

VIII. Schlussbemerkungen: Wandel, Unsicherheit und wirtschaftspolitische Strategie

Es lässt sich wohl nicht leugnen, dass sich angesichts kürzlicher Veröffentlichungen positiverer Konjunkturdaten – vor allem, aber nicht ausschließlich für die USA – Erleichterung eingestellt hat. Bekanntlich schienen noch vor weniger als einem Jahr einige Volkswirtschaften an der Schwelle zur Deflation zu stehen, und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger befassten sich ernsthaft mit ihren Handlungsmöglichkeiten für den Fall, dass es tatsächlich so weit kommen sollte. Die Zeiten haben sich geändert. Jetzt wird allgemein ein stetiges, im Wesentlichen inflationsfreies Wachstum erwartet, wenngleich sich zunehmende geopolitische Unsicherheiten bemerkbar machen. Die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger wiederum richten ihre Aufmerksamkeit zusehends auf die Frage, wie sie die zuletzt äußerst expansive Geld- und Fiskalpolitik am wirksamsten anpassen können.

Die Auswirkungen eines solchen Kurswechsels werden nicht leicht abzuschätzen sein. In den vergangenen Jahren hat sich die Wirtschaft wesentlich verändert, und der Wandel ist noch nicht abgeschlossen. Durch die technologische Entwicklung haben sich die Aussichten für ein kräftigeres Wachstum und niedrigere Inflationsraten verbessert; in den USA zeichnen sich diese Trends bereits ab. Die Öffnung von sehr großen Volkswirtschaften wie China und Indien für den Welthandel bietet ähnliche Chancen für das jeweilige Land und darüber hinaus. Zugleich erfordern diese Entwicklungen erhebliche strukturelle Anpassungen, nicht zuletzt in der Erwerbsbevölkerung der Industrieländer. Es ist schwieriger geworden, die Höhe des Potenzialwachstums und das Niveau der Vollbeschäftigung genau zu schätzen, und schwieriger geworden ist es auch, eine auf solchen binnenwirtschaftlichen Zielgrößen basierende nationale Wirtschaftspolitik durchzuführen.

Auch die finanzielle Seite der Weltwirtschaft hat sich in den vergangenen Jahren gewandelt. Dank des technologischen Fortschritts und der Deregulierung sind die Märkte effizienter und weniger krisenanfällig geworden, was zusammen mit einem besseren Risikomanagement und einer wirksameren Aufsicht erheblich zu der anhaltenden Robustheit der Wirtschaft angesichts jüngster Schocks beigetragen hat. Allerdings mag die Liberalisierung im Finanzsystem auch einer der Gründe dafür sein, dass die Finanzmärkte gelegentlich überschießen und die zyklischen Tendenzen der Realwirtschaft noch verstärken. Nicht zuletzt haben subjektive Vermögenseinschätzungen bei Ausgabenentscheidungen an Bedeutung gewonnen, da es an diesen neuen Märkten immer leichter wird, Vermögensbestände zur Beschaffung liquider Mittel zu nutzen. Solche subjektiven Einschätzungen sind naturgemäß schwer zu messen, sind im Hinblick auf die Fundamentaldaten möglicherweise

fehlerbehaftet und können schnell zu Enttäuschungen führen. All das macht es schwieriger, den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik genau zu verstehen.

Schließlich hat sich auch die Geldpolitik selbst in den letzten Jahrzehnten gewandelt und achtet mit größerem Erfolg darauf, die Inflation niedrig und stabil zu halten. Dies hat auf jeden Fall geholfen, nicht nur die Inflation, sondern auch die Inflationserwartungen zu stabilisieren, was beides sehr zu begrüßen ist. Ein solches Umfeld erlaubt eine effizientere Ressourcenallokation, aber auch ein beherzteres Vorstoßen an die Grenzen des Produktionspotenzials. Es wächst jedoch gleichzeitig die Erkenntnis, dass diese wünschenswerte Stabilität unerwünschte Nebenwirkungen haben könnte. Wenn die Inflation nicht als Bedrohung empfunden wird und Zinserhöhungen daher als nicht sehr wahrscheinlich eingeschätzt werden, könnten sich etwaige Tendenzen einer zu wenig umsichtigen Kreditvergabe im Finanzsystem durchaus verstärken. Dies könnte einerseits zu einem verzögerten Anstieg der Inflation führen, wenn der latente Druck schließlich an die Oberfläche kommt. Sollten die Inflationserwartungen sprunghaft steigen, würde sich der Inflationsanstieg möglicherweise sogar abrupt vollziehen. Andererseits könnte es zu einem unvorhergesehenen Schub in Richtung Disinflation kommen, falls die Schuldenlasten zu drückend würden oder beträchtliche Anspannungen im Finanzsystem aufträten. Nachfrageseitige Schocks auf die Volkswirtschaft könnten entweder das eine oder das andere bewirken, während negative Schocks auf der Angebotsseite potenziell beide Entwicklungen nacheinander auslösen könnten.

Derzeit ist wohl die höhere Inflation das wahrscheinlichere Problem. Wie kann die Wirtschaftspolitik am besten gestrafft – und kommuniziert – werden, ohne dass dies unerwünschte Auswirkungen auf die stark beanspruchten Finanzmärkte hat? Ein Blick auf das vergangene Jahrzehnt und vor allem auf die letzten Jahre macht allerdings deutlich, dass das Problem zumeist eher darin bestand, die Wirtschaftspolitik als Reaktion auf finanzielle Anspannungen zu lockern. Da die Inflation generell gut unter Kontrolle war, wurden sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik oft stärker gelockert, als sie im vorangegangenen Aufschwung gestrafft worden waren. Diese rein rechnerische Asymmetrie dürfte auch der Grund für die derzeitigen Tiefstände der Leitzinsen in den wichtigsten Industrieländern sowie für die in einer Reihe von Ländern untragbar hohe Staatsverschuldung sein.

Glücklicherweise scheint sich die Weltwirtschaft nun im Aufwind zu befinden, und makroökonomische Impulse sind weniger gefordert. Wir sollten diese Gelegenheit nutzen, um darüber nachzudenken, wie unser makroökonomisches Instrumentarium so stumpf werden konnte. Denkbar ist natürlich, wenn auch nicht unumstritten, dass in guten Zeiten energischer gestrafft werden sollte, um eine derartige Situation gar nicht erst entstehen zu lassen. Zudem dürften Maßnahmen zur Stärkung des Finanzsystems und zur Förderung einer umsichtigeren Kreditvergabe im Aufschwung in Zukunft dazu beitragen, den Schaden in Abschwungphasen zu begrenzen und die Notwendigkeit aggressiver Lockerungen zu vermindern. Angesichts der in der modernen, liberalisierten Welt immer größeren Interdependenzen zwischen

Finanzverhalten und gesamtwirtschaftlichem Ergebnis ist außerdem entscheidend, dass die Aufsichts- und die Währungsbehörden immer enger zusammenarbeiten.

Ist der Aufschwung nachhaltig?

Obwohl die meisten Beobachter überzeugt sind, dass die Erholung nun praktisch auf der ganzen Welt Fuß gefasst hat, wird der Frage der Nachhaltigkeit weiterhin ungewöhnlich große Beachtung geschenkt. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die positive Gesamtentwicklung unverhältnismäßig stark von zwei speziellen Säulen gestützt zu werden scheint, nämlich von der Inlandsnachfrage in den größeren englischsprachigen Volkswirtschaften und in China. In beiden Fällen zeigen eine Reihe wirtschaftlicher Indikatoren nachhaltige Abweichungen von traditionellen Richtwerten, also „Ungleichgewichte“, an. Da volkswirtschaftliche Prozesse auf lange Sicht tendenziell zum Mittel zurückkehren, darf eine umsichtige Wirtschaftspolitik große Ungleichgewichte nicht außer Acht lassen, vor allem wenn negative Rückkopplungseffekte auf die Realwirtschaft nicht auszuschließen sind. Nun kann „auf lange Sicht“ ein weiter Begriff sein, zumal Ungleichgewichte erfahrungsgemäß meist viel länger bestehen bleiben als erwartet, doch lehrt uns die Geschichte auch, dass sich die Behebung kaum jemals schmerzlos vollzieht.

Den Einfluss der USA und Chinas in der derzeitigen Konjunkturerholung als unverhältnismäßig stark zu bezeichnen heißt auch, dass Japan und die größeren Volkswirtschaften Kontinentaleuropas noch immer nicht ihren Teil beitragen. Zwar gibt es einige Anzeichen für eine Wende, doch ist die Inlandsnachfrage in beiden Fällen noch schwach und die Erholung zu sehr vom künftigen Exportwachstum abhängig.

Unter den Volkswirtschaften mit niedrigeren Wachstumsraten sieht der Ausblick für Japan am günstigsten aus. Bei den größeren Unternehmen geraten die Investitionen endlich in Schwung, da der Cashflow gestiegen ist und die Bilanzen erheblich solider geworden sind. Zudem haben die Verbraucher ihre Sparquote zugunsten anhaltender Ausgaben gesenkt, und dies wird sich noch verstärken, falls das Beschäftigungswachstum anzieht. Doch die Stimmung unter den kleineren japanischen Unternehmen hat sich gerade erst aufzuhellen begonnen, und es ist nicht sicher, ob das Finanzsystem genügend gestärkt ist, um die zur Förderung eines nachhaltigen Wachstums möglicherweise notwendige Unterstützung zu leisten. Jedenfalls sind viele Unternehmen der Old Economy immer noch überschuldet, und das Entstehen von New-Economy-Unternehmen wird weiterhin durch die Gesetzeslage behindert.

In Kontinentaleuropa sind die Unternehmensgewinne noch nicht wieder genügend angestiegen, um die Investitionen zu stimulieren, zumal die Bilanzen weiterhin durch eine relativ hohe Verschuldung belastet sind. Auch die Konsumausgaben sind bisher generell zurückhaltend, vor allem in Deutschland, und sie dürften nur dann wirklich anspringen, wenn ein gewisser Optimismus wiederhergestellt werden kann. Es bleibt zu hoffen, dass die laufenden Strukturreformen in Europa, die den Optimismus derzeit zu

untergraben scheinen, letztlich als wohlfahrtssteigernd erkannt werden und die Stimmung der Verbraucher entsprechend beeinflussen. Dies wäre umso wahrscheinlicher, wenn die Reformen als durchgreifender, umfassender und kohärenter wahrgenommen würden, als es der derzeitige wenig systematische Ansatz zulässt. Sinkt die Inflation erneut unter 2%, werden davon nicht nur die Verbraucher profitieren, sondern auch die Europäische Zentralbank.

In den USA wurde ein anderes, begrüßenswerteres Verbraucherverhalten beobachtet, das jedoch auch Auswirkungen auf die Zukunft hat. Ungewöhnliche, miteinander verknüpfte Entwicklungen an den Arbeits- und Schuldtitelmärkten verdienen besondere Beachtung. Trotz deutlich positiverer Signale in letzter Zeit ist die Arbeitskräftenachfrage in den USA seit dem Tiefpunkt der Rezession insgesamt sehr schwach, sogar im Vergleich zur „jobless recovery“ Anfang der neunziger Jahre, als trotz Erholung unter dem Strich keine neuen Arbeitsplätze entstanden. Während der Anteil des Produktionsfaktors Arbeit an den Faktoreinkommen drastisch gesunken ist, hat der Anteil des Konsums an den US-Ausgaben weiter zugenommen, womit sich der in den neunziger Jahren begonnene Trend fortsetzte. In erheblichem Maße wurden die jüngsten Ausgaben durch Steuer-senkungen finanziert, aber die US-Verbraucher stützten sich zur Glättung ihrer Ausgaben zugleich stark auf die Verschuldung. Schon seit einiger Zeit steigt die Verschuldung der privaten Haushalte rascher als deren Einkommen und hat gemessen am Einkommen inzwischen einen neuen Höchststand erreicht. Insbesondere war es für die privaten Haushalte in den USA billiger und attraktiver, die Finanzierung ihres Wohneigentums umzuschulden, da die Hypothekenzinsen nach unten und die Preise für Wohnimmobilien nach oben tendierten. So konnten sie entweder ihre monatlichen Zinszahlungen senken und damit ihre Nettoeinnahmen erhöhen oder aus dem Wertzuwachs Mittel für Ausgabenzwecke abschöpfen. Ähnliches war im Vereinigten Königreich, in Australien, Neuseeland, Spanien und einigen kleineren europäischen Ländern zu beobachten.

Sind solche Trends Anlass zu Besorgnis? Es lässt sich argumentieren, dass sich durch die größere finanzielle Effizienz und niedrigere Zinssätze in vielen Ländern, darunter auch in den USA, der als tragfähig betrachtete Verschuldungsgrad dauerhaft nach oben verschoben hat. Demnach stellt ein höherer Verschuldungsgrad kein korrekturbedürftiges Ungleichgewicht dar. Angesichts der gleichzeitigen vorübergehenden Wachstumsverlangsamung bei den Erwerbseinkommen in den USA, weitgehend bedingt durch Einsparungen infolge höherer Produktivität, erlaubte es die gestiegene Verschuldung, den Konsum auf wohlfahrtssteigernde Weise aufrechtzuerhalten. Was die Zukunft betrifft, so hat die Verlagerung der Faktoreinkommen zugunsten der Unternehmensgewinne bereits zu höheren Investitionsausgaben geführt, und mit der Zeit dürfte dies sowohl das Produktionswachstum als auch die Arbeitsplätze stützen. Langfristig werden Produktivitätssteigerungen sogar zwangsläufig einen solchen Nutzen bringen. In diesem Umfeld wird sich dann der Anstieg der Verschuldung verlangsamen, und die Belastung durch den Schuldendienst dürfte ebenfalls zurückgehen.

Diese Auffassung wird jedoch nicht generell geteilt, vor allem wenn kürzerfristige Übergangsprobleme in den Vordergrund gestellt werden. Angesichts des Umfangs und der Tragweite der jüngsten Strukturänderungen glauben manche Beobachter, dass die Arbeitskräftenachfrage weiterhin nachhinken könnte, und zwar nicht nur in den USA, sondern auch in den anderen Industrieländern. Beispielsweise könnte der in den USA verzeichnete Produktivitätszuwachs auch in anderen Ländern spürbar werden und dort zu Übergangsproblemen führen, die für diese Länder möglicherweise noch schwerer zu bewältigen sind als für die USA. Auch die Erhöhung der Arbeitskosten (einschl. Krankenversicherung und sonstige Lohnnebenleistungen) im Verhältnis zu den sinkenden Kosten von Investitionsgütern scheint sich fortzusetzen. Zudem wächst der Wettbewerb durch kostengünstigere Arbeitskräfte in den erst seit kurzem offenen aufstrebenden Volkswirtschaften kontinuierlich. Sollte daraufhin das Vertrauen der Verbraucher nachlassen oder die Verschuldung der privaten Haushalte an die Grenze ihrer Tragfähigkeit stoßen, könnte die Bereitschaft der immer noch hoch verschuldeten Unternehmen, die infolge des rascheren Produktivitätswachstums höheren Gewinne zu investieren, durchaus auf die Probe gestellt werden.

Ob die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen letztlich die Ausgaben bremst, hängt teilweise vom Zinsniveau und von den Belastungen durch den Schuldendienst ab. Natürlich werden bei einer anhaltenden konjunkturellen Erholung entsprechend höhere Zinssätze wesentlich besser zu handhaben sein. Doch auch das Preisniveau bei den Vermögenswerten ist von Bedeutung, denn es beeinflusst sowohl die Ausgabenneigung als auch die Möglichkeit zur Geldbeschaffung gegen Sicherheiten. Im Berichtszeitraum stiegen die Aktienkurse und die Preise für Wohneigentum in zahlreichen Ländern kräftig an. Dies könnte zum Teil mit dem ungewöhnlich hohen Grad an globaler Liquidität zusammenhängen, auf jeden Fall aber erscheint das Preisniveau bei einer Reihe von Vermögenswerten gegenüber den traditionellen Benchmarks inzwischen hoch. Sollten diese Preise jetzt fallen, würden die Ausgaben allen Hoffnungen zum Trotz nicht verschont bleiben. Schon wenn die Preise sich nur stabilisierten, käme der vom Vermögensaufbau ausgehende Wachstumsbeitrag zum Stillstand. Dies veranschaulicht etwa die jüngste Abschwächung der Konsumausgaben in den Niederlanden.

Es ließe sich sogar die Frage stellen, ob das mit der Liquiditätsabschöpfung aus Wohneigentum verbundene Ausgabenniveau nicht eines Tages zumindest zum Teil rückgängig gemacht werden muss. Wertsteigerungen beim Eigenkapital, die durch die Erwartung höherer Kapitalrenditen zustande kommen, sind echtes „Vermögen“, das auf Wunsch im Voraus ausgegeben werden kann. Bestätigen sich die Erwartungen, fällt keine Rückzahlung an. Im Falle der Preisanstiege beim Wohneigentum stehen dem Wertzuwachs jedoch die künftigen Verbindlichkeiten (die Wohnkosten) gegenüber. Bleiben die Preise hoch, sinken auf absehbare Zeit die für andere Zwecke verfügbaren Einkommen und die entsprechenden Ausgaben all derjenigen, die kein Wohneigentum besitzen. Umgekehrt fällt bei einem Preisrückgang die Last der künftigen Anpassung auf diejenigen zurück, die Kapital aus ihrem

Wohneigentum abgeschöpft haben. Sie hielten sich für vermögenter und gaben das Geld entsprechend aus, aber unter Umständen müssen sie dann feststellen, dass die Wertsteigerungen eine Illusion waren – ganz im Gegensatz zu den höheren Schulden.

Bedenken bestehen schließlich auch hinsichtlich der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und ihrer Konsequenzen für die weltweiten Wachstumsaussichten. Insbesondere die Konsumausgaben und das damit verbundene Leistungsbilanzdefizit in den USA wurden letztlich mit Auslandsmitteln finanziert, die bis vor kurzem zum größten Teil von Kreditgebern des privaten Sektors bereitwillig zur Verfügung gestellt wurden. Zwar kommen die privaten Kapitalzuflüsse in die USA zunehmend durch potenziell leicht umkehrbare Anleihekäufe zustande, doch war der Trend der geforderten Verzinsung bis Mitte April 2004 nicht aufwärts, sondern abwärts gerichtet. Insbesondere das Interesse an US-Dollar-Vermögenswerten wurde dadurch aufrechterhalten, dass der Schuldendienst bisher nicht im selben Ausmaß gestiegen ist wie die Auslandsschulden. Zusätzliche Unterstützung ging von der Erwartung eines nachhaltigen, relativ starken Wachstums in den USA aus. Unter den derzeitigen Bedingungen besteht das eigentliche Risiko darin, dass diese Wachstumserwartungen enttäuscht werden könnten, denn dies würde womöglich einen unerwünschten Engpass bei der Auslandsfinanzierung nach sich ziehen, der den finanziellen Spielraum einschränkt. Entsprechend langer historischer Erfahrung erfordert eine Leistungsbilanzanpassung in Schuldnerländern in der Tat eigentlich eine schwächere Währung und eine Verringerung der Inlandsnachfrage, in Gläubigerländern das Gegenteil.

Zwei neue Gegebenheiten dürften die Dynamik des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses ebenfalls beeinflussen. Erstens halten Ausländer inzwischen sehr hohe Bestände an Dollaranlagen. Die Aussicht von Vermögensverlusten als Folge einer Dollarabwertung könnte die Attraktivität solcher Anlagen verringern und sich letztlich sogar auf die globalen Anleiherenditen auswirken. In den Gläubigerländern könnten realisierte Verluste in den Auslandsportfolios die jeweiligen Inlandsausgaben reduzieren. Da die Ausgaben in diesen Ländern an sich eher steigen müssten, um die Auswirkungen der Währungsaufwertung auszugleichen, wäre keiner dieser Effekte dem Anpassungsprozess zuträglich. Zweitens ist die wachsende Präsenz Chinas und zunehmend auch Indiens im internationalen Handel zu berücksichtigen. Angesichts der starken neuen Konkurrenz werden Schuldnerländer mit abwertender Währung bemüht sein, Ressourcen in die Produktion handelbarer Güter und Dienstleistungen zu verlagern. Sollte der Anpassungsprozess auch nur vermeintlich ins Stocken geraten, könnten noch größere Veränderungen sowohl der Wechselkurse als auch der relativen Ausgabenniveaus erforderlich werden.

Ungleichgewichte prägen auch die Entwicklung der zweiten Säule des derzeitigen globalen Wachstums, nämlich der Inlandsnachfrage in China. Die Zahlen über die chinesische Wirtschaftsentwicklung in den letzten Quartalen sind wahrhaft eindrucksvoll und deuten noch immer eher auf eine Beschleunigung als eine Abschwächung hin. Während Konsum und Exporte unterstützend wirkten, fielen die Investitionsausgaben besonders kräftig aus.

Vor allem durch die verarbeitende Industrie Chinas erfährt das weltweite Produktionspotenzial derzeit eine massive Aufstockung.

Zwei Vorbehalte könnten vorgebracht werden, die beide mit „Überhitzung“ zusammenhängen. Der erste ist eher mittelfristiger Art. Ein großer Teil der chinesischen Investitionsausgaben entfällt auf lokale Gebietskörperschaften und staatseigene Unternehmen. Da solche Schuldner nicht in erster Linie durch die Renditenaussichten motiviert sind, ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass sich diese Investitionen als unrentabel erweisen werden. Auffällig ist auch, dass sie mit einer sehr raschen Geldmengen- und Kreditausweitung – bei staatseigenen Banken mit wenig Erfahrung in der Beurteilung des Kreditrisikos – einhergehen. Eine ähnliche Konstellation war Anfang der neunziger Jahre zu beobachten und führte in der Folge zu einem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Heute allerdings spielt China in der Weltwirtschaft eine weitaus größere Rolle. Sollten sich die chinesischen Importe abrupt verlangsamen, könnte sich dies spürbar auf das Wachstum in anderen asiatischen Ländern und sogar darüber hinaus auswirken. Im Nahen Osten, in Afrika und in Lateinamerika könnte auch die bisherige Unterstützung durch hohe Preise für Erdöl und andere Rohstoffe wegfallen. Damit würden eine Reihe ohnehin anfälliger aufstrebender Volkswirtschaften möglichen Schocks noch stärker ausgesetzt.

Der zweite, unmittelbare Vorbehalt bezieht sich auf eine steigende Inflation in China. Während sich die Verbraucherpreise in der Vergangenheit nicht parallel zu den Erzeugerpreisen entwickelten, steigen die Erzeugerpreise nun so rasch, dass sie sich auf die Verbraucherpreise auswirken. Auch beginnen sich Knappheiten an verschiedenen Inlandsmärkten abzuzeichnen, und in Bereichen, in denen die Preise noch immer streng kontrolliert sind, herrscht praktisch Rationierung. Teilweise durch die Nachfrage Chinas bedingt, steigen die Rohstoffpreise weltweit an, wengleich die Währungsaufwertung den Effekt in einigen Ländern mildert. Dass dieser Druck allmählich auch andere Preise in den Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften beeinflussen könnte, ist keineswegs abwegig, vorausgesetzt natürlich, dass die allgemeine Konjunkturerholung kräftig bleibt.

An den globalen Kapitalmärkten sind die Aussichten unsicherer geworden, dürften aber noch einigermaßen zufrieden stellend sein. Wie in der Einleitung festgehalten, wurde das Wirtschaftswachstum nicht nur durch niedrige Leitzinsen und zunehmende Liquidität angetrieben, sondern auch durch eine wiedererwachte Risikobereitschaft. Dennoch sind die Märkte in den letzten Monaten zurückhaltender geworden, und die langfristigen Anleiherenditen sowie die Aufschläge für Staatsanleihen sind sprunghaft angestiegen. Dies wird zur Folge haben, dass einige Staaten (und andere, weniger kreditwürdige Schuldner) im besten Fall mit höheren Kosten und im schlimmsten Fall mit finanziellen Anspannungen konfrontiert werden. Da in den aufstrebenden Volkswirtschaften inzwischen auf breiterer Front eine umsichtige Wirtschaftspolitik verfolgt wird, ist die Wahrscheinlichkeit einer Ausbreitung einzelner Problemherde glücklicherweise deutlich gesunken, wengleich Länder mit Haushalts- oder Leistungsbilanzschwächen weiterhin anfällig sind. Am meisten gefährdet sind wohl einige Länder Lateinamerikas sowie – in

geringerem Maße – Mittel- und Osteuropas. Bei den Unternehmen sind bisher nur die Zinsaufschläge für hochriskante Anleihen betroffen, denn die Unternehmensinsolvenzen sind rückläufig und dürften weiter abnehmen.

Allerdings ist nicht auszuschließen, dass eine zunehmende Risikoaversion außer Kontrolle gerät, was zur Folge haben könnte, dass neben „schlechten“ zum Teil auch „gute“ Schuldner bestraft werden. Angesichts der derzeit hohen Fremdfinanzierungsanteile und des kolportierten Umfangs der Carry-Trade-Geschäfte könnten sich bei einigen Preisen außerdem abrupte und drastische Veränderungen ergeben, wenn die Händler plötzlich ihre Engagements absichern wollten. Durch Strategien wie das Convexity Hedging am US-Hypothekenmarkt könnten sich solche Tendenzen verstärken, wie es die Ausweitung der Spreads für Zinsswaps im vergangenen Sommer bestätigt hat.

Recht beruhigend ist dabei, dass die Finanzinstitute in den wichtigsten Industrieländern – noch immer mit Japan als bedeutender Ausnahme – in jüngerer Zeit eine ganze Reihe solcher Schocks erfolgreich absorbiert haben und für weitere Schocks jetzt möglicherweise noch besser gewappnet sind. Die Eigenkapitalquoten der Banken sind nach wie vor hoch, die Kreditausfallquoten sind allgemein weiter zurückgegangen, und auch die Gewinne haben sich generell verbessert. Zudem stehen dahinter hauptsächlich Kosteneinsparungen, erhöhte Gebührenerträge und eine sorgfältigere Bewertung der Risiken. Vor allem, aber nicht ausschließlich, in den USA ist es den Banken gelungen, mithilfe verschiedener Instrumente zur Risikoübertragung einen beträchtlichen Teil ihres Kreditrisikos weiterzugeben. Eine Reihe großer internationaler Banken haben ihren Eigenhandel kräftig ausgeweitet, doch allgemein wird davon ausgegangen, dass ihr Marktrisikomanagement entsprechend ausgelegt ist. Das setzt natürlich voraus, dass die Liquidität, die an stark konzentrierten Märkten zur Durchführung der entsprechenden Transaktionen erforderlich ist, selbst in Stresszeiten vorhanden wäre.

Die meisten anderen Finanzinstitute, insbesondere die Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften, scheinen ebenfalls in besserer Verfassung zu sein als im letzten Jahr, was vor allem auf konjunkturelle Faktoren wie z.B. die kräftige Erholung der Preise von Vermögenswerten, besonders der Aktienkurse, zurückzuführen ist. Ähnliches gilt für leistungsorientierte Pensionsfonds, bei denen Probleme im Zusammenhang mit Deckungslücken auf verschiedene Art verringert wurden. Viele Hedge-Fonds zeigten zwar ein rasantes Wachstum, doch dürften etwaige Anspannungen in diesem Bereich keine Konsequenzen für das System als Ganzes haben. Kurzum, es ist eigentlich nicht davon auszugehen, dass eine zurückhaltendere Kreditvergabe durch angeschlagene Finanzinstitute einer robusten weltweiten Konjunkturerholung nennenswert im Wege stünde.

Maßnahmen zur Förderung der Währungs- und Finanzstabilität

Der derzeitige weltweite Wirtschaftsaufschwung scheint unter dem Einfluss einer ungewöhnlich expansiven und auf Dauer auch nicht aufrechtzuerhaltenden Geld- und Fiskalpolitik an Dynamik zu gewinnen. Zwar ist das

künftige Wachstum zahlreichen Risiken ausgesetzt, doch das Szenario einer anhaltenden und sich sogar festigenden Konjunkturerholung ist am wahrscheinlichsten. Unter diesen Voraussetzungen besteht die unmittelbare Herausforderung für die Geld- und Fiskalpolitik darin, wieder normalere wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen herzustellen, ohne dass es dabei zu Instabilität kommt. Längerfristig muss es um die Etablierung robusterer wirtschaftspolitischer Rahmenkonzepte gehen, mit denen die Währungs- und Finanzstabilität in einer globalen Wirtschaft gefördert werden kann, die einen tief greifenden und sich noch immer fortsetzenden strukturellen Wandel durchgemacht hat.

Die USA stehen auf kurze Sicht vor der Frage nach dem Tempo der geldpolitischen Straffung. Dabei gilt es die bei einem zu raschen bzw. zu langsamen Vorgehen zu erwartenden Nachteile gegeneinander abzuwägen. Einerseits hat eine langsame Straffung natürlich Vorteile, solange Bedenken bestehen, ob der Aufschwung von Dauer ist, oder wenn davon ausgegangen wird, dass durch die anhaltenden Produktivitätssteigerungen genügend Kapazitätsspielraum entstanden ist, um einen Inflationsanstieg selbst bei höherem Wachstum zu verhindern. Eine zu rasche Anhebung der Zinsen dürfte also mit großer Wahrscheinlichkeit zulasten der Realwirtschaft gehen. Andererseits könnte eine Beibehaltung der derzeitigen historisch niedrigen Zinssätze später ungewollt eine höhere Inflation verursachen und außerdem zu noch größeren finanziellen Ungleichgewichten beitragen, die mit der Zeit schwer auf der Realwirtschaft lasten dürften. Der Trade-off liegt hier auf der Hand, die richtige Antwort nicht.

Das Dilemma wird noch dadurch verstärkt, dass nicht nur die Leitzinsen, sondern auch die langfristigen Zinssätze trotz des jüngsten Anstiegs immer noch recht niedrig erscheinen. Zudem waren die langfristigen Zinssätze in letzter Zeit gelegentlich sehr volatil. Eine Sorge ist sicherlich, dass die Zinssätze bei einem Anstieg überschießen könnten. Dies könnte die US-Konjunkturerholung bremsen und sich auch an den ausländischen Anleihemärkten in unerwünschter Weise auswirken. Dieses Risiko ist im Falle einer langsamen Straffung vermutlich größer, denn dabei ist es eher wahrscheinlich, dass die Inflationserwartungen steigen und drastische Zinsbeschlüsse notwendig werden.

Der Einsatz einer Kommunikationsstrategie zur gezielten Beeinflussung der Markterwartungen hinsichtlich künftiger Leitzinserhöhungen könnte der Schlüssel sein, um eine übermäßige Marktvolatilität zu verhindern. Die jüngste Erfahrung hat allerdings gezeigt, dass dies keine leichte Aufgabe ist. In einem Umfeld hoher Verschuldung und steigender staatlicher Defizite könnten sich die Märkte in zwei Lager teilen. Die einen befürchten vielleicht, dass die Inflation in stärkerem Maße toleriert wird oder, was wahrscheinlicher ist, dass sie, wenn auch ungewollt, ganz einfach steigen würde. Die anderen könnten einen gleichermaßen unerwünschten Prozess der Schuldendeflation befürchten, der die Preise schließlich in die entgegengesetzte Richtung bewegen würde.

Vor diesem Hintergrund spricht vieles für Klarheit, vor allem hinsichtlich der geldpolitischen Zielsetzung. Taktische Überlegungen im Zusammenhang

mit der Kurswechselstrategie der Federal Reserve sind vielleicht einer der Gründe, weshalb Inflationszielstrategien in den USA wieder auf Interesse stoßen. Ähnliche Vorschläge wurden auch in Japan gemacht, wo die Zentralbank im Zuge der Deflationsbekämpfung einen enormen und potenziell inflationären Überhang an Geschäftsbankreserven geschaffen hat. Eine Inflationszielstrategie würde insbesondere den Anleihemärkten signalisieren, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger nicht gedenken, die Inflation außer Kontrolle geraten zu lassen. Fraglicher ist, ob hinsichtlich des künftigen Einsatzes der geldpolitischen Instrumente dieselbe Klarheit wünschenswert ist. Sollte sie den Fremdfinanzierungsanteil und das Eingehen von Risikopositionen verstärken und sollten sich dann die objektiven Bedingungen so verändern, dass geldpolitische Überraschungen notwendig würden, könnte es zu erheblichen unerfreulichen Nebenwirkungen kommen.

Die Festlegung eines mittelfristigen Rahmenkonzepts für die Geldpolitik ebenso wie für andere wirtschaftspolitische Bereiche muss sich jedoch zunächst auf eher strategische Überlegungen stützen. Das Für und Wider von Inflationszielstrategien wird noch immer diskutiert. Sie haben den Vorteil einer klaren Zielsetzung, und zudem stärken sie die Glaubwürdigkeit, wenn das Ziel eingehalten wird, bzw. die Pflicht, Rechenschaft abzulegen, wenn dies nicht der Fall ist. Umgekehrt ließe sich argumentieren, dass eine Inflationszielstrategie die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank, die für ihren Erfolg bei der Inflationsbekämpfung bekannt ist, nicht weiter vergrößert und dass sie möglicherweise nicht flexibel genug für eine komplexe moderne Welt ist, in der es leichter zu finanziellen Ungleichgewichten kommen kann.

Angesichts solcher Ungleichgewichte scheinen tatsächlich immer mehr Zentralbanken einen geldpolitischen Kurswechsel gelegentlich selbst dann für sinnvoll zu halten, wenn die kurzfristigen Aussichten für die Verbraucherpreisentwicklung unproblematisch scheinen. Damit die Märkte Abweichungen vom grundlegenden Konzept nicht als Anzeichen für eine Rückkehr zu rein diskretionären Entscheidungen und schließlich für eine größere Inflationstoleranz interpretieren, könnte es empfehlenswert sein, dass die Zentralbank solche Eventualfälle im Voraus darlegt. Für diejenigen Zentralbanken mit Inflationszielstrategie, deren Glaubwürdigkeit bereits etabliert ist, dürften gewisse zusätzliche Bedingungen für die Durchführung der Geldpolitik kein nennenswertes Problem darstellen. Das Risiko, dass diese Bedingungen erfüllt werden könnten, hätte möglicherweise sogar den Vorteil, dass finanzielle Übersteigerungen von vornherein gebremst würden.

Eine zweite mittelfristige Überlegung betrifft nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Fiskal-, Regulierungs- und Strukturpolitik. Es ließe sich argumentieren, dass grundsätzlich eine größere Maßnahmensymmetrie zwischen den verschiedenen Phasen des Zyklus erforderlich sei – mit gleicher Durchschlagskraft im Aufschwung wie im Abschwung –, um zu verhindern, dass sich Probleme längerfristig akkumulieren. Werfen wir zuerst einen Blick auf die Geldpolitik, insbesondere in einem Umfeld von Aufschwüngen, die mit dem Aufbau finanzieller Ungleichgewichte einhergehen. Eine von vornherein generell straffere Ausrichtung könnte die größten Übersteigerungen bremsen, sodass später keine drastische Lockerung notwendig wäre. Dies dürfte nicht

nur das Risiko senken, dass sich bestehende Ungleichgewichte zuspitzen, sondern auch die Wahrscheinlichkeit verringern, dass die Leitzinsen die Nullzinsgrenze erreichen. Was die Fiskalpolitik betrifft, so hat sich unlängst in Deutschland und Frankreich sehr deutlich gezeigt, wie der Handlungsspielraum im Konjunkturabschwung dadurch eingeschränkt wurde, dass in der Aufschwungphase keine angemessene fiskalpolitische Zurückhaltung geübt worden war. Ähnliches gilt für Rechnungslegungsvorschriften, die zulassen, dass die Verlustwartungen in guten Zeiten allzu sehr reduziert werden, nur um dann in der Rezession heraufgesetzt zu werden, wenn die Verluste eintreten. Wenn schließlich Strukturreformen nicht in guten Zeiten umgesetzt werden, hat dies zur Folge, dass sie entweder ganz ausbleiben oder dann durchgeführt werden, wenn die Zeiten ohnehin unsicher sind, was das kurzfristige Vertrauen zusätzlich untergräbt.

Eine weitere mittelfristige Frage der Wirtschaftspolitik hängt mit der Wahl des Wechselkursregimes zusammen. Angesichts des großen Leistungsbilanzdefizits in den USA und der Überschüsse in Asien wird bisweilen argumentiert, dass die Beibehaltung des festen Wechselkurses zwischen dem chinesischen Renminbi und dem US-Dollar den weltweiten Anpassungsprozess behindert. Sie dürfte auch zu dem übermäßigen Kreditwachstum beitragen, das derzeit in China zu beobachten ist. Diese Auswirkungen wurden noch dadurch vergrößert, dass eine Reihe anderer asiatischer Währungsbehörden ebenfalls Anpassungen vorgenommen haben, z.B. durch verstärkte Devisenmarktinterventionen, als sich der Renminbi zusammen mit dem Dollar abschwächte. So haben viele asiatische Währungen in effektiver Betrachtung an Wert eingebüßt. In manchen Fällen kam zu den Bedenken wegen eines möglichen Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit und an Arbeitsplätzen im Inland noch das Bestreben hinzu, die Bestände an Währungsreserven im Hinblick auf etwaige künftige Krisen aufzustocken. Letzteres wurde gelegentlich als „Lehre“ aus der Asien-Krise beschrieben und nicht zu Unrecht, doch darf dabei eine andere Lehre der damaligen Episode nicht vergessen werden: Die Währung real niedrig bewertet zu halten fördert Kapitalzuflüsse, die die Wahrscheinlichkeit von Krisen erhöhen können.

Es wäre befriedigend und einfach, nun den Schluss zu ziehen, dass China – gefolgt von den anderen asiatischen Ländern – die verbleibenden Kapitalverkehrskontrollen aufheben und seine Währung freier schwanken lassen sollte. Diese einfache Lösung dürfte jedoch leider falsch sein. China steht im Mittelpunkt der Wechselkurskonstellation der Region, und es ist mit einigen ganz speziellen binnenwirtschaftlichen Herausforderungen konfrontiert. Die chinesischen Finanzmärkte stecken noch in den Kinderschuhen, das Bankensystem hat nach wie vor enorme Probleme, und die institutionelle Struktur für eine wirksame Finanzaufsicht ist noch nicht vorhanden. Den Wechselkurs freizugeben, ohne eine angemessene Kontrolle über die Kapitalströme zu haben, könnte völlig unvorhersehbare und wahrscheinlich höchst unerwünschte Konsequenzen haben. Vernünftiger, wenn auch mit technischen Schwierigkeiten behaftet, könnte es sein, die Währung aufzuwerten und an einen Währungskorb zu binden. Doch auch dies darf nicht als Allheilmittel gesehen werden, weder

für die Überhitzungsprobleme Chinas noch für die Ungleichgewichte im Welthandel.

Was die Überhitzung betrifft, so sind die chinesischen Entscheidungsträger gefordert, mit einem lückenhaften wirtschaftspolitischen Instrumentarium zahlreiche miteinander in Konflikt stehende Anforderungen zu erfüllen. Vermutlich würden sie marktorientierte Maßnahmen wie z.B. höhere Zinssätze vorziehen, aber diese Instrumente funktionieren noch nicht reibungslos. Umgekehrt sind viele der alten administrativen und politischen Kontrollvorrichtungen, die eine umfassende Einflussnahme der zentralen Institutionen ermöglichten, inzwischen ganz oder teilweise abgebaut worden. Aller Wahrscheinlichkeit nach werden die Behörden weiterhin eine am Markt orientierte Entwicklung fördern und zugleich die ihnen noch verbliebenen Plan- und Kontrollinstrumente einsetzen, um die Ausgaben und das Kreditvolumen zu begrenzen. Der expansive Kurs der Fiskalpolitik könnte ebenfalls gebremst werden. Das würde jedoch das Problem der Arbeitslosigkeit verschärfen, das in den ländlichen Gebieten immer noch besonders groß ist. Fest steht lediglich, dass die chinesischen Behörden nach Jahren stetiger Fortschritte in Richtung Marktwirtschaft jetzt mit großen Herausforderungen konfrontiert sind.

Was die Ungleichgewichte im Welthandel betrifft, so nehmen diese bereits seit Jahren zu und dürften tiefere Ursachen als nur Wechselkursverzerrungen haben. Das grundlegende Problem besteht darin, dass in Asien – gemessen an den rentablen Investitionsmöglichkeiten in den einzelnen Ländern – derzeit zu viel gespart wird, in der westlichen Hemisphäre (vor allem in den USA) hingegen zu wenig. Doch selbst wenn Ursachen und wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen auf der Hand liegen mögen, ist die Umsetzung ein anderes Thema, jedenfalls für die Gläubiger. Niedrigere Sparquoten in Asien könnten durch eine lockerere Kreditvergabe gefördert werden, die den Konsumausgaben Dynamik verleiht. Die jüngste Erfahrung von Korea und Thailand zeigt jedoch, dass dies leicht außer Kontrolle geraten kann. Die Investitionen in Asien (mit Ausnahme Chinas) sind seit der Krise ebenfalls sehr niedrig und könnten angekurbelt werden. Auch dies birgt jedoch Gefahren, die durch die Entwicklung derzeit in China sowie Ende der achtziger Jahre in Japan nur allzu sehr veranschaulicht werden. Es darf nicht vergessen werden, dass der Investitionsboom in Japan zum Teil das Nebenprodukt einer expansiven Politik war, mit der die damaligen Ungleichgewichte im Außenhandel verringert werden sollten.

Wenn die Gläubigerländer einen Beitrag zum Abbau der Ungleichgewichte im Welthandel leisten sollen, dann gilt das genauso für die Schuldnerländer. Insbesondere in den USA herrscht ganz offensichtlich das Problem eines Zwillingsdefizits. Ebenso offensichtlich ist, dass das Haushaltsdefizit reduziert werden muss. Dass dies ein Teil des Problems der USA ist, heißt aber nicht, dass es gleichzeitig der Kern des Problems ist. Das Leistungsbilanzdefizit blähte sich in den neunziger Jahren auf, lange bevor die öffentlichen Haushalte plötzlich in Schwierigkeiten gerieten. Bei näherer Betrachtung zeigt sich nämlich, dass der lang anhaltende Rückgang der Nettoersparnis der privaten Haushalte in den USA die eigentliche Ursache ist. Leider bietet die Theorie

nicht viele Anhaltspunkte dafür, wie die Wirtschaftspolitik einen solchen Trend auf geordnete Weise umkehren könnte. Zudem bedeutet dies, dass die privaten Haushalte in den USA eine unerwünscht rasche Anpassung vornehmen könnten, wenn sich ihre gegenwärtigen Annahmen über ihre künftige Einkommens- und Vermögenssituation als allzu optimistisch erweisen sollten.

Auch durch fiskalpolitische Impulse in anderen Industrieländern ließen sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte reduzieren. Bedingt durch die bereits hohe Staatsverschuldung und die ungünstiger werdende Altersstruktur der Bevölkerung ist der Spielraum hier jedoch sehr gering. Die Verschuldung belastet die künftigen Steuerzahler, denn diese werden sie bedienen müssen. Auch die Rentempfänger stellen eine Belastung dar, da Renten- und Krankenversicherung in den meisten Ländern auf dem Umlageverfahren beruhen. Es besteht die Gefahr, dass die rückläufige Zahl von Steuerzahlern irgendwann eine zu große Steuerlast tragen muss und der Staat seinen Verpflichtungen im Endeffekt nicht mehr nachkommen kann, was möglicherweise schwer wiegende Konsequenzen hätte. In Japan und Kontinentaleuropa ist die Lage besonders ernst, aber mit der Zeit könnten auch die USA und sogar einige aufstrebende Volkswirtschaften betroffen sein. Vor diesem Hintergrund sollte die Begrenzung – nicht die weitere Erhöhung – der Verschuldung im Mittelpunkt stehen. Selbst wenn die Einschätzung bestünde, dass die derzeitige Konjunkturlage keine kurzfristige Straffung zulässt, so muss auf jeden Fall ein glaubwürdiger mittelfristiger Plan für die fiskalpolitische Konsolidierung aufgestellt werden. In vielen Ländern muss dabei ein wichtiges Ziel sein, Kürzungen künftiger Ansprüche in Aussicht zu stellen, damit sich die einzelnen Bürgerinnen und Bürger möglichst gut darauf vorbereiten können. Ein nützlicher erster Schritt wird sein, die Öffentlichkeit noch eindringlicher mit der Arithmetik der derzeitigen Situation zu konfrontieren. An Rechenexempeln gibt es im Prinzip nichts zu rütteln, aber in der Praxis werden Hartnäckigkeit und Überzeugungskraft gefordert sein.

Strukturreformen in den Industrieländern würden ebenfalls dazu beitragen, die Schuldenlast des öffentlichen und des privaten Sektors zu mindern, indem sie das Produktionspotenzial der Volkswirtschaft und das damit verbundene Pro-Kopf-Einkommen erhöhen. Die USA scheinen sich bereits auf einem höheren Wachstumspfad zu befinden, aber einige Strukturreformen dürften dennoch nützlich sein. Aufmerksamkeit verdienen die Energiepolitik, das Gesundheitswesen und die wachsende Belastung durch Rechtsstreitigkeiten. In Kontinentaleuropa stehen die bekannten Aufgaben an: Arbeitsmarktreformen zur Beschäftigungssteigerung, Deregulierung im Dienstleistungssektor, Schaffung echter gesamteuropäischer Märkte. Überall, am offensichtlichsten aber vielleicht in Japan, sind Maßnahmen erforderlich, um angesichts des wachsenden internationalen Wettbewerbs Arbeitskräfte in die Produktion nicht handelbarer Güter und Dienstleistungen zu verlagern. Innerhalb der Sektoren, die handelbare Güter produzieren, dürfte es darum gehen, sich weiter oben auf der Wertschöpfungskette anzusiedeln. Dies bedingt eine entsprechende Fokussierung auf die Aus- und Weiterbildung. Regierungen, deren fiskalpolitische Situation bereits angespannt ist, werden es nicht leicht haben, dafür die notwendigen Mittel zu finden. Eine schonungslose

Kürzung unrentabler Ausgaben und unwirtschaftlicher Subventionen wäre ein guter Anfang.

Das Produktionspotenzial zu erhöhen und vollbeschäftigt zu halten erfordert ein effizientes und zugleich stabiles Finanzsystem. Leider sind die Ausgangsbedingungen in einigen Ländern nicht optimal: Das Gewicht liegt ausschließlich auf Bankkrediten, und die Banken setzen die Preise für Risiken oft nicht hoch genug an. Darüber hinaus macht einigen Bankensystemen selbst immer noch die Last notleidender Kredite aus der Vergangenheit zu schaffen. Japan scheint nach einem Jahrzehnt voller Fehlstarts nun einige Fortschritte bei der Sanierung von Unternehmen und Banken zu verzeichnen; China hingegen hat gerade erst begonnen, seine Probleme im Bankensektor in Angriff zu nehmen.

So schwierig es auch sein mag, den Geschäftsbanken neues Eigenkapital zuzuführen – eine noch größere Herausforderung wird darin bestehen, ihre längerfristige Rentabilität sicherzustellen. Eines der tückischsten Hindernisse ist dabei die anhaltende politische Einflussnahme. Gelenkte Kredite an staatlich unterstützte Bereiche scheint es zwar immer weniger zu geben, sogar in Ländern wie China und Indien. Noch immer wird aber nicht angemessen berücksichtigt, welchen Schaden die Konkurrenz staatlich unterstützter Finanzinstitute im privaten Sektor anrichten kann. Der Einfluss des Postsparsystems in Japan, der öffentlichen Finanzinstitute in Deutschland und der staatlich unterstützten Finanzinstitute in den USA ist allgegenwärtig, und nur in Europa wurden bisher konkrete Maßnahmen ergriffen, um die staatliche Unterstützung zu begrenzen. Sowohl in den Industrieländern als auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften müssen Kosten und Nutzen einer solchen Unterstützung für den Finanzsektor rigoros unter die Lupe genommen werden.

Selbst Länder mit einem robusten Finanzsystem dürfen sich nicht auf ihren Lorbeeren ausruhen. Eine beinahe überall zu beobachtende strukturelle Schwäche ist der Mangel an zuverlässigen Informationen, die notwendig sind, um die Verfassung der Unternehmen und der Kredit gebenden Institute sowie die sich daraus ergebende finanzielle Anfälligkeit der Volkswirtschaft als Ganzes zu beurteilen. Dabei müssen jeweils drei Aspekte beleuchtet werden: erstens die derzeitige Finanzlage der einzelnen Unternehmen bzw. Institute und der Volkswirtschaft insgesamt, zweitens das künftige Risikoprofil und drittens die mit all diesen Schätzungen verbundenen Unsicherheiten.

Was den ersten Aspekt betrifft, so unternehmen die Fachorganisationen der Rechnungslegung federführend Bemühungen, harmonisierte internationale Rechnungslegungsstandards für Unternehmen zu erarbeiten. Diese Arbeit muss erfolgreich zum Abschluss gebracht werden, wobei zu berücksichtigen ist, inwieweit die Bestimmung eines Marktwerts für Aktiva und Passiva möglich ist. Hinsichtlich des zweiten Aspekts hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die Offenlegung des Risikoprofils der einzelnen Finanzinstitute in den letzten Jahren stärker in den Mittelpunkt gerückt. Die erfolgreiche Aushandlung und Umsetzung von Basel II wird dazu führen, dass Risikomessung und -management auf Institutsebene noch größere Beachtung finden. Was die auf das System als Ganzes ausgerichtete Aufsicht betrifft, haben das Forum für Finanzstabilität (FSF) und andere Gremien zunehmend auf Systemschwächen

hingewiesen und die Notwendigkeit betont, Frühwarnindikatoren für zu erwartende Schwierigkeiten zu entwickeln. All diese Bemühungen sollten aktiv weitergeführt werden. Besondere Aufmerksamkeit erfordert die Entwicklung von Verfahren zur Beurteilung von Systemschwächen für den Fall, dass Finanzinstitute gemeinsamen Schocks ausgesetzt sind, auf die sie womöglich ähnlich reagieren. Hinsichtlich des dritten Aspekts – Informationen über die Unsicherheiten, die mit allen empirischen Messungen verbunden sind – hat es bisher kaum Fortschritte gegeben.

Wir müssen feststellen, welche Lücken in den Informationen bestehen, die wir für eine angemessene Durchführung der Wirtschaftspolitik brauchen, und dann Maßnahmen ergreifen, um sie zu schließen. Kostensenkungen im Zusammenhang mit der Erhebung und Analyse notwendiger Statistiken könnten sich durchaus als Sparen am falschen Ort erweisen. Angesichts all dessen, was wir nicht wissen, muss die Wirtschaftspolitik inzwischen umso vorsichtiger agieren. Erfahrungsgemäß ist der Mensch in seinem Streben zumeist am besten vor Misserfolgen geschützt, wenn er ohne Überheblichkeit handelt.

