente der Episode der „neuen Ära“ in den USA. Diese Investitionen regten nicht nur unmittelbar die Nachfrage an, sondern förderten auch den subjektiven Eindruck eines starken Vermögenswachstums, was die Ausgaben indirekt stimulierte. Gemessen am nominalen BIP sind die Ausgaben der privaten Haushalte seit vielen Jahren einem Wachstumstrend gefolgt und haben in letzter Zeit sogar recht stark zugenommen. In diesem wichtigen Punkt ist der Aufschwung – trotz der Aktienkursverluste – noch nicht

als beendet anzusehen. Niedrigere Hypothekenzinsen, der anhaltende Anstieg der Preise für Wohneigentum sowie Finanzinnovationen, die die Nutzung von Eigenkapital zur Finanzierung zusätzlicher Verbraucherausgaben erleichterten, haben allesamt zu der Stärke der Ausgaben der privaten Haushalte beigetragen.

Dieses Verhalten kommt deutlich darin zum Ausdruck, dass die privaten Haushalte in den USA bereit waren, ihre Verschuldung auf Rekordhöhe zu steigern. Trotz sehr niedriger Zinssätze ist dadurch der Schuldendienstaufwand gestiegen. Die Vermögenspositionen könnten jedoch noch größeren Anlass zur Sorge geben, wenn das Beschäftigungsniveau weiter unter Druck geraten sollte und die Aktienkurse sowie der Wert der Pensionsfondsportfolios weiter sinken sollten. Auf jeden Fall wird der stützende Effekt der Hypothekenrefinanzierungen auf die Ausgaben irgendwann zwangsläufig nachlassen. Die Preise für Wohneigentum steigen weniger rasch, und sofern die Hypothekenzinsen nicht beträchtlich weiter sinken, sind vermutlich die Refinanzierungen, die zu rentablen Bedingungen möglich waren, bereits größtenteils vollzogen.

Angesichts der Unsicherheit, die auf den Aussichten für die US-Konjunktur lastet, wäre es hilfreich, wenn sich eine rasche Erholung der Nachfrage in anderen Ländern abzeichnete. Leider sind andere Wachstumszentren nicht ohne weiteres auszumachen. Ursprünglich war erwartet worden, dass Kontinentaleuropa davon profitieren würde, dass die Finanzierungsungleichgewichte hier geringer sind als in den USA. In Wirklichkeit blieb Europa jedoch noch konsequenter unterhalb der Wachstumsprognosen, und vor dem Hintergrund der jüngsten Enttäuschungen sind die Prognosen drastisch nach unten revidiert worden. Für Deutschland scheinen die Aussichten besonders problematisch zu sein. Sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die privaten Sparquoten steigen hier nach einer Reihe von Jahren stetigen Rückgangs wieder an. Praktisch überall in Kontinentaleuropa ist das Vertrauen abgebröckelt. Dies ist möglicherweise auf Verluste europäischer Anleger zurückzuführen, die sowohl die Expansion in den USA als auch den Boom der Telekommunikation in Europa zu einem großen Teil finanzierten. Auch die höheren Ölpreise und die politischen Unsicherheiten im In- und Ausland leisteten nicht gerade einen positiven Beitrag. Sieht man nach vorne, so scheinen einige dieser Probleme glücklicherweise zu verblassen, vor allem angesichts des jüngsten Ölpreiskrückgangs.

Auch in anderen Teilen der Welt ist der Ausblick recht uneinheitlich. Nach so vielen Jahren niedrigen Wachstums in Japan, das größtenteils auf Kürzungen bei den Investitionen zurückzuführen war, erfordert es einiges an Vorstellungskraft, eine Verbesserung vorauszusehen. Dennoch sollten der bemerkenswerte Abbau der Unternehmensverschuldung und die beträchtliche Verbesserung des Betriebsergebnisses vieler größerer Unternehmen nicht vergessen werden. Irgendwann muss die Wende eintreten, auch wenn der Zeitpunkt nie leicht vorherzusagen ist. In China und Indien wird inzwischen allgemein davon ausgegangen, dass das gegenwärtige stetige, ziemlich rasche Wachstum anhalten wird. In anderen Ländern Asiens wird erwartet, dass die regionale Nachfrage einen zunehmenden Beitrag zu einem robusten Wachstum leistet. Allerdings könnte die SARS-Epidemie die Wirtschaftslage in

China und das Verbrauchervertrauen in anderen Ländern noch erheblich beeinträchtigen. Der Ausblick für die wichtigsten lateinamerikanischen Volkswirtschaften scheint ebenfalls günstiger zu sein, weil eine größere politische Stabilität und das wiederhergestellte Vertrauen an den Finanzmärkten zu einer gewissen Erholung vom vorherigen Abschwung beigetragen haben.

Wie es den einzelnen Regionen im nächsten Jahr ergeht, wird teilweise von der Wechselkursentwicklung – vor allem gegenüber dem Dollar – abhängen. Eigentlich sollten die Gläubigerländer bereit sein, Währungsaufwertungen zuzulassen, damit sich die Schuldnerländer, z.B. die USA, entsprechend anpassen können. Allerdings haben einige Gläubigerländer in Asien vor dem Hintergrund unsicherer Aussichten für das inländische Wachstum bereits begonnen, einer Aufwertung mit einer Vielzahl von herkömmlichen wie auch ungewöhnlichen Mitteln entgegenzuwirken. Einerseits könnte dies als wünschenswert betrachtet werden, wenn es zu niedrigeren Zinsen führt, die die Inlandsnachfrage steigern. Andererseits impliziert dieser Widerstand gegen eine Aufwertung in Asien, dass die Last der Wechselkursanpassung wahrscheinlich in unverhältnismäßigem Umfang von den tatsächlich frei floatenden Währungen, wie dem Euro, zu tragen sein wird. Ein weiterer potenzieller Einflussfaktor für den relativen Wert der wichtigsten Währungen ergäbe sich, wenn die Gläubigerländer nicht mehr im gleichen Ausmaß wie bisher bereit wären, ihre Währungsreserven überwiegend in Dollar zu halten.

Wechselkursbewegungen beeinflussen nicht nur die gesamtwirtschaftliche Produktion, sondern auch das Preisniveau. Der direkte Einfluss von Wechselkursen auf die Preise scheint in den letzten Jahren sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften abgenommen zu haben. Dies ist vermutlich auf bessere Maßnahmen zur Eindämmung der Inflation zurückzuführen, deren Wirkung dadurch verstärkt wurde, dass sich die Inflationserwartungen zunehmend auf einem niedrigen Niveau verfestigten. Infolge der Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Produktion durch Handelssubstitutionseffekte sowie Vermögensbewertungen sind die indirekten Auswirkungen von Wechselkursen auf die inländischen Preise allerdings immer noch erheblich. Daher dürfte eine Aufwertung insbesondere in Ländern wie Japan und China, wo Deflation bereits Realität ist, unerwünscht sein. Aber auch in einer zunehmenden Anzahl von Ländern, in denen die Inflation ebenfalls schon so niedrig ist, dass eine Deflation nicht ausgeschlossen werden kann, könnte eine Aufwertung die Lage erschweren. Die bekannten systematischen Fehler bei der Messung des Verbraucherpreisindex in vielen Ländern, zusammen mit der verbreiteten Tendenz, die zukünftige Inflation zu überschätzen, bestätigen gleichfalls, dass diese Möglichkeit einer Deflation sehr ernst genommen werden muss.

Nun ist eine Deflation nicht notwendigerweise negativ zu beurteilen, falls sie positive Angebotsschocks vor dem Hintergrund einer ohnehin (und zudem wünschenswert) niedrigen Inflationsrate widerspiegelt. Ist jedoch das Umfeld ein anderes, so kann es zu Problemen kommen. Ein Beispiel wäre erstens ein starker Widerstand gegen Kürzungen der Nominallöhne. Falls die Preisrückgänge größer ausfielen als die Produktivitätszuwächse, würden die Lohnstückkosten steigen, und die Beschäftigung würde beeinträchtigt. Zweitens

ergibt sich aus der nominalen Nullzinsgrenze potenziell die gefährliche Dynamik, dass die erwarteten Realzinsen mit einer zunehmenden Deflation ansteigen. Drittens nimmt tendenziell der reale Schuldendienstaufwand zu, wenn die Inflation unter das zum Zeitpunkt der vertraglichen Fixierung von Zinszahlungsverpflichtungen erwartete Niveau fällt. Die Last für den Schuldner ist natürlich umso größer, je höher er verschuldet ist. Die Schwierigkeit zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist, dass viele Voraussetzungen dafür, dass eine Deflation zum Problem wird, offenbar gegeben sind. In vielen Ländern sind die Leitzinssätze bereits niedrig, die Schuldenstände höher als je zuvor und Nominallohnkürzungen wohl unwahrscheinlich.

Ein erfreulicher Aspekt der jüngsten Entwicklungen war die relativ hohe Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems, insbesondere der Banken. Dennoch sind bereits ansatzweise einige Anspannungen sichtbar geworden, die sich wahrscheinlich verschärfen würden, wenn es entgegen den Erwartungen nicht zu einer Expansion käme. Das hätte vermutlich gewisse Auswirkungen auf die Aktienkurse, lassen sich diese doch derzeit, insbesondere in den USA, nur mit der Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung und starker Steigerungen der Unternehmensgewinne rechtfertigen. Sollten die Risikoprämien am Aktienmarkt in diesem veränderten Umfeld steigen, so wären die negativen Auswirkungen noch größer. Auch die Kreditzinsspannen, die zuletzt recht deutlich gesunken sind, könnten beeinflusst werden, denn sie steigen normalerweise, wenn die Aktienkurse sinken. Darüber hinaus könnten auch die Immobilienpreise sinken bzw. – im Falle der Wohnimmobilien – zumindest nicht mehr steigen. In einer Reihe von Ländern liegen die Preise für Wohneigentum weiterhin auf Rekordniveau, während langfristige Vergleichswerte hätten erwarten lassen, dass sie den Aktienkursrückgang mit einer gewissen Verzögerung nachzeichnen. All diese Preiseffekte würden die Unternehmensbilanzen und die Vermögenspositionen der privaten Haushalte zusätzlich belasten und die Ausgaben tendenziell beeinträchtigen.

Selbst wenn ein solches Zusammentreffen von Ereignissen als unwahrscheinlich eingeschätzt werden mag, so wäre es für die öffentlichen Entscheidungsträger gewiss umsichtig, die möglichen Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems zu bedenken. In einer Anzahl von Ländern ist der Anteil der Bankkredite für Immobilien stetig angestiegen, was eine wachsende Anfälligkeit gegenüber Preisrückgängen anzeigt. Weitere Wertverluste bei Finanzvermögenswerten wären vor allem für die Banken in Deutschland und Japan problematisch, da diese derzeit besondere Anstrengungen unternehmen, ihr Betriebsergebnis zu verbessern. Für die Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften, die mit solchen Ereignissen in einem liberalisierten Marktumfeld oftmals weniger Erfahrung haben, wäre eine weitere Phase wirtschaftlicher Schwäche ebenfalls unangenehm. In Asien stehen die meisten Banken in inländischem Eigentum, und in vielen Ländern sind die Probleme mit notleidenden Krediten aus der letzten Krise noch immer nicht gelöst. In Lateinamerika und Osteuropa befinden sich die meisten Banken zwar in ausländischem Eigentum, doch bedeutet dies auch, dass Kürzungen in den Industrieländern die Verfügbarkeit von Krediten in anderen Ländern gefährden könnten.

Weitere Rückgänge der Preise von Finanzvermögenswerten könnten auch Schwierigkeiten für bereits stark angeschlagene Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds mit sich bringen. Wird infrage gestellt, ob diese Institute ihre schon vor langer Zeit eingegangenen Vertragsverpflichtungen erfüllen können, dürfte dies das Verbrauchervertrauen und die Sparneigung beeinflussen. Mittels Instrumenten zur Kreditrisikoübertragung sind Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften außerdem in bisher noch unbekannter Höhe Kreditrisikopositionen eingegangen. Sollten sie aus aufsichtsrechtlichen Überlegungen Maßnahmen zur Verringerung ihrer Engagements ergreifen, könnte dies das Funktionieren des Marktes für Kreditrisikoübertragungen beeinträchtigen und möglicherweise die Bereitschaft der ursprünglichen Kreditgeber zur Mittelvergabe verringern.

Für die Pensionsfonds hätten weitere Verluste ganz andere Konsequenzen. Bei leistungsorientierten Betriebsrentenplänen stellen Verluste zunächst einen Anspruch gegenüber den Gewinnen der Muttergesellschaft dar. Im Extremfall könnten Muttergesellschaften im Rating herabgestuft oder – bei entsprechend hohen Verlusten – sogar in den Konkurs gezwungen werden. Da niedrigere Gewinne auch niedrigere Aktienkurse bedeuten, werden andere Pensionsfonds ähnlich stark in Mitleidenschaft gezogen wie bei direkten Überkreuzbeteiligungen. Zwar scheinen diese Probleme nur eine begrenzte Anzahl etablierter Unternehmen zu betreffen, doch befinden sich darunter einige der weltberühmtesten Markennamen.

Verglichen mit den Schwierigkeiten, die eine weiter anhaltende Wirtschaftsschwäche mit sich bringen würde, scheinen andere Schwachstellen im Finanzsektor im Hinblick auf die Zukunft weniger besorgniserregend. Im Zusammenhang mit der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung ist erstens das operationelle Risiko im Finanzsystem in den Blickpunkt gerückt. Je komplexer, rechtlich anspruchsvoller und technologieabhängiger die Systeme, vor allem für die Risikominderung, umso größer wird natürlich die Wahrscheinlichkeit, dass etwas aus dem Ruder läuft. Zudem kommen am Ende einer Aufschwungphase in der Regel die verschiedensten betrügerischen oder bestenfalls zweifelhaften Verhaltensweisen ans Licht, die zu Rechtsstreitigkeiten und potenziell hohen Kosten für ihre Beilegung führen. Anlass zu gewisser Besorgnis ist zweitens die erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten, gegen die einige Finanzinstitute möglicherweise nicht ausreichend geschützt sind. Ein konkretes Beispiel wäre ein potenzieller drastischer Anstieg der langfristigen Zinssätze mit entsprechend negativen Konsequenzen für Institute, die im Wesentlichen kurzfristige Mittel aufnehmen und langfristige Mittel vergeben. Drittens ist der jüngste Trend zur Konsolidierung an einigen Finanzmärkten nicht ganz unproblematisch. Die großen Institute handeln zunehmend miteinander, was zur Folge haben könnte, dass sich abzeichnende Schwierigkeiten bei einem Kontrahenten sehr rasch auch auf andere übergreifen. Darüber hinaus können bedeutende Marktteilnehmer die Märkte in einer Weise beeinflussen, die sich auf die Kosten und die Verfügbarkeit notwendiger Absicherungen auswirken könnte. So könnten auf bestimmte Bereiche begrenzte Schocks durchaus für das ganze System von Bedeutung werden.

Die bisherige Stabilität des Finanzsystems ist gemeinhin der Tatsache zugeschrieben worden, dass es stärker marktorientiert ist als früher. Insbesondere in den USA ist der Anteil der Bankkredite an der Mittelvergabe insgesamt drastisch geschrumpft. Die Märkte sind insofern vollständiger und anscheinend auch widerstandsfähiger, als sie den Schuldern eine wachsende Bandbreite von Finanzierungsmöglichkeiten bieten. Verluste werden heute breiter über die Finanzmärkte gestreut, wozu in letzter Zeit immer häufiger Instrumente zur Kreditrisikoübertragung eingesetzt werden. Dass Schocks über miteinander verbundene Märkte weitergegeben werden, macht sie möglicherweise auch leichter absorbierbar. Informationen über Werte sind für die Benutzer heute leichter und billiger zu beschaffen und zu beurteilen, was vermutlich das Kontrahentenrisiko reduziert und dazu beiträgt, dass die Märkte auch unter Stress noch funktionieren.

Doch es wäre naiv, anzunehmen, dass dieses System nicht auch Schwachstellen hätte. Da Schuldern eine Vielzahl von Kanälen für die Mittelbeschaffung zur Verfügung steht, könnten sie leicht in Versuchung geraten, sich zu hoch zu verschulden. Das dürfte besonders dann der Fall sein, wenn die ursprünglichen Kreditgeber nicht die gebührende Sorgfalt anwenden, weil sie davon ausgehen, dass selbst schlechte Kredite über Marktmechanismen an jemand anderen weitergegeben werden können. Damit die Widerstandsfähigkeit erreicht werden kann, die eine Risikoverlagerung – insbesondere aus dem Bankensystem heraus – verspricht, müssen die Risiken breiter gestreut werden und letztlich zu den Marktteilnehmern gelangen, die sie am besten tragen können. Im Endeffekt lässt sich weder die stärkere Marktorientierung noch die breitere Risikostreuung als Ursache für die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems handfest belegen. Miteinander verflochtene Märkte mögen einerseits Schocks abfedern, aber andererseits können sie für bereits in Schwierigkeiten geratene Wirtschaftszweige zusätzliche Probleme schaffen, die diese endgültig in die Insolvenz zwingen. Hinzu kommt noch, dass die Bereitstellung zuverlässiger Informationen über Werte sehr aufwändig ist. Wenn effiziente Märkte die Informationslieferanten um ihren Gewinn bringen, könnte die Qualität der gesammelten Informationen sinken, was wiederum Preisverzerrungen an den Märkten und Fehlallokationen von Ressourcen nach sich zöge. Es lässt sich argumentieren, dass genau dies Ende der neunziger Jahre zu beobachten war. Auf den Punkt gebracht bedeutet dies, dass wir uns trotz einer bisher einigermaßen zufrieden stellenden Entwicklung nicht in Sicherheit wiegen und die Finanzstabilität – und im Übrigen auch die Währungsstabilität – als selbstverständlich ansehen dürfen.

## Maßnahmen zur Erreichung der Währungs- und Finanzstabilität

Im Nachhinein zeigt das letzte Jahrzehnt ein gewisses Paradoxon. Die Maßnahmen zur Erreichung der Währungsstabilität, definiert als niedriges Inflationsniveau, scheinen in den meisten Industrieländern und in weiten Teilen Asiens sehr erfolgreich gewesen zu sein. Sogar in Lateinamerika, Afrika sowie Mittel- und Osteuropa sind die gemessenen Inflationsraten drastisch gesunken. Darüber hinaus scheinen, wie von den Befürwortern niedriger

Inflationsraten erwartet, die Schwankungen des Wirtschaftswachstums in vielen Regionen zurückgegangen zu sein. Zugleich jedoch sind Störungen und sogar Krisen im Finanzsektor offenbar häufiger geworden. Eine Reihe von Ländern litten augenscheinlich unter übermäßigem Optimismus und überhöhter Kreditexpansion, Blasen bei den Preisen von Vermögenswerten und im Ausgabeverhalten sowie Bilanzproblemen, die sich dann wiederum im Finanzsektor niederschlugen. Das Erreichen der Preisstabilität, das sich zweifelsohne ausgezahlt hat, genügte nicht, um Instabilitäten im Finanzsektor mit Sicherheit zu verhindern. Die Möglichkeit einer Deflation, mit allen dazugehörigen potenziellen Abwärtsrisiken, beweist dies ebenfalls.

Es ist unbedingt zu hinterfragen, warum in den letzten Jahren die Instabilität im Finanzsektor gestiegen ist. Womöglich ist dies lediglich ein Nebeneffekt der Deregulierung und Liberalisierung der Finanzsysteme in vielen Ländern. Bei einer pessimistischen Betrachtungsweise wäre ein solches reformiertes System zwar zu jedem gegebenen Zeitpunkt effizienter in der Ressourcenallokation, jedoch im Zeitverlauf stärker prozyklisch und krisenanfälliger. Eine optimistischere Betrachtungsweise würde die Häufung von Finanzkrisen in jüngerer Zeit vielleicht nicht als inhärentes Merkmal des liberalisierten Finanzsystems, sondern als vorübergehenden Nebeneffekt der Deregulierung einstufen. In der Übergangsphase von hohen zu niedrigen Inflationsraten im weltwirtschaftlichen Umfeld dürfte die Wahrscheinlichkeit von Krisen ebenfalls größer sein. Mit rückläufiger Inflation könnten Erwartungen eines stabileren Wachstums und einer geringeren Varianz der prognostizierten Einkommensströme geweckt worden sein. Damit wären eigentlich die Risikoprämien von Anlagen gesunken. Gleichzeitig sind jedoch die nominalen wie auch die realen Zinssätze recht deutlich zurückgegangen, woraufhin die Anleger sie vielleicht als unzureichend ansahen und aktivere Anlagestrategien verfolgten. Mit wachsender Erfahrung und bei weiterhin niedriger Inflation dürften diese Übersteigerungstendenzen im privaten Sektor mit der Zeit nachlassen, während der öffentliche Sektor wohl immer besser in der Lage sein wird, mäßigend einzugreifen.

Unabhängig davon, ob Probleme der Instabilität als dauerhaftes oder nur vorübergehendes Merkmal des Finanzsystems eingeschätzt werden, bleibt es eine wichtige Frage für die öffentlichen Entscheidungsträger, wie die Wahrscheinlichkeit und die Kosten derartiger Störungen gesenkt werden können. Eine viel diskutierte Möglichkeit besteht darin, die Geldpolitik vorbeugend einzusetzen, um die Kreditzyklen zu dämpfen. Eine Straffung zu einem Zeitpunkt, wenn die Verbraucherpreisinflation bereits unter Kontrolle ist, würde wohl bedeuten, dass der Verbraucherpreisindex auf kurze Sicht unterhalb des anvisierten Ziels bleiben würde. Eine solche Geldpolitik ließe sich jedoch damit begründen, dass sie die Gefahr eines noch größeren Zielunterschießens zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die Ungleichgewichte im Finanzsektor korrigiert werden, reduziert. Auf diese Weise interpretiert, ließe sich ein solch vorbeugendes Verhalten seitens der Währungsbehörden sogar als kleineres Übel im Rahmen einer Strategie mit Inflationsziel rechtfertigen. Dieser Ansatz wäre aber leider dennoch nicht unproblematisch. Zinserhöhungen, die groß genug sind, um allzu überschwängliche Erwartungen in einigen Wirtschafts-

zweigen zu dämpfen, könnten in anderen massiven Schaden anrichten. Auch wäre es schwierig, die Öffentlichkeit von der Notwendigkeit einer solchen Politik zu überzeugen. Sowohl für die geldpolitische Entscheidungsfindung als auch zur Erklärung vorbeugender geldpolitischer Maßnahmen gegenüber der Öffentlichkeit wären in diesem Zusammenhang zuverlässigere Indikatoren für zu erwartende künftige Krisen außerordentlich nützlich.

Eine andere Möglichkeit wäre es, zusätzliches Gewicht auf den Bereich der Aufsicht und Überwachung zu legen. Selbst wenn die Übersteigerungen minimiert werden können, so wäre es doch ein noch wichtigeres Ziel, das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte auch dann noch sicherzustellen, wenn eine Blase bei den Krediten oder den Preisen von Vermögenswerten geplatzt ist. Wenn ein Großteil des wirtschaftlichen Schadens aus notleidenden Krediten resultiert, die auf das Finanzsystem rückwirken, dann liegen die Vorteile eines solchen aufsichtsbasierten Ansatzes natürlich auf der Hand. Die Umsetzung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung mit ihrem Grundtenor eines besseren Risikomanagements wäre ein bedeutsamer Schritt in die richtige Richtung. Als künftige Ziele dürften sich auch Änderungen bei der Risikovorsorge oder anderer Verfahren anbieten, um den Aufbau von Eigenkapitalpolstern in guten Zeiten zu fördern. Auch hier ist die Wirksamkeit des Ansatzes jedoch zwangsläufig eingeschränkt. Übersteigerungen bei beaufsichtigten Finanzinstituten sind leichter unter Kontrolle zu bekommen als Mittel, die über die Finanzmärkte vergeben werden, doch gerade diese gewinnen immer mehr an Bedeutung. Außerdem gibt es immer noch sehr wenig Informationen über die Verlagerung von Kreditrisiken innerhalb des Finanzsystems. Auf jeden Fall sollte den Aufsichtsinstanzen im Finanzsektor nahe gelegt werden, sich weniger auf den Schutz des einzelnen Kunden zu konzentrieren, sondern mehr darauf, wo systemweite Risiken liegen und wie diese gemindert werden können. Zudem müsste der Notwendigkeit einer formelleren Interaktion zwischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in diesem gemeinsamen Interessensbereich expliziter Rechnung getragen werden.

Dass der institutionelle Unterbau des Finanzsystems weiter gestärkt werden muss, steht außer Frage. In zahlreichen neueren Berichten wurden Vorschläge unterbreitet, die eine ernsthafte Prüfung verdienen. Die noch verbleibenden Risiken bei der grenzüberschreitenden Abwicklung von Wertpapiergeschäften standen im Mittelpunkt eines aufschlussreichen G30-Berichts. Die jüngste Vereinbarung, auf kompatible internationale Rechnungslegungsgrundsätze hinarbeiten, steht vor der Umsetzung. Für Wirtschaftsprüfungsunternehmen müssen nationale Überwachungsinstanzen geschaffen werden, die sich auf international vereinbarte Grundsätze stützen. Darüber hinaus gilt es Interessenkonflikte in der Führung und Kontrolle von Unternehmen allgemein, aber insbesondere von Finanzinstituten, aufzuzeigen und in den Griff zu bekommen. Wenn das Vertrauen in die Integrität des kapitalistischen Systems für sein ordnungsgemäßes Funktionieren entscheidend ist, dann ist es wichtig, dass diejenigen, die dagegen verstoßen, die Konsequenzen sichtbar zu spüren bekommen. Angesichts der eklatanten Auswüchse in den letzten Jahren ist es äußerst fraglich, ob bereits genügend getan worden ist, um das Vertrauen in das System wiederherzustellen.

Bis hierher ging es vor allem um vorbeugende Maßnahmen, um das Entstehen wirtschaftlicher und finanzieller Ungleichgewichte einzudämmen und so zur Aufrechterhaltung der Währungs- und Finanzstabilität beizutragen. In der jetzigen Lage dürfte jedoch auch die Frage angemessen sein, was nach solchen Übersteigerungen vonseiten der öffentlichen Entscheidungsträger zu tun ist, womit sich der Schwerpunkt von der Prävention zur Problemlösung verschiebt. In diesem Zusammenhang – und insbesondere mit Blick auf die Erfahrung Japans – dürfte es auch sinnvoll sein, die Handlungsmöglichkeiten der öffentlichen Instanzen im Falle einer echten Deflation zu erörtern. Manche Instrumente dürften dann ihre Schlagkraft verlieren, während andere vielleicht erst richtig zur Geltung kommen. Die Frage von Komplementärwirkungen und Maßnahmenbündeln rückt ebenfalls in den Blickpunkt.

Währungsbehörden, die sich vor allem am Ziel der Preisstabilität ausrichten, könnten nach einem Boom mit einem Dilemma konfrontiert sein. Während sie beobachten, wie sich die vorangegangenen Ungleichgewichte zuspitzen – oder zunehmend befürchten, dass dies geschehen wird –, werden sie es für notwendig erachten, die Geldpolitik drastisch zu lockern, um sich gegen ein mögliches Unterschießen ihrer Preisziele abzusichern. Im Verhalten der Federal Reserve in den letzten beiden Jahren scheint sich eine derartige Besorgnis widerzuspiegeln. Wenn unmittelbar auch Instabilität im Finanzsektor droht, verstärkt sich die Tendenz zur Lockerung noch; dies scheint in Japan der Fall gewesen zu sein. Das Gleiche gilt, wenn die Einschätzung vorliegt, dass die Transmissionskanäle für eine expansivere Geldpolitik in irgendeiner Weise beeinträchtigt wurden. Beispielsweise standen den erheblich niedrigeren Leitzinsen in den USA im Jahr 2001 und weitgehend auch 2002 höhere Zinssätze für Unternehmensanleihen, niedrigere Aktienkurse und eine weitere Festigung des US-Dollars gegenüber. Dies rechtfertigte die drastische Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve umso mehr.

Zum Dilemma kommt es nur dann, wenn eine solche Lockerung bestehende oder neue Ungleichgewichte zu verstärken droht. Das Problem bestehender Ungleichgewichte stellte sich im Berichtszeitraum der Bank of England und einer Reihe anderer Zentralbanken. Während viele Indikatoren nach einer Lockerung zu verlangen schienen, wiesen Bedenken wegen weiterer Preissteigerungen am Markt für Wohneigentum in die entgegengesetzte Richtung. Das Problem neuer Ungleichgewichte lässt sich vielleicht am Beispiel der USA veranschaulichen, wo die geldpolitische Lockerung – zunächst im Anschluss an die LTCM-Krise und dann nach dem Kollaps der Aktienkurse – zu weiteren Preissteigerungen am Markt für Wohneigentum beigetragen haben dürfte. Zwar war der damit verbundene Ausgabenanstieg angesichts der US-Konjunkturlage auf jeden Fall wünschenswert, doch ist es auch denkbar, dass ein späterer Abschwung infolge der in der Zwischenzeit entsprechend gestiegenen Verschuldung gravierender ausfallen wird.

Im Lichte der jüngsten Erfahrung in Japan dürfte auch die Frage angebracht sein, wie die Geldpolitik die Nachfrage stimulieren könnte, wenn die Leitzinssätze an die Nullzinsgrenze gestoßen sind. In einer solchen Situation könnten unkonventionelle Maßnahmen zur Zuführung von Liquidität erforderlich werden. Die Zentralbank könnte die Palette der Vermögenswerte, die

sie zu erwerben bereit ist, erweitern: in erster Linie Finanzvermögenswerte, aber nötigenfalls auch Sachvermögen. Dies würde allerdings einige heikle Fragen aufwerfen, nicht zuletzt hinsichtlich der Zusammenarbeit zwischen den öffentlichen Instanzen sowie hinsichtlich der Unabhängigkeit der Zentralbank.

Zuerst würde die Zentralbank wohl erwägen, in großem Umfang längerfristige Staatsanleihen zu erwerben. Wenn die Zinssätze am langen Ende fallen, hätte dies einen willkommenen stimulierenden Effekt auf die Volkswirtschaft. Sollten sich die langfristigen Zinssätze jedoch schließlich umkehren, könnte sich die Zentralbank mit massiven Verlusten konfrontiert sehen und müsste sich möglicherweise zur Rekapitalisierung an die Regierung wenden. Ankäufe unkonventioneller inländischer Vermögenswerte wären mit ähnlichen Problemen verbunden, denn sie würden bedeuten, dass die Zentralbank Risiken aus dem privaten Sektor absorbiert, was wiederum ein Verlustrisiko mit sich bringt. Da möglicherweise sehr große Käufe getätigt werden müssten, um die Erwartungen der künftigen Preisentwicklung entscheidend zu beeinflussen, könnten die potenziellen Verluste ebenfalls massiv sein.

Bedenken bezüglich der Zusammenarbeit verschiedener öffentlicher Stellen sollten die Handlungsfreiheit des öffentlichen Sektors nicht einschränken. Idealerweise sollte die Regierung über die Höhe des Risikos entscheiden, das sie einzugehen bereit ist, und dann würde beschlossen, wie dieses Risiko zwischen der Regierung und der Zentralbank aufzuteilen ist. Bedenken, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank – auch noch nach Entschärfung der Situation – von politischer Seite eingeschränkt würde, könnten durch die ausdrückliche Einführung einer Inflationszielstrategie gemildert werden. Deren Sinn und Zweck wäre es jedoch nicht, die Deflation zu bekämpfen, sondern sie sollte vielmehr sicherstellen, dass die Inflation unter Kontrolle gehalten würde, wenn die unkonventionellen Methoden der Zuführung monetärer Reserven zu greifen begonnen hätten.

Der Beschluss der Zentralbank oder der Regierung, mit Devisenkäufen an den Märkten zu intervenieren, um die Liquidität im Inland zu steigern, würde ein Problem auf zwischenstaatlicher Ebene mit sich bringen. Ein solches Vorgehen könnte als bewusst herbeigeführte Abwertung interpretiert werden, wie sie bisweilen für den Yen vorgeschlagen wird, oder es könnte ein Weg sein, um eine Aufwertung abzuwenden, wie es manche derzeit für den Euro anregen. In beiden Fällen würden andere Regierungen die Auswirkungen auf ihre Währung möglicherweise nicht begrüßen. Sicher wäre ein Dialog wünschenswert, um Ansätze eines Abwertungswettlaufs zu verhindern, der möglicherweise sogar in Protektionismus münden würde. Im Euro-Raum, wo die Leitzinsen noch deutlich über null liegen, würde auf eine übermäßig disinflationär wirkende Euro-Aufwertung vermutlich nicht mit Interventionen, sondern mit Zinssenkungen reagiert.

Sobald von einer verstärkten Kooperation zwischen den Währungs- und Finanzbehörden bei begrenzter Wirksamkeit der Geldpolitik die Rede ist, stellt sich unmittelbar die Frage nach der Fiskalpolitik. Eine Lockerung der Fiskalpolitik wäre sinnvoll, sofern eine Volkswirtschaft nicht zu offen ist; doch ob sie ratsam ist oder nicht, sollte nicht von der Höhe des Haushaltsdefizits, sondern vom Ausgangsniveau der Verschuldung und der Steuern abhängig

gemacht werden. Aus dieser Perspektive ist der fiskalpolitische Handlungsspielraum in Europa unterschiedlich groß; einige wichtige Länder haben die Fiskalpolitik in besseren Zeiten nicht angemessen gestrafft und werden jetzt mit den schmerzhaften Folgen konfrontiert. In Japan sind die Probleme der wachsenden Staatsverschuldung noch gravierender. In den USA und einer Reihe asiatischer Länder scheint der Spielraum für expansive Maßnahmen größer zu sein. Deren stimulierende Wirkung ließe sich allerdings verstärken, wenn sie in ein glaubwürdiges mittelfristiges Rahmenkonzept zur Sicherung der fiskalpolitischen Tragfähigkeit eingebettet würden. Die jüngsten Änderungen der US-Steuer Gesetze tragen jedoch nicht dazu bei.

Wichtig ist auch, auf welche Weise die Regierung die Wirtschaft stimuliert. Beispielsweise dürften Ausgaben ohne praktischen Nutzen weniger geeignet sein, das Vertrauen zu stärken und die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben zu stützen, als Ausgaben mit einer positiven sozialen Rendite. Entscheidend kann zudem sein, wie ein Anstieg des Defizits finanziert wird. Der „Hubschrauberabwurf“ als Methode zur Erhöhung des Geldangebots, wie er manchmal von Akademikern empfohlen wird, läuft letztlich auf einen fiskalpolitischen Stimulus hinaus, der durch Zentralbankkäufe staatlicher Verbindlichkeiten finanziert wird. Auch hier scheint eine Kooperation zwischen den öffentlichen Instanzen der Schlüssel zum Erfolg zu sein.

War auch das Ausmaß dieser Kooperation in Japan bisher nicht optimal, so lässt sich doch nicht leugnen, dass es massive monetäre und fiskalpolitische Impulse gegeben hat. Dass dadurch kein selbsttragendes Wachstum erzielt werden konnte, deutet auf eine weitere Schwierigkeit hin, die die Entwicklung nach dem Platzen einer Blase beeinflusst. Sie manifestiert sich als Nachfrageschwäche, lässt sich aber vielleicht besser als angebotsseitiges Problem einordnen. Angesichts hoher Überkapazitäten und der damit verbundenen Verschuldung können die Aussichten für die Unternehmensgewinne jahrelang schwach bleiben. In einem solchen Umfeld können sich die Investitionen nicht erholen. Wichtig ist dann, rasch die Unternehmen zu ermitteln, deren Verschuldung unter normalen Umständen nicht tragbar wäre, in manchen Fällen gefolgt von Insolvenz und dem Wegfall von Produktionskapazitäten, in anderen lediglich von einer Vereinbarung mit den Gläubigern über die Abschreibung von Schulden. Da die wirtschaftliche Erholung nicht zuletzt darauf angewiesen ist, dass das Finanzsystem zur Vergabe neuer Kredite bereit ist, hätte eine solche Abschreibung von Unternehmensverlusten im Falle Japans eine Rekapitalisierung des Finanzsystems erfordert, gekoppelt mit Maßnahmen zur Gewährleistung seiner künftigen Rentabilität. In den USA hingegen ist der Unternehmenssektor sehr anpassungsfähig, und der Finanzsektor weist eine beträchtliche Widerstandsfähigkeit auf. Somit wiederholen sich die Probleme Japans in den USA offenbar nicht, was eine große Erleichterung darstellt.

Strukturelle Änderungen, ob wirtschaftlicher oder finanzieller Art, sind politisch immer schwer durchzusetzen. Das ist bedauerlich, denn flexiblere Volkswirtschaften haben höhere Wachstumsraten, weisen niedrigere Arbeitslosenquoten auf und bewältigen Schocks leichter. Würde sich Kontinentaleuropa dies bereits zunutze machen, käme der Vorteil einer größeren Absorp-

tion in diesen Ländern noch hinzu. Damit könnte in den USA gegebenenfalls eine geringere Rückführung der Absorption genügen, um die drohenden Probleme externer Defizite und unzureichender Ersparnis der privaten Haushalte zu lösen. Wenn die Länder in Asien weitere Schritte ergriffen, um die Inlandsnachfrage zu stützen, wäre auch dies hilfreich. In der Tat sollte die Last der Korrektur internationaler Ungleichgewichte stärker von den Gläubigern als Gruppe getragen werden, wenn die Deflation mehr gefürchtet wird als das Wiederaufflammen der Inflation. Jüngste Erklärungen von Regierungen sowohl in Asien als auch in Europa lassen klar erkennen, dass sie sich der Vorteile von Strukturreformen sehr wohl bewusst sind. Sie stoßen jedoch auf vehementen Widerstand von denjenigen, denen die Vision fehlt, um die gemeinsamen Vorteile zu sehen, sowie von denjenigen, die potenzielle persönliche Verluste nur allzu deutlich vor Augen haben. Was jetzt vor allem benötigt wird, ist der politische Mut, die notwendigen Reformen tatsächlich durchzusetzen.

