

I. Einleitung: So weit, so gut

Die BIZ feiert im Jahr 2005 ihr 75-jähriges Bestehen, und da erscheint es angebracht, in diesem Jahresbericht einmal auf einen längeren Zeitraum zurückzublicken. Es hat natürlich Vorteile, in erster Linie die Ereignisse des vergangenen Geschäftsjahres der Bank zu betrachten. Nicht zuletzt sind die Fragestellungen sogar denjenigen vertraut, die nur gelegentlich die Zeitung aufschlagen. Doch es ist nicht unproblematisch, sich allein auf die jüngste Vergangenheit zu konzentrieren. Erstens finden womöglich die Auswirkungen eines strukturellen wirtschaftlichen Wandels nicht genügend Beachtung. Fundamentale, aber nur langsam fortschreitende Veränderungen entziehen sich leicht einer Analyse, die auf kurze Zeiträume ausgerichtet ist. Zweitens werden Ereignisse isoliert und nicht als dynamische Folgen weit zurückliegender Entwicklungen betrachtet. Drittens könnte kurzsichtiger wirtschaftspolitischer Rat die Lösung von heute zum Problem von morgen werden lassen. All dies zeigt, dass es sinnvoll ist, nicht nur die aktuelle weltwirtschaftliche Lage zu analysieren, sondern auch die Kräfte, die sie bisher gestaltet haben und sie weiterhin gestalten werden.

Eine Reihe von Trends haben sich im Laufe der letzten beiden Jahrzehnte fest in der Weltwirtschaft etabliert – manche waren willkommen, andere weniger. Auch die jüngsten Entwicklungen standen im Wesentlichen mit diesen Trends im Einklang. Optimisten wie Pessimisten kommentieren dies oft mit „so weit, so gut“. Die Optimisten sehen keinen Grund, warum die positiven Aspekte der langjährigen Trends nicht anhalten sollten. Die Pessimisten stellen eher strukturelle Faktoren wie binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in den Vordergrund und befürchten künftige Probleme.

In dieser Einleitung sollen zuerst diese wesentlichen Trends beschrieben und anschließend verschiedene erklärende Hypothesen aufgestellt werden. In den nächsten Kapiteln des Jahresberichts werden diese Hypothesen analysiert und voneinander differenziert; darauf aufbauend folgen die Schlussbemerkungen. Zwei wirtschaftspolitische Fragen stehen dabei im Mittelpunkt: Welche Maßnahmen sind am besten geeignet, um die vielfältigen positiven Aspekte der heutigen Wirtschafts- und Finanzlandschaft zu bewahren? Und ist längerfristig ein neues Stabilitätskonzept für das Finanzsystem vonnöten, um künftige binnenwirtschaftliche und internationale Ungleichgewichte zu verhindern?

Es sei vorausgeschickt, dass jede Frage für sich weitere schwierige Fragen aufwirft. Verständlicherweise gehen die Meinungen über die gewählten Paradigmen und über die damit jeweils verbundenen Trade-offs auseinander.

Ein internationaler Konsens über die Antworten wird daher nicht leicht zu erreichen sein. Ein Blick zurück auf die langjährige Erfahrung der BIZ in der Förderung der Zusammenarbeit unter Zentralbanken und zunehmend auch anderen Beteiligten sowie auf die vielen Vereinbarungen, die in der Vergangenheit unter ähnlich kontroversen Umständen zustande gekommen sind, gibt jedoch Anlass zu Optimismus.

Wirtschafts- und Finanztrends in den letzten Jahrzehnten

In den letzten rund zwanzig Jahren stechen vier Merkmale der globalen Wirtschafts- und Finanzlandschaft hervor. Erstens hat sich die Inflation weltweit begrüßenswert verringert, und zugleich hat auch ihre Volatilität abgenommen. Zweitens weist die Weltwirtschaft insgesamt ein robustes Wachstum auf, das ebenfalls mit einer niedrigeren kurzfristigen Volatilität einhergeht; die geringen Wachstumsraten in Japan und in Deutschland in jüngerer Zeit sind wichtige Ausnahmen. Drittens haben sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte ausgeweitet. Viertens schließlich sind Übersteigerungen bei der Kreditvergabe, den Preisen von Vermögenswerten und den Investitionen, oft gefolgt von finanziellen Schwierigkeiten unterschiedlicher Art, häufiger geworden.

Das BIZ-Geschäftsjahr, das am 31. März 2005 endete, spiegelte diese etablierten Trends insgesamt betrachtet ebenfalls wider. Im Jahresverlauf erhöhte sich jedoch offenbar auch die Wahrscheinlichkeit einer Trendumkehr. Der Inflationsdruck schien zu steigen, obwohl das Produktionswachstum in den Industrieländern Anzeichen einer Verlangsamung zeigte. Auch die Preise vieler Finanzvermögenswerte begannen nachzugeben, nachdem sie sich anscheinend immer mehr von den Fundamentaldaten und der wachsenden Unsicherheit über die Konjunkturaussichten entfernt hatten.

Die längerfristige Betrachtung zeigt zunächst, dass die Inflation in allen Industrieländern gegenüber den Höchstständen der 1970er Jahre deutlich gesunken ist. Entsprechendes gilt für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften. Selbst in Ländern, die zuvor mit Hyperinflation zu kämpfen hatten, insbesondere in Lateinamerika, sind die Inflationsraten jetzt zu meist einstellig. In Argentinien und Brasilien wurden die Inflationserwartungen nicht einmal von Überwälzeffekten der jüngsten hohen Abwertungen wieder angeheizt, wie es früher fast immer der Fall gewesen war. Der weltweite Inflationsdruck hat sogar so weit nachgelassen, dass China, Hongkong SVR und Japan eine Zeitlang eine Deflation verzeichneten und auch die USA, Deutschland und Schweden kurzzeitig damit rechnen mussten.

Die höheren Rohstoffpreise, vor allem für Erdöl, haben sich im Berichtszeitraum in fast allen Ländern nun doch in der Produktionskette niederzuschlagen begonnen. In den USA ist außerdem die Besorgnis gewachsen, dass der Kernindex der Verbraucherpreise ebenfalls steigen und eine weitere Abwertung des Dollars einen solchen Druck noch verstärken könnte. Noch lässt sich aber nicht sagen, ob der bisherige Trend tatsächlich beendet ist.

Umfangreiche empirische Daten lassen vielmehr darauf schließen, dass Inflationsschübe in letzter Zeit wesentlich kurzlebiger geworden sind, Wechselkursschwankungen deutlich weniger auf die Inlandspreise durchschlagen und die Inflationserwartungen viel fester auf niedrigem Niveau verankert sind als früher. Hinzu kommen die jüngsten massiven Erweiterungen der Produktionskapazitäten in China und Indien, die nun in Betrieb genommen werden. Insgesamt ist daher noch keine Aussage über den künftigen Verlauf der Inflation möglich.

Ein zweiter allgemeiner Trend ist das höhere Weltwirtschaftswachstum, oftmals mit geringeren kurzfristigen Konjunkturschwankungen. In den Industrieländern sind die Aufschwungphasen länger geworden, während sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften das Wachstum kräftig beschleunigt hat. China z.B. verzeichnete in den letzten zwanzig Jahren eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 10%, und auch Indien scheint sich auf einem erheblich höheren Wachstumspfad zu befinden als noch vor zwei Jahrzehnten. Zusammengenommen haben diese beiden Länder ihren Anteil am Weltwirtschaftswachstum im Vergleich zur jüngsten Vergangenheit stark ausgeweitet. Konjunkturabschwünge hingegen sind heutzutage seltener und weniger ausgeprägt. In den USA wurde das Wachstum in den letzten rund zwanzig Jahren lediglich zweimal unterbrochen: durch die leichte Rezession 1990/91 und die noch mildere 2001/02. Allerdings erlebten alle Länder, die in den vergangenen Jahrzehnten von Finanzkrisen betroffen waren – hierauf wird weiter unten noch eingegangen –, auf dem Höhepunkt der Krise sehr wohl einen drastischen Einbruch der Wirtschaft. In Japan wurde das überaus lebhaftes Wachstum der 1980er Jahre nach dem Platzen der Blase von einer viel verhalteneren Wirtschaftsentwicklung abgelöst.

Die Wachstumsraten im Berichtszeitraum stimmten mit diesen längerfristigen Trends im Großen und Ganzen überein. In vielen Industrieländern entwickelte sich die Konjunktur sehr dynamisch, weiterhin insbesondere vom Verbrauch und vom Wohneigentum angetrieben, und die Anlageinvestitionen zeigten endlich Anzeichen einer Belebung als Reaktion auf das kräftige Gewinnwachstum. Japan, Deutschland und Italien hinkten nach wie vor größtenteils hinterher, wenngleich es Anfang 2005 einige ermutigende Hinweise gab. In den aufstrebenden Volkswirtschaften war die Wirtschaftsentwicklung besonders beeindruckend, auch wenn sie im Verlauf der Berichtsperiode etwas gemäßiger wurde. In China vermochten gezielte staatliche Maßnahmen und Marktmechanismen die gesamtwirtschaftliche Expansion nur leicht zu dämpfen. Hinzu kam, dass sich in einigen sehr lebhaften Wirtschaftszweigen zunächst zwar eine deutlichere Abschwächung abzuzeichnen schien, später dann aber eine rasche Erholung eintrat.

Die bisher beschriebenen Entwicklungen waren im Wesentlichen zufriedenstellend, doch es sollen auch zwei weitere, weniger willkommene, längerfristige Trends hervorgehoben werden. Der eine betrifft die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte. Seit mindestens fünfzehn Jahren steigt das US-Leistungsbilanzdefizit tendenziell an, einhergehend mit einer zunehmenden, wenn auch immer noch relativ geringen Auslandsverschuldung.

Dementsprechend verzeichnen viele Länder, nicht zuletzt die langsamer wachsenden Volkswirtschaften Deutschland und Japan, erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse. Der Berichtszeitraum bildete keine Ausnahme: Das US-Defizit stieg gemessen am BIP auf ein Rekordhoch (fast 6%), obwohl der reale effektive Außenwert des Dollars um mehr als 20% unter seinem Höchstwert von Anfang 2002 lag. Noch nie zuvor hatte ein Land, das eine Reservewährung stellt, ein so hohes Leistungsbilanzdefizit.

Die Bedenken über die künftigen Folgen dieser außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte werden durch den anderen längerfristigen Trend noch verstärkt: Das weltweite Finanzsystem scheint immer anfälliger für finanzielle Turbulenzen unterschiedlicher Natur geworden zu sein. Die Krisen in Mexiko, Asien und Russland im letzten Jahrzehnt haben gezeigt, mit welcher Wucht Schocks sowohl über liberalisierte Finanzmärkte als auch über Ländergrenzen hinweg weitergegeben werden können. Eine andere Störquelle war bisweilen die kurzfristige Preisvolatilität an den Finanzmärkten, oft im Zusammenhang mit dem plötzlichen Versiegen von zuvor noch reichlich vorhandener Liquidität (wie im Falle Long-Term Capital Management, LTCM). Etliche kleine, aber vielbeachtete Konkurse von Finanzinstituten (z.B. Drexel Burnham Lambert oder Barings) haben das Bewusstsein dafür geschärft, welche Konsequenzen es haben kann, wenn größere und komplexere Institute in Schwierigkeiten geraten. Schließlich scheinen auch die finanziellen Verluste infolge operationeller Risiken tendenziell zugenommen zu haben. Darin spiegeln sich nicht nur die zunehmende Komplexität und IT-Abhängigkeit der modernen Finanzsysteme wider, sondern auch Fragen der Unternehmensführung (z.B. Enron, Parmalat, AIG) und neuerdings die Auswirkungen von terroristischen Anschlägen (11. September 2001).

Der bemerkenswerteste Einflussfaktor im Finanzbereich waren jedoch die immer wiederkehrenden Phasen des „boom and bust“ bei Krediten, Preisen von Vermögenswerten und Investitionen. Ein erster Zyklus – der zugleich die Aktienkurse und die Immobilienpreise betraf – begann in den 1970er Jahren in den Industrieländern. Ein zweiter Zyklus fing Mitte der 1980er Jahre an und endete einige Jahre später mit dem Platzen der Blase bei den Immobilienpreisen. Die nordischen Länder, Deutschland und Japan – alle anfällig aufgrund sonstiger inländischer Probleme – waren am stärksten betroffen, doch waren auch viele andere Länder vom Überschwang mitgerissen worden. Und es scheint immer deutlicher zu werden, dass bereits seit dem Wirtschaftsaufschwung Mitte der 1990er Jahre die Boomphase eines dritten Zyklus im Gang ist. Zuerst zeigte sie sich bei den Aktienkursen, doch nach deren Einbruch Anfang 2001 verlagerte sich die Dynamik der Nachfrage auf den Markt für Wohneigentum. Ohne Übertreibung lässt sich sogar sagen, dass das Preisphänomen beim Wohneigentum im letzten Jahr globale Dimensionen angenommen hat. In den meisten Industrieländern – ebenso wie in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, einschließlich Chinas und Koreas – zeigt der Markt für Wohneigentum Überhitzungserscheinungen.

In praktisch allen Fällen wurde der plötzliche Wendepunkt des Zyklus bei Krediten, Preisen von Vermögenswerten und Investitionen von weiteren

konjunkturrehemmenden Umständen begleitet, die die anschließende wirtschaftliche Erholung bremsen. Die gravierendsten Beeinträchtigungen ergaben sich zumeist aus regelrechten Krisen im Bankensystem; Beispiele sind die nordischen Länder Ende der 1980er Jahre, Mexiko 1994 und eine Reihe asiatischer Länder 1997/98. Dabei waren die ökonomischen Kosten in der Regel dann am höchsten, wenn frühere umfangreiche Fremdwährungskredit-aufnahmen im Ausland zu einer gemeinsamen Krise des Bankensektors und der Währung beitrugen. Glücklicherweise scheint sich die allgemeine Verfassung der Finanzsysteme in den meisten Industrieländern in den vergangenen Jahren erheblich verbessert zu haben, und dies dürfte auch für Osteuropa und Lateinamerika gelten, wo die Präsenz ausländischer Banken in den letzten rund zehn Jahren spürbar zugenommen hat. In einigen Teilen Asiens bleibt die Stabilität des Systems jedoch fraglich. Insbesondere das anhaltend kräftige Kreditwachstum in China könnte mit der Zeit durchaus eine Ausweitung notleidender Kredite mit sich bringen.

Im Übrigen gab es in den letzten Jahrzehnten auch ohne eigentliche Finanzkrisen viele Beispiele dafür, dass die Realwirtschaft beeinträchtigt wurde, weil angeschlagene Finanzinstitute die Kreditvergabe einschränkten. Gelegentlich dürften auch überbeanspruchte Unternehmensbilanzen, übermäßig verschuldete private Haushalte und ein Überhang unrentabler Investitionen die Konjunktur gebremst haben. Zu nennen sind hier vielleicht der zehn Jahre andauernde Rückgang der Unternehmensinvestitionen in Deutschland und Japan, die seit der Asien-Krise anhaltende Investitionsschwäche in den meisten Ländern der Region (mit Ausnahme Chinas) und der zuletzt nur noch schleppende Verbrauch in Korea und den Niederlanden. Aus dieser historischen Perspektive ist es sinnvoll, den längerfristigen Trend zu einer höheren Verschuldung der privaten Haushalte im Auge zu behalten, der in vielen Industrieländern, insbesondere jenen mit relativ hohem Wirtschaftswachstum, auch im letzten Jahr anhielt. Das Gleiche gilt möglicherweise auch für die Bilanzen des Produktionssektors in China, sofern die Daten dort als genügend zuverlässig betrachtet werden können.

Wie es dazu kam und wohin der Weg führt

Diese allgemeinen makroökonomischen Entwicklungen in knapper Form zu erklären ist eine große analytische Herausforderung. Fest steht, dass sie sich vor dem Hintergrund von mindestens drei begrüßenswerten strukturellen Veränderungen in der Weltwirtschaft vollzogen haben. Erstens hat die wirtschaftliche Öffnung zahlreicher aufstrebender Volkswirtschaften Wettbewerbskräfte freigesetzt, die auch in den Industrieländern vieles verändert haben. Die Integration Chinas und anderer zuvor sozialistischer Staaten in die globale Marktwirtschaft ist ohne historisches Beispiel. Zweitens sind die Finanzmärkte ebenfalls liberalisiert worden und sind daher heute effizienter wie auch global ausgerichtet. Drittens haben sich die Währungsbehörden fast überall auf der Welt immer mehr darauf konzentriert, die Inflation auf ein niedriges Niveau zu senken und anschließend Preisstabilität zu wahren.

Nicht ganz klar dagegen ist, ob das Zusammenspiel dieser strukturellen Kräfte auch unwillkommene Nebenwirkungen hatte oder möglicherweise noch haben wird. Solche massiven Veränderungen müssen zumindest Fragen bezüglich der Dynamik moderner Volkswirtschaften aufwerfen und Unsicherheit über die angemessene strategische Ausrichtung hervorrufen. Hierauf wird in den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts eingegangen.

Die niedrigen und stabilen Inflationsraten sind vielleicht am einfachsten zu erklären. Mit der Erkenntnis, wie schädlich die Höhe und die Volatilität der Inflationsraten in den 1970er Jahren waren, bildete sich ein allgemeiner Konsens heraus, dass die Zentralbanken beides reduzieren sollten. Sie hatten bewundernswerten Erfolg, und ihre anschließende Verpflichtung auf Preisstabilität hat erheblich zur Gewährleistung niedriger Inflationsraten fast die ganzen letzten beiden Jahrzehnte hindurch beigetragen. Insbesondere die Erwartungen bezüglich der künftigen Inflationsentwicklung scheinen wesentlich fester verankert zu sein als zuvor, und das Lohnverhalten scheint entsprechend stabiler. Dass in aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend Strategien mit Inflationszielen verfolgt werden, beweist die Wirksamkeit der stabilitätsorientierten Geldpolitik.

Allerdings sind den Zentralbanken auch andere, nicht monetäre Kräfte zu Hilfe gekommen und haben die Rückführung der Inflation wirkungsvoll unterstützt, vor allem in den letzten rund fünfzehn Jahren. In den Industrieländern fand eine stetige (wenn auch immer noch unausgewogene) Liberalisierung der Märkte für Güter und Dienstleistungen sowie der Produktionsfaktoren statt. In einigen Ländern, insbesondere in den USA, wurde das Produktivitätswachstum auch durch den technologischen Fortschritt angetrieben, und viele andere Länder profitierten vom Technologietransfer. Die Globalisierung und das enorm gestiegene Angebot an Industrieerzeugnissen, insbesondere aus China und anderen Volkswirtschaften im Übergang, haben dazu geführt, dass die Preise von Handelsgütern seit fast einem Jahrzehnt rückläufig sind. Die zunehmende grenzüberschreitende Mobilität der Arbeitskräfte, der leichtere Zugang zu den Arbeitsmärkten und die drohende Abwanderung von Fabriken in Länder mit niedrigeren Produktionskosten übten ebenfalls Druck auf Löhne und Arbeitsbedingungen aus. Überall stehen Kosteneinsparungen im Mittelpunkt. Supermärkte, Automobilhersteller und andere Branchen, die direkt im Kontakt zu den Kunden stehen, drängen die weltweiten Anbieter kontinuierlich, mehr für weniger zu verkaufen.

In diesem Umfeld ist auch das schnellere – und weniger volatile – Wirtschaftswachstum leichter zu erklären. Ohne die mit der Inflation verbundenen Ineffizienzen ist das Trendwachstum nunmehr höher, und zyklische Schwankungen haben ebenfalls nachgelassen. Zum Teil hängt dies damit zusammen, dass sich die Geldpolitik nicht mehr gegen immer wieder neu ansteigende Inflationserwartungen stemmen muss. Da die Inflationserwartungen inzwischen fester im geldpolitischen Rahmen verankert sind, ist die Gefahr viel geringer, dass ungewollt eine Rezession ausgelöst wird. Entsprechend hat die Unsicherheit abgenommen, was teilweise erklärt, weshalb die Reaktion der langfristigen Anleiherenditen – sogar vor dem Hintergrund

steigender Leitzinsen in den USA im letzten Jahr – bemerkenswert verhalten geblieben ist.

Ein weiterer Vorteil der allgemein niedrigen Inflation ist, dass die Geldpolitik energisch eingreifen kann, wenn Wachstum und Beschäftigung zu sinken drohen. Beispiele sind die massiven weltweiten Leitzinssenkungen nach dem Kurssturz an den globalen Aktienmärkten 1987 oder die geldpolitische Reaktion auf den Einbruch an den Immobilienmärkten Ende der 1980er Jahre und auf die damit verbundenen Probleme in vielen Bankensystemen. Außerdem konnte – nach einer ausgeprägten Straffung 1994 mit nachfolgenden weiteren moderaten Leitzinserhöhungen – im Anschluss an die Asien-Krise erst einmal abgewartet werden, bevor der restriktive monetäre Kurs fortgesetzt wurde. 1998 dann, als der Aufschwung noch weiter fortgeschritten war, wurden die Leitzinsen als Reaktion auf das russische Schuldenmoratorium und die LTCM-Krise sogar zurückgenommen. Als die Aktienkurse 2001 einbrachen und sich die Weltwirtschaft deutlich abschwächte, wurden die Leitzinsen nochmals stark reduziert und werden erst seit kurzer Zeit wieder angehoben.

Doch auch der kumulative Effekt dieser geldpolitischen Reaktionen verdient Erwähnung. Der Trend der realen „Zinslücke“ (definiert als Differenz zwischen Realzinssatz und geschätztem Potenzialwachstum) in den G3 ist seit Anfang der 1990er Jahre rückläufig und seit ungefähr 1999 sogar steil abwärts gerichtet. Auch die Kredit- und breiter definierten Geldmengenaggregate wachsen in den Industrieländern seit Anfang der 1990er Jahre tendenziell deutlich rascher als die Nominaleinkommen. Die realen Leitzinssätze liegen heute trotz des weltweiten Rekordwachstums im vergangenen Jahr und sich stärker abzeichnender Kapazitätsengpässe um null. In Japan, wo sich der nominale Leitzins seit geraumer Zeit bei null befindet, hat sich durch die Geldpolitik der quantitativen Lockerung die Bilanzsumme der Bank of Japan auf den noch nie da gewesenen Höchstwert von 28% des BIP erhöht. Auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurde die Geldpolitik gelockert, was nicht zuletzt mit den weltweit zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten zusammenhängt.

Den langen Aufwärtstrend des US-Leistungsbilanzdefizits zu erklären ist eine größere Herausforderung. Manche sehen das US-Leistungsbilanzdefizit im Wesentlichen als Nebenprodukt der Dollarstärke, ihrerseits hervorgerufen durch private Kapitalzuflüsse in der Erwartung, dass sich das jüngste, relativ hohe Wirtschaftswachstum in den USA fortsetzt. Da vielerorts die Beschränkungen für das Halten von Fremdwährungen immer mehr gelockert worden sind, ist außerdem die Nachfrage nach auf Dollar lautenden Wertpapieren stetig gestiegen, vor allem in Ländern mit hohen Sparquoten. Andere weisen jedoch auf den seit einem Jahrzehnt anhaltenden Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in den USA und die jüngere ausgeprägte Umkehr des US-Staatshaushalts ins Defizit hin. Im Gegensatz zum ersten Erklärungsansatz betonen sie, dass das US-Leistungsbilanzdefizit zunehmend durch ausländische staatliche Stellen statt durch den Privatsektor finanziert werde. In vielen Ländern haben die Währungsbehörden massiv interveniert, um der Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken, und

die daraus entstandenen Währungsreserven vor allem in auf Dollar lautende Wertpapiere zurückgeschleust.

Durch solche Maßnahmen wurde die Verringerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte mindestens auf zweierlei Weise behindert; eine Quantifizierung ist allerdings schwierig. Der effektive Wert des Dollars ist sicherlich höher und die langfristigen Zinssätze in den USA sind wahrscheinlich immer noch niedriger, als es sonst der Fall wäre, wobei Letzteres zu Ausgabensteigerungen im Inland geführt hat. In den intervenierenden Ländern haben die Versuche, die Währungsaufwertung einzudämmen, außerdem tendenziell zu lockereren Geld- und Kreditbedingungen geführt. In einigen Fällen, z.B. Japan und China, wo sich zeitweise das Problem einer Deflation stellte, wurden diese Effekte anfangs begrüßt. Inzwischen jedoch wird die Aufmerksamkeit stärker darauf gerichtet, wie diese Maßnahmen zum Inflationsdruck im Inland und weltweit sowie zu finanziellen Ungleichgewichten beitragen.

Dass es selbst nach der deutlichen Verringerung der Inflation immer wieder zu Instabilitäten im Finanzsektor kommt, ist ebenfalls auf verschiedene Weise interpretierbar und lässt eventuell auch an unterschiedliche geldpolitische Reaktionen denken. Eine Möglichkeit ist, dass sich die bisher aufgetretenen Probleme letztlich als vorübergehende Erscheinung erweisen werden. Es braucht einfach seine Zeit, sich auf niedrige Inflation, einen liberalisierten Finanzsektor und die jüngsten finanztechnischen Fortschritte einzustellen. Während dieser Lernphase sind folgenschwere Fehler gemacht worden, doch deren Auswirkungen und Kosten werden abnehmen. Hierfür sprechen die bemerkenswerte Verringerung der Risikoprämien an den Finanzmärkten seit etwa einem Jahr und der ebenso bemerkenswerte Rückgang der Volatilität. Bisweilen wird jedoch auch darauf hingewiesen, dass volatilere Finanzierungsbedingungen vielleicht sogar gewisse Vorteile haben: Sie könnten ein Mechanismus sein, um Schocks, die möglicherweise sonst die Realwirtschaft beeinträchtigt hätten, über die modernen Finanzsysteme störungsfrei auf diejenigen zu verteilen, die am besten in der Lage sind, sie zu absorbieren.

Eine andere Möglichkeit ist, dass solche Instabilitäten von längerer Dauer sind. Liberalisierte Finanzsysteme sind zwar effizienter als stark beschränkte, könnten aber in sich anfällig für Instabilität sein, wenn der Wettbewerbsdruck zum Eingehen übermäßiger Risiken führen sollte. Auch scheinen sie inhärent prozyklisch zu sein. Das heißt, dass sich Wert- und Risikoeinschätzungen – und Risikobereitschaft – mit der Konjunktur auf und ab bewegen. Die Kreditrisikoprämien, die Preise von Vermögenswerten, die externen und internen Ratings sowie die Verlustrückstellungen haben sich zumindest in den letzten Jahrzehnten allesamt so verhalten. Starke Finanzkräfte können dann im Konjunkturaufschwung das reale Wachstum beschleunigen, haben jedoch unter Umständen einen ebenso drastischen Bremseffekt, wenn sich der anfängliche Optimismus schließlich als ungerechtfertigt erweist.

Es ist auch nicht schwer, sich vorzustellen, dass ein lockeres monetäres Umfeld diese normalen Tendenzen des „boom and bust“ verschärfen könnte. Letztlich geht es um das Streben nach Renditen bei äußerst tiefen risikofreien

Nominalzinsen. Mittel zu sehr niedrigen Zinsen aufnehmen zu können bietet einen Anreiz für Kreditschöpfung, Carry-Trade-Aktivitäten und Hebelstrategien, die an den Finanzmärkten in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Von diesem Blickpunkt aus betrachtet muss die Tatsache, dass die Preise aller nicht monetären, „illiquiden“ Vermögenswerte (langfristigen Anleihen, Kreditinstrumenten, Wohneigentum etc.) in den vergangenen Jahren stark gestiegen und die Maße für die implizite Volatilität stark gesunken sind, nicht in erster Linie auf ein weniger risikoreiches Umfeld zurückzuführen sein, wie oben postuliert. Vielmehr könnte sich dahinter ein allgemeines Bestreben verbergen, „Illiquidität zu kaufen“ und „Liquidität zu verkaufen“, wenn eine Liquiditätsübersättigung besteht. Vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffungen in den USA seit bald einem Jahr mag diese Erklärung weniger überzeugend sein, doch in der Tat sind die Leitzinsen dort und auch überall sonst immer noch sehr niedrig.

Diese unterschiedlichen Standpunkte in Bezug auf die Strukturveränderungen im Finanzsystem werden nirgends deutlicher als in den derzeitigen Beurteilungen der Entwicklungen, die die privaten Haushalte betreffen. Manche betrachten die erweiterten Möglichkeiten der privaten Haushalte zur Kreditaufnahme, u.a. durch Beleihung des gestiegenen Vermögens aus Wohneigentum, als sehr wünschenswert. Angesichts des sich verlangsamenden Lohnwachstums in den Industrieländern und der schwachen Unternehmensinvestitionen in allen Ländern mit Ausnahme Chinas hat diese Kreditaufnahme in gewisser Weise eine intertemporale Glättung der Ausgaben ermöglicht und so dazu beigetragen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weltweit aufrechtzuerhalten. Andere hingegen konzentrieren sich vor allem auf den seit zehn Jahren andauernden Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in vielen Ländern, den steigenden Anteil des Konsums am BIP und die potenziell gefährlich hohen Schuldendienstansforderungen, wenn die Zinsen auf ein eher übliches Niveau zurückkehren. Ob die hohe Kreditaufnahme nun innerhalb einer intertemporalen Glättung der Ausgaben durch die privaten Haushalte (und einige Regierungen) stattgefunden hat oder nicht – irgendwann muss definitionsgemäß eine Rückzahlung erfolgen.

Zusammenfassend gibt es offenbar eine Reihe von Erklärungen dafür, wie die Weltwirtschaft an den jetzigen Punkt gelangt ist. Es lässt sich kaum bezweifeln, dass die günstigeren weltweiten Liquiditätsbedingungen infolge der fest verankerten niedrigen Inflation und der Liberalisierung im Finanzsektor dazu beigetragen haben, das Ausgabenniveau insgesamt aufrechtzuerhalten. Der Blick nach vorn lässt jedoch mehrere Möglichkeiten offen. Ein auch in Zukunft stetiges, inflationsfreies Wachstum ist angesichts der positiven Aspekte der oben beschriebenen grundlegenden Strukturveränderungen vielleicht immer noch am wahrscheinlichsten. Eine Garantie dafür gibt es jedoch keineswegs. Einerseits könnten die bisherigen erheblichen geldpolitischen Impulse doch noch einen regelrechten Inflationsschub auslösen. Andererseits sind die Auswirkungen der wachsenden Schuldenstände auf nationaler wie auch auf internationaler Ebene nach wie vor ungewiss. Schuldner oder Gläubiger – oder beide – könnten sich zurückziehen, wenn die Schuldenstände weiter steigen. Niedrigere Preise von Vermögenswerten und

Abwärtskorrekturen bei den Bewertungen des privaten Vermögens könnten ein solches Verhalten noch verstärken. Umgekehrt könnte die höhere Verschuldung auch ein durchaus übliches Symptom der Vertiefung im Finanzsektor sein, die der Weg zu reiferen und vollständigeren Märkten mit sich bringt.

Da wir kaum Erfahrungen mit den Wechselwirkungen der vielen oben beschriebenen strukturellen Änderungen haben, lassen sich die weniger willkommenen Möglichkeiten nicht ausschließen. Deshalb besteht eine wichtige Aufgabe für die Verantwortlichen in diesem neuen Umfeld darin, zu beurteilen, welche Maßnahmen am besten geeignet sind, die Kosten von Fehlentwicklungen zu begrenzen. Eine weitere wichtige und nicht minder anspruchsvolle Aufgabe ist es, zugleich die erheblichen Fortschritte zu konsolidieren, die diese strukturellen Änderungen bereits mit sich gebracht haben.