

VIII. Schlußbemerkungen

Es scheint weitverbreitet der Eindruck zu bestehen, daß die Weltwirtschaft nunmehr an einer Schwelle steht, doch die Frage ist, wie der Weg dahinter weitergeht. In vielen Teilen der Welt hat sich die Wirtschaft zuletzt besser entwickelt als vorausgesehen, was, wie zu erwarten, sowohl den privaten als auch den öffentlichen Sektor veranlaßte, die Wachstumsprognosen nach oben zu korrigieren. Vielfach werden die Wirtschaftsaussichten derzeit so gut eingeschätzt wie zuletzt Anfang der achtziger Jahre. Dies beruht zum Teil auf reiner Extrapolation, aber der technologische Fortschritt und die anhaltende Deregulierung bieten ebenfalls Grund, ein lebhaftes Wachstum bei weiterhin niedriger Inflation zu erwarten. Tatsächlich dürfte sich mit der zunehmenden Verbreitung solcher strukturellen Entwicklungen in der Weltwirtschaft der bemerkenswerte Erfolg, wie ihn die USA in den letzten Jahren verzeichneten, auch andernorts einstellen. Ein länger anhaltender Aufschwung in einer stärker von den Märkten bestimmten Weltwirtschaft ist daher keineswegs auszuschließen.

Aber selbst wenn man sich dieser längerfristigen Einschätzung anschließt, müssen die Entscheidungsträger dennoch mit einigen Stolpersteinen auf dem Wege rechnen. Wie schon frühere Phasen struktureller Veränderungen und damit einhergehender vielversprechender neuer Perspektiven war das letzte Jahrzehnt durch eine rasche Kreditausweitung in vielen Volkswirtschaften und eine wachsende Risikobereitschaft bei den Kreditgebern gekennzeichnet. Das Konzentrationsmaß an den Finanzmärkten ist gestiegen, während die Liquidität bisweilen deutlich zurückging. Diese Entwicklungen bedeuten nicht nur, daß die Weltwirtschaft gegenüber makroökonomischen Schocks anfälliger geworden sein dürfte, sondern auch, daß die dynamische Reaktion der Märkte auf solche Schocks womöglich schwieriger vorauszusagen ist als in der durch größere Regulierung geprägten Vergangenheit. Schließlich ist außerdem die Frage zu stellen, ob den Entscheidungsträgern in einem stärker globalisierten Finanzsystem sämtliche erforderlichen Instrumente zur Verfügung stehen, um Probleme zu verhüten bzw., wenn sie auftreten, zu bewältigen. Dies ist niemals eine leichte Aufgabe, denn die Zuführung von Liquidität, die zur Bewältigung der einen Krise notwendig sein mag, kann gleichzeitig ein riskantes Verhalten fördern, das geradewegs in die nächste Krise führt.

Die wichtigsten makroökonomischen Schwachstellen sind wohlbekannt, darunter nicht zuletzt die Möglichkeit eines Inflationsanstiegs in den im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschrittenen Ländern. Größere Aufmerksamkeit erfordern aber vielleicht die potentiellen Wechselwirkungen zwischen diesen Schwachstellen. In vielen Ländern erscheinen die Aktienkurse im langfristigen Vergleich nach wie vor hoch, selbst wenn man die Aktien der „neuen

Ära“ unberücksichtigt läßt, für die durchaus andere Bewertungskriterien gelten mögen. Auch der US-Dollar scheint stärker zu sein, als es mit der Stabilisierung der längerfristigen Auslandsverschuldungsquoten vereinbar ist. Die Möglichkeit einer gleichzeitigen Korrektur an beiden Märkten dürfte größer sein, als es historische Korrelationen vermuten lassen würden, da die internationalen Kapitalströme in den letzten Jahren zunehmend durch die prognostizierten Eigenkapitalrenditen bestimmt wurden. Eine solche Korrektur würde wahrscheinlich eine durch Vermögenseffekte bedingte Abschwächung der Nachfrage bedeuten, während die Inflation aufgrund binnen- wie auch außenwirtschaftlichen Drucks steigt. Ob ein solcher Nachfrageeffekt als nützlich erachtet würde, da er zur Dämpfung des Inflationsdrucks beitragen würde, hinge natürlich sehr stark davon ab, wie groß die Vermögensanpassung ausfiele und wie geordnet sie sich vollzöge. Grundsätzlich könnten weder eine harte noch eine weiche Landung ausgeschlossen werden. Schließlich wäre in einem so unsicheren makroökonomischen Umfeld auch ein Kapitalabfluß aus den aufstrebenden Volkswirtschaften denkbar. Während die Länder, die derzeit einen Leistungsbilanzüberschuß und hohe Devisenreserven aufweisen, möglicherweise kaum davon betroffen wären, verzeichnen derzeit nicht alle aufstrebenden Volkswirtschaften eine so günstige Auslandsposition.

Aufmerksamkeit verdient auch die Marktdynamik, die dafür maßgeblich ist, wie das globale Finanzsystem auf eine anhaltende Straffung der Notenbankzinsen reagiert. Höhere Notenbankzinsen werden zumeist als nützlich zur Bewahrung des Wirtschaftswachstums bei gleichzeitiger Abwehr der Inflation angesehen. Die Aktienkurse und die Kreditzinsspannen sind gestiegen, und die niedrige Inflation hat möglicherweise die Aufwärtsentwicklung der Anleiherenditen gebremst. Aber wenn plötzlich der Eindruck entstünde, daß die Währungsbehörden „hinterherhinken“, könnte sich all dies umkehren, mit potentiell kontraktiven Auswirkungen. Darüber hinaus könnten der zunehmende Einsatz von Fremdfinanzierungs-, Beleihungs- und Portfolioabsicherungsstrategien sowie die wachsende Abhängigkeit der Gewinne etablierter Großunternehmen von Aktienkurszuwachsen im Hochtechnologiebereich zu einer Übersteigerung der Aktienkursentwicklung führen. All diese Elemente sind miteinander verflochten und könnten sich als unheilbringend erweisen. Auch die Märkte für festverzinsliche Instrumente könnten auf untypische Weise reagieren, berücksichtigt man den sich wandelnden Status der Referenzwerte an den Anleihemärkten in den USA und in Europa sowie das wachsende Zögern großer Institute, Eigenkapital in einer Marktmacherfunktion zu binden.

Welche Konsequenzen einige oder alle dieser Entwicklungen wiederum für die Solidität der einzelnen Finanzinstitute haben könnten, ist eine weitere offene Frage. Eine Kombination von anhaltender Deregulierung, verstärktem Wettbewerb, technologischem Wandel und zunehmender Beachtung des Shareholder Value dürfte Verhaltensweisen und bereichsübergreifende Beziehungen gefördert haben, die sich erst in der nächsten Abschwungphase als unvorsichtig erweisen werden. Festzuhalten ist aber auch, daß die Finanzmärkte in letzter Zeit extrem volatil waren, ohne daß es zu derartigen Folgewirkungen gekommen wäre, und sehr große Volumina von Finanztransaktionen wurden ohne irgendwelche Anzeichen von Anspannungen verarbeitet.

Was können die öffentlichen Entscheidungsträger tun, damit die Weltwirtschaft mit der Zeit die Früchte einer effizienteren Produktions- und Finanzstruktur ernten kann? Einige mögliche Antworten auf diese Frage werden weiter unten skizziert, aber in jedem Fall ist die Einsicht notwendig, daß Effizienz nicht alles ist. Fairneß und das, was darunter verstanden wird, muß ebenfalls berücksichtigt werden. Daher müssen Fragen der Einkommensverteilung, des Schuldennachlasses und der protektionistischen Maßnahmen der Industrieländer insbesondere gegenüber Importen von Agrarerzeugnissen und Textilien aus aufstrebenden Volkswirtschaften wirksamer angegangen werden, als dies bisher der Fall war. Auch Sicherheits- und Stabilitätserwägungen, vor allem bei der Entwicklung der Finanzsysteme, müssen vor das Streben nach Effizienz gestellt werden. Die potentiellen volkswirtschaftlichen Kosten sporadisch auftretender Finanzkrisen müssen stets gegen den andauernden Nutzen freier Kapitalmärkte abgewogen werden. Wenn es den Entscheidungsträgern nicht gelingt, all diese konkurrierenden Ziele angemessen miteinander zu vereinbaren, kann eine abrupte und unwillkommene Abkehr von einem marktorientierten Ansatz hin zu weniger wünschenswerten Lösungen nicht ausgeschlossen werden.

Ungleichgewichte und das Streben nach Preisstabilität

Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Zukunft ist eine unvermeidbare Komplikation bei der Formulierung der Geldpolitik. Sowohl die Struktur der Wirtschaft als auch die Verzögerungen, mit denen die Geldpolitik die eigentlichen Ziele beeinflußt, sind nur in begrenztem Umfang bekannt. Statistische Daten werden häufig revidiert, und ebenso ändern sich die Stimmungen, die oftmals für Ausgabenentscheidungen maßgebend sind. Zwar legt die Theorie nahe, daß die Verantwortlichen einfach die aus ihrer Sicht jeweils optimale Entscheidung treffen und dann ihre Einschätzungen auf der Basis neuerer Daten systematisch revidieren sollten, doch weist diese Strategie auch Unzulänglichkeiten auf. Insbesondere dürfte eine verbreitete Unsicherheit dazu führen, daß mit übermäßiger Verzögerung auf neue Informationen reagiert wird, wodurch das Risiko wächst, daß zu einem späteren Zeitpunkt große, zu stark in das Geschehen eingreifende Änderungen vorgenommen werden. Solche Verzögerungen könnten sogar die Verpflichtung der Währungsbehörden auf ihre erklärten Ziele fraglich erscheinen lassen. Außerdem könnte eine geldpolitische Strategie, die sich lediglich auf durchschnittliche Erwartungen stützt, zur Folge haben, daß keine ausreichenden Vorbereitungen für den Fall etwaiger extremer Entwicklungen getroffen werden. In der jetzigen Situation, in der viele Ungleichgewichte festzustellen sind, könnte einem solchen Mangel besondere Bedeutung zukommen.

Ein Punkt, der praktisch überall Zustimmung fände, ist, daß die derzeitige Wachstumsrate der Inlandsnachfrage in den USA auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten ist und möglicherweise inflationäre Konsequenzen haben wird und daß in einigen der anderen englischsprachigen Länder eine ähnliche, wenn auch weniger extreme Situation herrscht. Angesichts der auf expansive Maßnahmen ausgerichteten Diskussion über die Finanzpolitik in den USA ist die jüngste Tendenz zur Straffung der Geldpolitik höchst willkommen, selbst wenn einige Preise von Vermögenswerten gegenwärtig recht anfällig zu sein scheinen. Würde die

Geldpolitik bei den ersten Anzeichen sinkender Aktienkurse einen Rückzieher machen, wäre die Gefahr eines „moral hazard“ groß. Und wenn tatsächlich eine „neue Ära“ angebrochen ist, wäre die Wahrscheinlichkeit einer abrupten und dauerhaften Reaktion der Aktienmärkte ohnehin wesentlich geringer. Andernfalls könnte man sagen: Je früher die Luft aus der Blase entweicht, desto besser.

Das soll nicht heißen, daß bei einer ausgeprägten Reaktion am Aktienmarkt oder an den Finanzmärkten allgemein nicht maßvolle geldpolitische Schritte angebracht wären. Eine Disinflation kann sowohl zu weit als auch zu schnell voranschreiten. Diese Gefahr ist in den USA, ebenso wie in einer Reihe anderer im Konjunkturzyklus bereits vorangeschrittener Länder, nicht unbedeutend. Angesichts der niedrigen Sparquoten und der massiven Investitionen in den Wohnbau und in langlebige Güter in jüngster Zeit wäre es nun sehr einfach, geplante Ausgaben zu verschieben. Wenn sich aber erst einmal gezeigt hat, daß bestimmte Investitionen niemals die erwartete Rendite erbringen werden, dann sollten die schlecht beratenen Investoren auch den Preis dafür zahlen müssen, und zwar rasch, damit die Kapazitäten verringert werden können und die längerfristige Rentabilität schnell wiederhergestellt werden kann. Dies könnte die wichtigste Lehre aus der Situation Japans in den neunziger Jahren sein.

Worüber ebenfalls weitgehend Einigkeit herrscht, ist, daß die Wachstumsrate der privaten Ausgaben in Japan zu niedrig ist. Die offene Frage lautet: Wie kann ihr Ansteigen bewirkt werden? Es verdient Anerkennung, daß man in Japan bereit war, die Fiskalpolitik antizyklisch einzusetzen, doch hätte dies auch auf wirksamere Weise geschehen können. Daß dieses Mittel zunächst nur sehr widerwillig verwendet wurde, von Zeit zu Zeit begleitet durch angedrohte und tatsächliche Schritte in die andere Richtung, untergrub das Vertrauen des privaten Sektors auf einen bevorstehenden endgültigen Aufschwung. Darüber hinaus nahm mit zunehmender Größenordnung der Ausgaben deren Effizienz stark ab, was bei den Steuerzahlern den Eindruck erweckte, daß die Belastungen stiegen, ohne daß ihnen ein entsprechender Nutzen gegenüberstand. Während die wachsende Staatsverschuldung in Japan bedeutet, daß die fiskalpolitischen Impulse künftig insgesamt eingeschränkt werden müssen, könnte eine Neuorientierung der Ausgaben dennoch sehr hilfreich sein. Eine Verringerung der überdimensionierten öffentlichen Investitionen (die dreimal so hoch sind wie der Durchschnitt der G10-Länder) und eine Erhöhung der Ausgaben für das unterentwickelte soziale Netz könnten dazu beitragen, das notwendige Vertrauen zu bewahren, und darüber hinaus die Mobilität der Arbeitskräfte zu einem Zeitpunkt erhöhen, da dies höchst wünschenswert wäre. Weil die alten Wirtschaftszweige weiterhin unter Überinvestitionen leiden, muß durch Deregulierung und entsprechende öffentliche Maßnahmen eine Expansion in anderen Bereichen gefördert werden.

Ob einer expansiven Geldpolitik noch eine Rolle zukommt, da die kurzfristigen Zinsen effektiv die nominale Nullzinsgrenze erreicht haben, bleibt sowohl in Japan als auch in anderen Ländern eine umstrittene Frage. Die Diskussion zu diesem Aspekt weist in zwei Richtungen: Auf der einen Seite wird die Ansicht vertreten, daß die Bank of Japan „unübliche“ Maßnahmen ergreifen sollte, um unmittelbar die Preise von Vermögenswerten anzuheben und die Reserven im Bankensystem deutlich zu erhöhen, z.B. durch nichtsterilisierte

Yen-Interventionen und massive Käufe von Staatsanleihen. Die Bank of Japan hat solche Maßnahmen energisch mit der Begründung abgelehnt, daß sie bestenfalls von begrenztem Nutzen wären und im Falle einer Wirtschaftserholung sogar einen notwendigen Zinsanstieg behindern könnten. Hinter dieser Weigerung steht auch die berechtigte Besorgnis hinsichtlich der längerfristigen Unabhängigkeit der Zentralbank. Auf der anderen Seite geht es um die Vor- und Nachteile der Einführung eines neuen geldpolitischen Regimes mit Inflations- oder Preisniveauziel. Dieser Vorschlag geht von dem Argument aus, daß wohl die Nominalzinssätze nicht unter null sinken können, negative Realzinssätze aber dennoch erreichbar sein dürften, wenn ein Weg gefunden werden könnte, die Erwartung eines Wiederanstiegs der Preise zu schüren. Die Verfechter eines neuen geldpolitischen Regimes meinen, daß dies die Inflationserwartungen tatsächlich nach oben lenken würde, wobei ein Preisniveauziel um so attraktiver wäre, je länger die Preise zurückgegangen seien. Seine Gegner, darunter die Bank of Japan, argumentieren, daß diese spontane Erwartungsänderung niemals eintreten werde, solange es kein glaubwürdiges Mittel gebe, um die zugrundeliegende Realität einer anhaltenden wirtschaftlichen Stagnation zu ändern.

Ein letzter Punkt, über den praktisch allgemein Einigkeit herrscht, ist, daß die vorrangige Herausforderung für Kontinentaleuropa ohne Zweifel in Struktur-reformen besteht. Größere makroökonomische Ungleichgewichte, wie sie in den USA und in Japan zunehmend eine Rolle spielen, sind weder sichtbar noch zu erwarten. Die Leistungsbilanzsalden der Region als Ganzes stellen kein Problem dar. Aktien, deren Kurse in vielen Ländern stark gestiegen sind, bilden noch immer nur einen geringen (wenn auch wachsenden) Anteil des Vermögens der privaten Haushalte. Die anhaltende Schwäche des Euro könnte sicherlich zu einem erhöhten Inflationsdruck führen, doch dürfte eine vorausschauende und wachsame Geldpolitik ausreichen, um die meisten Bedenken zu zerstreuen. Auch eine fiskalpolitische Zurückhaltung könnte ratsam sein, insbesondere in denjenigen kleineren europäischen Volkswirtschaften, die bereits an die Grenzen des Potentials stoßen, doch wird in den meisten Ländern bereits seit einiger Zeit eine Sparpolitik verfolgt. All diese makroökonomischen Argumente für die Beibehaltung eines stetigen Kurses setzen natürlich voraus, daß die derzeitige wirtschaftliche Expansion in Europa anhält und nicht von dramatischen Ereignissen andernorts unterbrochen wird.

Der Enthusiasmus für strukturelle Reformen in Europa erhielt durch die Einführung des Euro sicherlich Auftrieb, wobei sowohl Anreize als auch Zwänge mitspielten. Eine einheitliche Währung könnte durch ihren Katalysatoreffekt enorme Effizienzsteigerungen an den Gütermärkten bewirken, wenn andere Reformen dies nur zuließen. Umgekehrt könnte das Ausbleiben von Arbeitsmarktreformen, die ein rascheres Reagieren auf Marktsignale ermöglichen würden, bei asymmetrischen Schocks in einem einheitlichen Währungsraum zu höherer Arbeitslosigkeit führen. Es ist schon viel getan worden, wie der jüngste ungewöhnliche Rückgang der EU-Arbeitslosenquote in einer sehr frühen Phase der Erholung gezeigt hat, aber die Erfahrung der USA sowie die Vorbilder in Europa deuten darauf hin, daß noch weitere Fortschritte möglich sind. Die Staats- und Regierungschefs versprachen bei ihrem jüngsten Treffen in Lissabon, Struktur-reformen aktiv zu verfolgen, aber die schwierige Aufgabe wird wie

immer darin bestehen, im eigenen Land für die Erfüllung dieser Zusage zu sorgen.

Die Wechselkursentwicklung der wichtigsten Währungen unterstützte in den letzten Jahren im allgemeinen die konjunkturelle Stabilisierung. In jüngster Zeit standen die Stärke des Yen und die anhaltende Schwäche des Euro jedoch in geringerem Maße mit den binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen im Einklang, und es stellte sich die Frage, was – außer einer Veränderung der Notenbankzinsätze – dagegen getan werden könnte. Derzeit scheint die Antwort zu lauten: nicht viel. Doch die Umstände könnten sich natürlich ändern. Unilaterale Interventionen von Seiten Japans haben den Nachteil, daß ihre Signalwirkung nur begrenzt glaubwürdig ist, da die bereits bei null liegenden Zinsen nicht weiter gesenkt werden können (wenngleich die Möglichkeit „unüblicher“ Maßnahmen offenbleibt). Bilaterale Interventionen mit europäischer Beteiligung wurden bisher ebenfalls gescheut, obwohl sie bei den richtigen Marktbedingungen auf den ersten Blick potentiell hilfreich erscheinen könnten. Unter anderem wird jedoch in Europa möglicherweise befürchtet, daß Interventionen als Aufweichung der von der neu geschaffenen Zentralbank eingegangenen Verpflichtung auf interne Preisstabilität mißverstanden werden könnten. Im Hinblick auf multilaterale Interventionen unter Einbeziehung der USA wiederum wurden Bedenken geäußert, daß diese als Vorboten eines regulierten weltweiten Wechselkursystems interpretiert werden könnten, das bei den Verantwortlichen gegenwärtig auf keine große Begeisterung zu stoßen scheint.

Blickt man weiter voraus in die Zukunft, so könnte die größte Herausforderung für die Verantwortlichen darin bestehen, eine plötzliche Umkehr in der Wechselkursentwicklung des Dollars zu bewältigen. Der zusätzliche disinflationäre Effekt wäre in Japan eindeutig unerwünscht, weit weniger dagegen in Europa, wo die Besorgnis wegen der Inflation zugenommen hat. Selbst hier könnte es allerdings Probleme geben, wenn sich der Euro zu stark und zu schnell festigen würde. Bedenkt man, wie wenig mit dem jüngsten Kursrückgang des Euro gerechnet wurde, sowie die Tatsache, daß sich die treibenden Kräfte umkehren könnten, darf diese Möglichkeit nicht einfach außer acht gelassen werden. Wäre allerdings ein wiedererwachter Optimismus hinsichtlich der strukturellen Reformen in Europa, begleitet von höheren Verbraucher- wie auch Investitionsausgaben, der Grund für einen steilen Wiederanstieg des Euro, dann wären die Gefahren für die derzeitige Expansion erheblich geringer. Dies dürfte ein weiterer sehr guter Grund sein, die strukturellen Reformen fortzusetzen.

Von noch größerer Bedeutung sind Wechselkursfragen für die aufstrebenden Volkswirtschaften, da diese vergleichsweise offener und noch anfälliger gegenüber stimmungsbedingten Umschwüngen der Kapitalströme sind. Vorläufig hat die Aussicht auf eine verbesserte Wirtschaftsentwicklung in Asien, Lateinamerika und Osteuropa Kapitalzuflüsse, insbesondere in Form von Direktinvestitionen, begünstigt. Dennoch bleibt die Befürchtung bestehen, daß externe Schocks oder wirtschaftspolitische Fehler im Inland zu einer plötzlichen Umkehr dieser Kapitalströme führen könnten. In Lateinamerika geben Leistungsbilanzdefizite und finanzpolitische Strukturprobleme potentiell Anlaß zur Besorgnis, während in Asien die starke Abhängigkeit vom Technologiebereich sowie der schleppende Fortgang der Sanierung von Unternehmen und Banken ein Risiko darstellen könnten. Obwohl die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften

nominell frei schwankende Wechselkurse haben, nahmen viele von ihnen, insbesondere in Asien, massive Interventionen vor, um aufwertungsbedingte Verluste an Wettbewerbsfähigkeit zu begrenzen. Zwar wurde argumentiert, daß dies mit der Notwendigkeit der Aufstockung der Devisenreserven vereinbar und besser sei als Kapitalverkehrskontrollen, die bisher auf überraschend wenig Interesse gestoßen sind, doch könnten solche Maßnahmen letztlich zu übermäßiger Kredit-schöpfung führen, was ebenfalls einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit bewirken würde. Tückischer ist möglicherweise die Gefahr, daß die Schuldner zu einer Mentalität fester Wechselkurse zurückkehren und wieder den Anreiz haben, sich zu geringeren Kosten in Fremdwährung zu verschulden. Angesichts der jüngsten Krisen mag dies schwer vorstellbar erscheinen, aber es ist erstaunlich, wie rasch selbst schmerzliche Erfahrungen in Vergessenheit geraten.

Einige aufstrebende Volkswirtschaften sind mit größerer Deutlichkeit für neue geld- und währungspolitische Regime eingetreten. Allein im letzten Jahr haben beispielsweise Südafrika, Brasilien, Polen und die Tschechische Republik alle den Übergang zu einer Strategie mit Inflationsziel bekanntgegeben. Damit haben sie sich einer Gruppe von Industrieländern angeschlossen, die ihre Geldpolitik im Hinblick auf vorangekündigte Inflationsziele vor dem Hintergrund eines frei schwankenden Wechselkurses formulieren. Unabhängig von den Vorzügen eines solchen Ansatzes in den Industrieländern dürfte das Verhältnis von Vor- und Nachteilen in anderen Ländern etwas anders aussehen.

Zu den Vorteilen dieses Ansatzes für aufstrebende Volkswirtschaften gehört seine potentielle Transparenz. So dürften die Verantwortlichen in einem Regime mit Inflationsziel weniger dem Vorwurf ausgesetzt sein, daß sie bei der Festlegung der Zinssätze wie auch der Wechselkurse persönliche Interessen verfolgen. Ein weiterer Vorteil wäre die mögliche Ankerfunktion für die Inflationserwartungen in Ländern, beispielsweise vielen in Lateinamerika, die in der Vergangenheit besonders große Probleme hatten, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen. Die Verwendung eines Inflationsziels hat in aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch in der Regel auch einige Nachteile. So ist die Fähigkeit zu hochentwickelten Wirtschaftsprognosen, einschließlich Vorausschätzungen der Inflation, vergleichsweise gering, die vorhandenen Daten sind unzuverlässig, und es stellt sich das Problem des anhaltenden strukturellen Wandels. Darüber hinaus haben sich viele aufstrebende Volkswirtschaften, wie zuletzt in Asien, als anfällig gegenüber Preisblasen bei Vermögenswerten erwiesen, die im Rahmen einer Strategie mit Inflationsziel nicht leicht zu bewältigen sind. Ein weiterer Faktor ist die Tatsache, daß Nahrungsmittel und Importe einen so großen Teil des Warenkorbs ausmachen und sich die noch nicht abgeschlossene Preiseregulierung oftmals durch die gesamte Wirtschaft zieht; die Folge ist möglicherweise eine erhebliche Diskrepanz zwischen der unbereinigten Inflationsrate und dem Index, über den die Zentralbank eine gewisse Kontrolle zu haben glaubt.

All dies bedeutet, daß die aufstrebenden Volkswirtschaften mit dem Trade-off, den die Industrieländer bei der Verfolgung von Inflationszielen in Kauf nehmen müssen, in vielfach verschärfter Weise konfrontiert sind. Setzen sie ihre Ziele zu ehrgeizig, verlieren sie an Glaubwürdigkeit, wenn sie sie verfehlen. Setzen sie dagegen realistischere Ziele, werden diese möglicherweise als nicht genügend ehrgeizig beurteilt, und das Regime hat von vornherein keine Glaub-

würdigkeit. Wie bei der Wahl eines jeden Regimes gibt es keine Patentlösung, die für alle gleichermaßen richtig wäre. Jedes Land muß seine eigene Situation und seine eigene Geschichte berücksichtigen und ein Urteil über den angemessenen Weg treffen. Die Notwendigkeit einer soliden Finanzpolitik steht dagegen außer Frage. Die Vergangenheit hat uns gelehrt, daß ohne eine solche Politik jedes Regime, das darauf zielt, die Inflation unter Kontrolle zu halten, zum Scheitern verurteilt ist.

Strukturwandel und die Verhütung globaler Finanzinstabilität

In den dreißiger Jahren verschlimmerten Zusammenbrüche im Finanzsektor den Wirtschaftsabschwung in vielen Industrieländern auf schwerwiegende Weise und führten dazu, daß die Regulierung im Finanzgeschäft drastisch verschärft wurde. In der Nachkriegszeit kam es zu einer zunehmenden Liberalisierung, als die Erinnerung an frühere Schwierigkeiten verblaßte und die potentiellen Vorteile freierer Finanzmärkte größere Anerkennung fanden. Wiederkehrende Finanzkrisen in den letzten drei Jahrzehnten, sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften, haben jedoch drei wichtige Fragen wieder ins Zentrum gerückt: Wie können künftige Krisen vermieden werden? Wie können sie leichter bewältigt werden, wenn sie auftreten? Und wie können sie – u.a. durch Schuldenreduzierung – letztlich überwunden werden? Hinsichtlich jeder dieser Fragen sind beträchtliche Fortschritte erzielt worden, die jedoch in keinem Verhältnis zu dem stehen, was noch zu tun ist. In einigen Bereichen gibt es immer noch keinen internationalen Konsens über ein vernünftiges Vorgehen, und in nahezu allen Fällen bringt die tatsächliche Umsetzung akzeptierter Vorschläge nach wie vor enorme praktische Herausforderungen mit sich.

Bei Maßnahmen zur Verhütung von Krisen im Finanzsektor wird zunehmend berücksichtigt, wie mikroökonomische Mängel auf tückische Weise mit makroökonomischen Faktoren interagieren können. Solche Probleme können sich an den Märkten auf drei Arten manifestieren: extreme kurzfristige Preisvolatilität an einigen Märkten, mittelfristige Preisverzerrungen, die u.a. Preisblasen bei Vermögenswerten und übermäßige Kapitalströme zur Folge haben können, sowie Ansteckungseffekte zwischen verschiedenen Märkten und Ländern, die durch die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten nicht gerechtfertigt sind. Zur Krisenprävention muß die Aufmerksamkeit dann auf jede der drei Säulen gerichtet werden, auf denen sowohl das inländische als auch das internationale Finanzsystem ruht: die gute Verfassung der Finanzinstitute, das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte und die Errichtung einer soliden Infrastruktur, bestehend aus Gesetzgebung und Rechtsprechung, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen sowie Rechnungslegungsstandards. Für jede dieser Säulen wiederum lassen sich drei Anreizsysteme aufzeigen, die zur Förderung eines umsichtigen Verhaltens beitragen. Der Ausgangspunkt muß die interne Unternehmensführung sein, grundlegend abgestützt auf das Eigeninteresse und die Wahrung des privaten Kapitals. Hinzu kommt eine angemessene Aufsicht und Überwachung. Und schließlich muß in einer stärker vom Markt geprägten Welt auch die Marktdisziplin – trotz ihrer bisweilen eingeschränkten Funktionstüchtigkeit – eine zunehmende Rolle erhalten. Angesichts von drei Problemen,

drei Säulen und jeweils drei Ansätzen dürfte es kaum überraschen, daß noch so viel zu tun bleibt.

Die Förderung von gesunden Finanzinstituten, insbesondere Banken, ist eine entscheidende Voraussetzung für die Finanzstabilität. Die meisten Krisen, ob in den aufstrebenden Volkswirtschaften oder in den Industrieländern, entstehen nach wie vor dadurch, daß sich Finanzinstitute in guten Zeiten übernehmen und später dann einen massiven Rückzieher machen. Die Unternehmensführung würde zunächst einmal davon profitieren, wenn intern, insbesondere in den Anreizstrukturen für Händler und Kreditsachbearbeiter, größeres Gewicht auf die risikobereinigte Rentabilität gelegt würde. Ohne diese entscheidende Anpassung könnte sich das unermüdliche Streben nach Shareholder Value als sehr gefährliche Strategie erweisen. Größere Beachtung sollte auch die Art und Weise finden, wie öffentliche Sicherheitsnetze ein unvorsichtiges Verhalten fördern können, nicht zuletzt durch Institute, bei denen eine staatliche Garantie vermutet wird. Das jüngste explosionsartige Wachstum solcher Institute in den USA verstärkt die seit langem bestehenden Bedenken hinsichtlich einer ähnlichen Beteiligung des Staates im Bankgeschäft sowohl in Japan als auch in Kontinentaleuropa.

Die Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Verbesserung der Eigenkapitalvereinbarung von 1988, die im Lichte der vor kurzem abgeschlossenen Konsultationsphase noch modifiziert werden sollen, verknüpfen die Mindestkapitalanforderungen bei Banken mit gut ausgebauten Rating-Systemen enger mit deren interner Kreditrisikobeurteilung. Eine solche Verknüpfung ist auf jeden Fall zu begrüßen, vorausgesetzt natürlich, daß diese Beurteilungen nicht selbst in irgendeiner Weise verzerrt sind. Für diesen Ansatz kommen daher nur Banken in Frage, die bestimmte Standards für eine sachgerechte Geschäftspraxis erfüllen und Richtlinien einhalten, mit denen die Verlässlichkeit der Verfahren und der Ergebnisse von Rating-Systemen sichergestellt wird. Das Standardverfahren, das für weniger hochentwickelte Banken vorgeschlagen wird, verspricht vielleicht geringere Vorteile, birgt aber möglicherweise auch geringere Risiken. Es versteht sich von selbst, daß es gut durchdacht sein muß, denn es dürfte für die große Mehrheit der Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften gelten.

In der vorgeschlagenen neuen Eigenkapitalvereinbarung wird auch berücksichtigt, daß den Aufsichtsbehörden eine bedeutende Rolle dabei zukommt, dafür zu sorgen, daß der Eigenkapitalbedarf angemessen beurteilt wird und daß die Eigenkapitalanforderungen konsistent und von Institut zu Institut vergleichbar sind. Was letzteres betrifft, so könnten einfache Vorschriften zur Gewährleistung einer vorausschauenden Risikovorsorge größere Bedeutung erhalten, als es gegenwärtig der Fall ist. Der Basler Ausschuss hat darauf hingewiesen, daß auch die Marktdisziplin zu einem umsichtigen Verhalten der Finanzinstitute beitragen könnte. Traditionell geschieht dies über Kreditzinsspannen und Aktienkurse, aber auch nachrangige Verbindlichkeiten könnten in Betracht kommen. Eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für das Wirken der Marktdisziplin besteht darin, daß der Markt über genügend zuverlässige Informationen verfügt, um zu einem soliden Urteil gelangen zu können. Dafür zu sorgen, daß solche Informationen bereitgestellt und die ihnen zugrunde liegenden Rechnungslegungsgrundsätze klar erläutert werden, muß weiterhin höchste Priorität haben.

Ein Problem im Zusammenhang mit der Marktdisziplin besteht natürlich darin, daß sie denselben Stimmungsschwankungen zwischen Optimismus und Pessimismus unterworfen sein könnte wie die internen Ratings. Da dies Auswirkungen auf das Finanzsystem als Ganzes haben kann, sollte der öffentliche Sektor der Überwachung des Geschehens und der Entwicklung von Analyseverfahren zur Beurteilung des Risikos von Systemproblemen weit größere Aufmerksamkeit widmen. Vieles spricht sogar dafür, zusätzlich zu den Prognosen Streßtests einzusetzen. Damit die wichtige Aufgabe, die diese Analysen erfüllen, nicht einfach aus den Augen verloren wird, muß geklärt werden, ob sie vorrangig den Aufsichtsbehörden zufallen sollte, anderen Stellen (zumeist den Zentralbanken), in deren Händen die oberste Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems liegt, oder beiden. Ein Argument für eine Beteiligung der Zentralbanken besteht darin, daß sich deren Ansatz „von oben“ und der im Aufsichtsbereich stärker verbreitete Ansatz „von unten“ auf sinnvolle Weise ergänzen könnten. Eine einfache, aber wichtige Erkenntnis ist, daß viele Empfehlungen, die auf der Ebene eines einzelnen Finanzinstituts ein umsichtiges Verhalten fördern, unerwünschte Effekte haben können, wenn viele Institute zur selben Zeit ihr Verhalten auf die gleiche Weise ändern müssen. Solche Fehlschlüsse der Verallgemeinerung sind aus der makroökonomischen Literatur wohlbekannt.

Während solide Finanzinstitute für die Finanzstabilität nach wie vor von zentraler Bedeutung sind, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften, haben die Ereignisse vom Herbst 1998 auch die zunehmende Wichtigkeit gut funktionierender Finanzmärkte unterstrichen. Insbesondere können die Märkte alternative Finanzquellen zur Verfügung stellen, wenn der Bankensektor keinen Kredit mehr vergibt, und umgekehrt. Dies ist eine maßgebliche Erklärung für das jüngste Interesse an der Entwicklung liquider Märkte für Staatsanleihen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften. Mit der Zeit könnten solche Märkte für Staatsanleihen Referenzwerte bereitstellen, die auch die Ausgabe von Anleihen des privaten Sektors stützen. In vielen Industrieländern sieht sich der Staat ebenfalls mit solchen Fragen hinsichtlich des Funktionierens der Märkte konfrontiert, denn mit steigenden Haushaltsüberschüssen sinkt das Volumen verfügbarer Anleihen, was das Problem des Risikomanagements in Krisensituationen potentiell verschärft.

Auch wenn besser ausgebaute Finanzmärkte ein öffentliches Gut sind, muß berücksichtigt werden, daß diese Märkte nicht immer so effizient funktionieren, wie zu hoffen wäre. Ein Mittel zur Abhilfe, das dem Eigeninteresse der einzelnen Marktteilnehmer Rechnung trägt, ist eine größere Transparenz. Wenn die Marktteilnehmer mehr über die Finanzlage und das Risikoengagement ihrer Geschäftspartner wüßten, wäre es weniger wahrscheinlich, daß sie sich bei auftretenden Unsicherheiten zurückziehen. Desgleichen dürften Kreditgeber, die besser über das Schuldenprofil staatlicher Schuldner informiert sind, nicht so rasch in Panik geraten und den Rückzug antreten. Eine Reihe laufender Initiativen zielen darauf ab, die Transparenz in beiderlei Hinsicht zu fördern (s. das Kapitel „Die Tätigkeit der Bank“), und sie sollten entschlossen weiterverfolgt werden.

Was die Überwachungsinstanzen am Markt und ihren Beitrag zu einem besseren Funktionieren der Märkte betrifft, so gibt es Hinweise darauf, daß die Märkte weniger atomistisch werden und insbesondere in Streßzeiten eher zum

Herdenverhalten tendieren könnten. Die zunehmende Konzentration unter den Marktteilnehmern, gemeinsame Risikomanagement- und Aufsichtssysteme, die wachsende Verwendung von Referenzwerten und Index-Tracking sowie die Nutzung allgemein und unmittelbar verfügbarer Informationen dürften allesamt dazu beitragen. Wesentlich weniger klar ist jedoch, was die Aufsichtsbehörden angesichts dieser grundlegenden strukturellen Trends tun könnten. Und schließlich stellt sich die zentrale Frage: Weshalb kommt es zu einem Überschießen der Märkte, das praktisch einem Versagen der Marktdisziplin entspricht? In einer vollkommenen Welt müßten eigentlich diejenigen, die die Preise vom „Gleichgewichtsniveau“ wegbewegt haben, rasch Verluste erleiden, wenn die Preise zum Gleichgewicht zurückkehren. In Wirklichkeit geschieht das jedoch oftmals nicht. Da es solche Fälle von Marktversagen immer schon gegeben hat, kann es sein, daß sie schlicht ein Preis sind, der gezahlt werden muß, wenn insgesamt von den Vorteilen eines marktwirtschaftlichen Systems profitiert werden soll.

Die dritte Säule eines gut funktionierenden Finanzsystems ist die zugrundeliegende Infrastruktur; sie besteht insbesondere aus den Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen, den rechtlichen Rahmenbedingungen und einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung. Im Bereich der Zahlungsverkehrssysteme ist seit Ende der achtziger Jahre viel geschehen. Im vergangenen Jahr veröffentlichte der in Basel ansässige Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme ein Konsultationspapier mit dem Titel *Grundprinzipien für wichtige Zahlungsverkehrssysteme*. Die Hauptaufgabe besteht nun darin, diesen Grundsätzen im Lichte der eingegangenen Stellungnahmen ihren Feinschliff zu geben und dafür zu sorgen, daß sie an allen wichtigen Finanzmärkten erfolgreich umgesetzt werden. Da allein in den Industrieländern mittlerweile täglich Transaktionen in Höhe von rund \$ 6 Bio. über solche Systeme verarbeitet werden, ist es natürlich unabdingbar, daß sie reibungslos funktionieren. Die entscheidende Bedeutung der rechtlichen Infrastruktur ist durch die praktischen Konsequenzen der Mängel im Eigentumsrecht in Rußland und einigen anderen Volkswirtschaften im Übergang ins Bewußtsein gerückt. Auch die Krise in Ostasien brachte bestimmte rechtliche Schwachstellen ans Tageslicht, die nur zum Teil behoben sind. In vielen Ländern muß das geltende Recht außerdem rascher und weit weniger willkürlich angewandt werden, als dies gegenwärtig der Fall ist. Bei der Vereinbarung gemeinsamer weltweiter Rechnungslegungsstandards schließlich sind erhebliche Fortschritte erzielt worden. Diese sehr wichtige Arbeit muß weitergeführt, zu Ende gebracht und in die Praxis umgesetzt werden.

Bewältigung und Überwindung von Finanzkrisen

Durch vorbeugende Maßnahmen läßt sich die Häufigkeit von Finanzkrisen vielleicht verringern, ganz ausbleiben werden sie aber nie. Die beste Art, eine akute Krise zu bewältigen, um ihre makroökonomischen und sozialen Kosten zu senken, hängt sehr stark davon ab, wie sie sich in den Marktprozessen manifestiert. Typisch für praktisch alle Krisen im Finanzsektor sind jedoch ein plötzlicher Vertrauensverlust der Märkte und die Notwendigkeit, rasch zu beurteilen, wie hoch der Liquiditätsbedarf im System ist und wie er am besten gedeckt werden kann. Die endgültige Überwindung einer Krise ist dagegen ein

längerfristiges Unterfangen, das oft ein gewisses Maß an Schuldennachlässen erfordert. Die Bewältigung und Überwindung von Finanzkrisen kann sowohl eine inländische als auch eine internationale Komponente haben, und normalerweise sind sowohl private Gläubiger als auch der öffentliche Sektor daran beteiligt. Um „moral hazard“ zu vermeiden, sollte der öffentliche Sektor jedoch nur als letzter Ausweg in Anspruch genommen werden, wenn es eindeutige Anzeichen für Marktversagen oder externe Effekte gibt.

Auch darf nicht automatisch angenommen werden, daß ein solches Marktversagen wahrscheinlich ist. Die immer stärker miteinander verflochtenen privaten Finanzmärkte können Krisen nicht nur weiterverbreiten, sondern sie auch entschärfen. Im Herbst 1998 beispielsweise war es für viele Schuldner schwierig, sich über die Märkte für kurzfristige Titel oder derivative Instrumente Kredit zu beschaffen. Doch die Interbankmärkte expandierten massiv und spielten eine entscheidende Rolle bei der Umverteilung von Kreditmitteln dorthin, wo Bedarf bestand. Die Marktteilnehmer aus dem privaten Sektor – vor allem die großen, deren Verhalten das gesamte System beeinflussen kann – tendieren dazu, solche externen Effekte zu internalisieren (sie könnten sogar dazu angehalten werden, wie im Falle von LTCM), und dies dürfte stabilisierend wirken. Das heißt natürlich nicht, daß niemals ein explizites Eingreifen des öffentlichen Sektors erforderlich sein wird, aber das Urteil hierüber muß dem öffentlichen Sektor selbst vorbehalten bleiben. Dies muß nicht nur für eventuelle Stützungskredite für Banken gelten, sondern auch und erst recht für die Möglichkeit, Märkten zu helfen, die aus irgendeinem unvorhergesehenen Grund plötzlich illiquide geworden sind.

Bei einer jeglichen Beteiligung des öffentlichen Sektors müssen außerdem zwei Merkmale der modernen Finanzmärkte berücksichtigt werden: die Geschwindigkeit, mit der sich Änderungen inzwischen vollziehen können, und ihre internationale Dimension. Hinsichtlich der Geschwindigkeit wird es künftig besonders wichtig sein, daß die verschiedenen Beteiligten über offene Kommunikationswege verfügen und Verfahren für deren Nutzung vereinbart haben. Zumindest untereinander sollten die staatlichen Stellen auch die jeweiligen Verantwortungsbereiche eindeutig festlegen. Dies gilt natürlich auf inländischer Ebene (und für den Euro-Raum), dürfte aber auch international von Bedeutung sein. Die einzelnen Finanzinstitute, die in einem bestimmten Land tätig sind, können sehr wohl ihre Wurzeln im Ausland haben, und die Verantwortung für ihr Verhalten würde dann bei der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes liegen. Außerdem könnte der jeweilige Liquiditätsbedarf durchaus in Fremdwährung anfallen, was dem Problem eine völlig neue Dimension verleihen würde. Selbst wenn die Zentralbank eines Landes bereit wäre, die Liquidität für das System als Ganzes zu erhöhen und daher die Zinsen zu senken, würde dies nicht viel nützen, wenn das Problem in einem Mangel an Devisen bestünde. Eine solche Politik könnte sich sogar leicht als kontraproduktiv erweisen, wenn sich die Inlandswährung in der Folge abwerten würde und die Schuldendienstanforderungen auf Fremdwährungsschulden deutlich stiegen.

In den letzten Jahren ist viel darüber diskutiert worden, wie aufstrebenden Volkswirtschaften, die unter solchen Problemen leiden, internationale Liquidität zur Verfügung gestellt werden könnte. Hinsichtlich der beiden zentralen Aspekte

sind jedoch nicht unbedingt bedeutende konkrete Fortschritte erzielt worden. Der erste Aspekt bezieht sich auf die Frage, wie der private Sektor veranlaßt werden könnte, sowohl durch die Verlängerung fällig werdender als auch durch die Gewährung neuer Kredite die nötige Liquidität zur Verfügung zu stellen, um beispielsweise zur Finanzierung eines anhaltenden Leistungsbilanzdefizits beizutragen. Die Verlängerung fällig werdender Kredite kann durch eine vorübergehende Aussetzung von Zahlungen erreicht werden; dies hat den Vorteil, daß alle Gläubiger gleich behandelt werden, es dürfte jedoch kaum die Vergabe neuer Kredite fördern. Eine andere Möglichkeit besteht in „moral suasion“, wie sie kürzlich im Falle Koreas ausgeübt wurde, doch eine solche Einflußnahme läuft letzten Endes beinahe auf Zwang hinaus. Ein wachsendes Problem ist außerdem die Koordinierung solcher Finanzierungen. Die Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften und die Gläubiger in entwickelten Ländern werden immer heterogener, und es wird immer schwieriger, festzustellen, wer – wenn überhaupt – ermächtigt ist, Zusagen abzugeben und dann für ihre Einhaltung zu sorgen. Die Wahrscheinlichkeit, daß geordnete Umschuldungen möglich sind, ist im übrigen um so größer, je mehr Anleiheemittenten davon überzeugt werden können, bei ihren Emissionen Sammelklageklauseln vorzusehen.

Der zweite Aspekt betrifft die angemessenen Modalitäten für die Beteiligung des öffentlichen Sektors. Es muß ein Gleichgewicht gefunden werden zwischen der Liquiditätsbereitstellung durch den IWF und dem „moral hazard“, der dadurch gefördert wird. Auf der einen Seite wird die Auffassung vertreten, daß der IWF normalerweise für weit niedrigere Beträge in Anspruch genommen werden sollte, als dies in letzter Zeit der Fall war, und mittels einer geringeren Zahl von Fazilitäten. Nach diesem im wesentlichen auf festen Regeln beruhenden Ansatz ist nur ein begrenzter Zugang zu öffentlichen Mitteln mit dem Prinzip der Lastenteilung vereinbar, und die Bedingungen für diesen Zugang sollten allen Beteiligten im voraus bekannt sein. Dabei wird nicht geleugnet, daß es der öffentliche Sektor in bestimmten Situationen – vermutlich solchen von systemischer Bedeutung – als angemessen erachten könnte, weit höhere Kredite zu vergeben. Hier würde allerdings der Standpunkt vertreten, daß das Genehmigungsverfahren in solchen Fällen sowohl größeren formalen Anforderungen genügen als auch härter sein müsse. Auf der anderen Seite wird dieser Auffassung vor allem mit dem Argument widersprochen, daß jede Krise anders sei und Wege zu ihrer Bewältigung sehr schnell gefunden werden müßten, was eher für einen größeren Ermessensspielraum auf seiten des IWF spräche. Ungeachtet dieser gegensätzlichen Standpunkte scheint sich zunehmend ein Konsens herauszubilden, daß die Gewährung öffentlicher Finanzmittel enger an Bemühungen zur Verhütung von Krisen geknüpft sein sollte und daß längerfristigen und wiederholten Kreditaufnahmen beim IWF in irgendeiner Weise entgegengesteuert werden sollte.

Nicht weniger kontrovers diskutiert werden Wege, Krisen durch einen expliziten Schuldennachlaß zu überwinden. Dabei stehen gegenwärtig zwei Problemkreise im Mittelpunkt: die Sanierung der Banken in einer großen Zahl aufstrebender Volkswirtschaften und der Schuldennachlaß für eine noch größere Zahl sehr armer und hochverschuldeter Staaten. In beiden Fällen sollten zwei Grundsätze gelten. Erstens: Wenn die grundlegende Frage darin besteht, wer für

bereits entstandene Verluste zahlen soll, so müßten das diejenigen sein, die zu diesen Verlusten beigetragen haben. Die Steuerzahler sollten nicht die Verluste anderer tragen, es sei denn, der öffentliche Sektor ihres Landes hat gleichzeitig Gläubigerstatus. Im Falle der ärmsten Länder sind natürlich Staaten sowie die internationalen Finanzorganisationen die größten Gläubiger, und ihnen kommt daher eine spezielle Verantwortung bei der Erleichterung der Schuldenlast dieser Länder zu. Und zweitens: Maßnahmen zur Krisenüberwindung müssen mit Anstrengungen zur Vermeidung künftiger Krisen einhergehen. Somit müssen die Banken nicht nur saniert werden, sondern es muß auch dafür gesorgt werden, daß sie effizient und rentabel arbeiten. Was den Schuldennachlaß für Staaten betrifft, so sind Schritte zur Sicherstellung einer seriösen Kontrolle sowie Investitionen in Gesundheit und Bildung der breiten Bevölkerung von entscheidender Bedeutung. Ein Schuldennachlaß dürfte in manchen Fällen eine notwendige Voraussetzung für die Überwindung einer Krise sein, er reicht aber keineswegs aus, um künftigen Wohlstand zu sichern.

Die Erfahrung erscheint inzwischen groß genug, um vielleicht einigen weiteren Gedanken hinsichtlich der Umstrukturierung der Banken nachzugehen. Am wichtigsten ist vielleicht, daß stets zuerst der Weg über den Privatsektor gesucht werden sollte. Selbst technisch zahlungsunfähige Banken verfügen möglicherweise über einen immateriellen Wert, der ein Übernahmeinteresse wecken könnte, und manchmal kann schon eine geringe Kapitalzufuhr viel bewirken. Übernahmen und Fusionen müssen jedoch finanziell sinnvoll sein; Größe allein ist keine Überlebensgarantie. Ausländische Banken sollten in den Prozeß einbezogen werden, denn sie bringen nicht nur Kapital, sondern auch Know-how und Technologie ein. Außerdem scheint zunehmend Einigkeit darüber zu bestehen, daß eindeutige Kriterien für ein Eingreifen des öffentlichen Sektors dazu beitragen können, eine allzu nachsichtige Haltung zu vermeiden, und daß ein solches Eingreifen bestimmten Grundsätzen unterliegen sollte, d.h. es sollte rechtzeitig, umfassend, unpolitisch, transparent und vor allem eindeutig sein.

Ob bei der Förderung der Finanzstabilität oder bei der Bewältigung und Überwindung von Krisen, das Aussprechen von Empfehlungen und das Festlegen von Standards für eine empfehlenswerte Praxis ist der leichteste Teil. Die tatsächliche Umsetzung geeigneter Maßnahmen ist weit schwieriger. Viele Hindernisse stehen im Weg: Trägheit, politische und oligopolistische Interessen, eine oftmals unzulängliche Gesetzgebung und Rechtsprechung sowie unterqualifizierte (und manchmal unterbezahlte) Beschäftigte im öffentlichen Sektor. Diese Einflüsse sind in allen Ländern vorhanden, am sichtbarsten jedoch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Um ihnen entgegenzuwirken, braucht es Anreize für ein richtiges Handeln: Marktdisziplin, Überwachung, technische und finanzielle Hilfe aus dem Ausland sowie vor allem ein erhöhtes Bewußtsein für die Eigeninteressen. Die Vorteile, die ein effizienter und trotzdem sicherer Finanzsektor bietet, sind kaum zu überschätzen. Sie rechtfertigen voll und ganz die erheblichen Bemühungen, die zu ihrer Realisierung nötig sein mögen.