

I. Einleitung: Überraschende Widerstandsfähigkeit gegenüber unerwarteten Ereignissen

Mit aufeinander folgenden Schocks konfrontiert, haben die Weltwirtschaft und das weltweite Finanzsystem im letzten Jahr enorme Widerstandsfähigkeit bewiesen. Hätte es sich bei den anhaltenden Kurskorrekturen an den Aktienmärkten, den Anschlägen vom 11. September, dem Krieg gegen den Terrorismus, dem Konkurs von Enron, dem Zusammenbruch des Currency Board in Argentinien und dem Nahostkonflikt jeweils um isolierte Ereignisse gehandelt, dann hätte jedes für sich vermutlich unerfreuliche wirtschaftliche Nebenwirkungen gehabt. Alle zusammen hätten aber weit schwerwiegendere Konsequenzen haben können, denn Wechselwirkungen führen oft zu einem Gesamtergebnis, das viel größer ist als die Summe seiner Teile. Außerdem fielen diese Ereignisse in die Phase eines weltweiten Konjunkturabschwungs, der sich eine Zeit lang ernsthaft zu beschleunigen drohte.

Verglichen mit dem, was vielleicht zu erwarten gewesen wäre, blieb das System bemerkenswert stabil. Mittlerweile schwächt sich die Weltwirtschaft keineswegs mehr ab, sondern scheint sich wieder im Aufwind zu befinden. Und es sind einmal mehr die USA, die offenbar die Erholung anführen, auch wenn sie viele binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte aufzuweisen scheinen. Auch der Finanzsektor hat flexibel auf die jüngsten Entwicklungen reagiert. Sogar eine so extreme Ausnahmesituation wie den Terroranschlag ausgerechnet auf den New Yorker Finanzbezirk haben die Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme gut verkräftet. Zudem blieben Kredite im Allgemeinen ohne weiteres verfügbar, wenngleich sie für die jetzt bonitätsmäßig niedriger eingestufteten Schuldner teurer wurden. Unter den Erklärungsfaktoren für diesen Erfolg sind sicherlich die flankierenden Maßnahmen der Wirtschaftspolitik, insbesondere der Geldpolitik, zu nennen. Aber es ist durchaus möglich, dass auch die langjährigen Bemühungen um die Förderung der Finanzstabilität endlich erste Früchte tragen. Insbesondere hat sich die Infrastruktur, auf der das weltweite Finanzsystem ruht, dank der Aufmerksamkeit, die ihr vor der Jahrtausendwende gewidmet wurde, mitsamt den dazugehörigen Ausfall- und Absicherungsplänen gewaltig verbessert.

Alle diese Entwicklungen sind äußerst begrüßenswert und dürften sich auch fortsetzen. Trotzdem wäre der Schluss verfrüht, dass nun alles in bester Ordnung sei. Einige der oben geäußerten Befürchtungen könnten sich doch noch bewahrheiten. Außerdem ist keinesfalls auszuschließen, dass etliche Schocks des letzten Jahres erst auf längere Sicht Folgen nach sich ziehen. Eine Auswirkung ist aber bereits jetzt allzu sichtbar, nämlich die tiefe Erschütterung des Vertrauens in Marktinformationen wie in Menschen, einer wesentlichen Voraussetzung für eine gut funktionierende Wirtschaft. Im Falle Enron stellte

sich heraus, dass die ausgewiesenen Gewinn- und Verschuldungszahlen ganz und gar nicht den Tatsachen entsprachen. Das wiederum hat wachsendes Misstrauen geweckt, nicht nur gegenüber einer innovativen Rechnungslegung in anderen Unternehmen, sondern sogar gegenüber einigen Rechnungslegungskonventionen selbst. Dieses Misstrauen hat die Aktienkurse einer Reihe von Unternehmen bereits stark unter Druck gesetzt, es könnte aber die Marktbewertungen insgesamt noch mehr nach unten ziehen. Zudem hat der Fall Enron die fachliche Kompetenz und sogar die ethischen Grundsätze vieler Verantwortlicher an wichtigen Schaltstellen ernsthaft in Zweifel gezogen. Hier hat nicht nur eine einzige, sondern eine ganze Heerschar interner und externer Kontrollfunktionen auf verschiedenen Ebenen versagt. Jedes Mal waren Interessenkonflikte im Spiel, noch mehr aber das nur allzu menschliche Zaudern, die richtigen Fragen zu stellen, solange alles reibungslos lief.

Im Falle Japans wurde insbesondere die Genauigkeit der aktuellen Schätzungen über die notleidenden Kredite im Bankensystem angezweifelt wie auch die Zuverlässigkeit von Marktpreisen, die mancherlei staatlichen Eingriffen unterliegen. Auch in Argentinien wurde das Vertrauen erschüttert – nicht nur wegen der Währungsabwertung und der damit einhergehenden Zahlungsunfähigkeit des Staates, sondern auch wegen der Art und Weise, wie die Situation gehandhabt wurde. Da Gesetze so geändert wurden, dass die Gläubiger offen benachteiligt wurden, kamen grundlegende Fragen über die Rechtsstaatlichkeit auf. Im Lichte all dieser Ereignisse wird es zwangsläufig einige Zeit dauern, bis das Vertrauen hinreichend wiederhergestellt ist.

Doch dabei lassen selbst die dunklen Wolken im Wirtschaftsgeschehen des vergangenen Jahres teilweise einen Silberstreif am Horizont erkennen. Sollte in den letzten Jahren, so paradox dies klingt, tatsächlich ein gewisses Maß an blindem Vertrauen bestanden haben, so hat die Enron-Affäre dem zumindest ein Ende gesetzt. Lehrreich ist auch der Fall Argentinien, denn er zeigt, dass die Kosten, die aus der Unterlassung notwendiger wirtschaftspolitischer Maßnahmen entstehen, im Laufe der Zeit drastisch ansteigen können. Bemerkenswert ist ferner, dass der Konkurs von Enron und die Zahlungsunfähigkeit Argentinien zugelassen wurden, ohne dass der öffentliche Sektor massiv eingriff, wie es in der Vergangenheit häufig der Fall gewesen war. Mittlerweile dürfte unbestritten sein, dass es in solchen Problemsituationen nicht mehr um die Entscheidung zwischen Rettung und Abwicklung geht, sondern vielmehr um die Wahl zwischen einer kontrollierten und einer weniger kontrollierten Abwicklung. Was staatliche Schuldenkrisen angeht, wurden in dieser letzteren Diskussion in den vergangenen zwölf Monaten wohl größere Fortschritte erzielt als in den letzten fünf Jahren.

Ein schlechtes Jahr für die Weltwirtschaft

Der letzte Konjunkturzyklus war in mehrerer Hinsicht ungewöhnlich. Zunächst wurde der Aufschwung in einer Reihe von Industrieländern, insbesondere aber in den USA, durch Entwicklungen unterstützt, die den Glauben an eine „neue Ära“ höheren Produktivitätswachstums und entsprechender Steigerungen der Unternehmensgewinne stärkten. Das Kreditwachstum, die Preise von

Vermögenswerten und die Investitionsausgaben stiegen rasch an, vor allem in den Wirtschaftszweigen, denen man den größten Nutzen aus den jüngsten technologischen Entwicklungen zuschrieb. Der schließlich einsetzende Abschwung war insofern ebenfalls ungewöhnlich, als er nicht in erster Linie auf eine klassische Straffung der Geldpolitik angesichts zunehmender inflationärer Tendenzen zurückzuführen war. Vielmehr folgte er auf einen Einbruch der Unternehmensgewinne in den USA, in dem sich der eingeschränkte Preissetzungsspielraum und der Anstieg der Löhne und Gehälter widerspiegeln. Somit kamen die realen Produktivitätsgewinne schließlich den privaten Haushalten zugute. Unter diesen Umständen und unter der zusätzlichen Last der steigenden Energiepreise bauten die Unternehmen in den Industrieländern im Jahr 2001 ihre Lagerbestände deutlich ab und kürzten ihre Investitionsausgaben massiv.

Der Abschwung wurde jedoch durch die außerordentliche Robustheit der Konsumausgaben abgemildert. Dies war deshalb bemerkenswert, weil die Verbraucher den Risiken einer Abschwächung im Unternehmenssektor inzwischen weltweit stärker ausgesetzt waren. Die privaten Haushalte halten heutzutage weit größere Bestände an Finanzvermögenswerten, nicht zuletzt durch ihre Beteiligung an Rentenversicherungssystemen mit Beitragsprimat, die seit Frühjahr 2000 in nicht geringem Maße an Wert verloren haben. In vielen Ländern geht zudem die Tendenz stärker zu Beschäftigungsverträgen, die es erleichtern, bei einem Konjunkturabschwung Arbeitnehmer freizusetzen und die Löhne und Gehälter zu senken. Diese kontraktiven Einflüsse wurden anscheinend durch anhaltend steigende Preise für Wohneigentum in vielen Ländern ausgeglichen; außerdem liegen die Preise vieler Finanzvermögenswerte weiterhin deutlich höher als vor fünf oder zehn Jahren.

Dass der Abschwung und die sich abzeichnende Erholung in der Weltwirtschaft im Gleichlauf erfolgten, wurde bisweilen als Beleg für eine stärkere Globalisierung interpretiert. In einem von den Unternehmensgewinnen geprägten Konjunkturzyklus wäre tatsächlich – insbesondere angesichts des Umfangs der transatlantischen Fusionen und Übernahmen im letzten Jahrzehnt – ein stärkerer Gleichlauf zwischen Europa und Nordamerika zu erwarten. Wie schon erwähnt, stand die jüngste Entwicklung in den Industrieländern überdies unter dem Vorzeichen gemeinsamer Schocks. Bevor nun aber der Schluss gezogen wird, dass sich die Welt grundsätzlich gewandelt habe, sei daran erinnert, dass synchrone Konjunkturzyklen in den siebziger und achtziger Jahren sehr verbreitet waren. Außerdem könnte die langwierige Rezession in Japan zeitweise eine synchrone Abwärtsbewegung vermuten lassen, auch wenn andere Volkswirtschaften aus völlig anderen Gründen in einen Abschwung geraten wären.

Der Wirtschaftsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften lagen im Wesentlichen dieselben kontraktiven Kräfte wie in den Industrieländern zugrunde, wenngleich in jeweils recht unterschiedlichem Ausmaß. In Ostasien war der negative Effekt besonders deutlich, da viele Länder dort stark von Exporten von Erzeugnissen aus dem IT-Bereich abhängig sind. Die Volkswirtschaften Lateinamerikas – mit Mexiko als erwähnenswerter Ausnahme – sind stärker geschlossen und bekamen die außenwirtschaftlichen Einflüsse weniger

zu spüren. Viele Länder Mitteleuropas schienen beinahe immun gegen den Abschwung zu sein, und in Russland war das Wachstum, begünstigt durch Strukturreformen und anhaltend hohe Einnahmen aus dem Ölgeschäft, sogar höher als erwartet.

Gleichzeitig wurde die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften durch viele – teils positive, teils negative – spezifische Einflussfaktoren geprägt. Zu den positiven gehören sicherlich der anhaltende Boom in China und das zwar abgeschwächte, aber weiterhin beträchtliche Wachstum in Indien. Sogar in Indonesien gab es im letzten Jahr erste Anzeichen dafür, dass die Wirtschaft wieder anziehen könnte. Diese begrüßenswerten Entwicklungen brachten einer großen Anzahl von Menschen, von denen viele immer noch in bitterer Armut leben, spürbaren Nutzen. Am anderen Ende des Spektrums standen die äußerst kostspieligen Wirtschaftskrisen in der Türkei und in Argentinien, die neben grundlegenden Ähnlichkeiten aber auch einige Unterschiede aufwiesen.

Das seit langem bestehende fundamentale Problem in Argentinien wie in der Türkei war die öffentliche Haushaltslage. In beiden Ländern wurde zudem die Vertrauenskrise letzten Endes durch das Zusammenwirken eines übermäßig starren Wechselkursregimes und eines gegenüber Wechselkursänderungen anfälligen Bankensystems ausgelöst. Daraufhin kam es zu einer Flucht sowohl inländischen als auch ausländischen Kapitals. Im Falle der Türkei wurde mit dem IWF bald ein akzeptabler und im Wesentlichen traditioneller Lösungsansatz vereinbart. Der Fall Argentinien erwies sich jedoch als weitaus schwieriger, und zwar aufgrund der hohen Dollarisierung, des Ausmaßes der Zahlungsunfähigkeit und der Konflikte zwischen den verschiedenen Organen und Instanzen des argentinischen Staatswesens. Das unberechenbare und kontraproduktive Eingreifen der Regierung in das Geschäft des – überwiegend in ausländischer Hand befindlichen – Bankensystems zwang dann sowohl das Zahlungsverkehrssystem als auch die Volkswirtschaft geradezu in die Knie.

Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegenüber Schocks

Vor dem Hintergrund dieser dramatischen Ereignisse überrascht es kaum, dass sich die Weltwirtschaft 2001 abschwächte. Gegen Ende des ersten Halbjahrs 2002 sieht es jedoch danach aus, dass dieser Abschwung relativ mild ausgefallen ist und bereits eine breit abgestützte weltweite Erholung im Gang sein dürfte, die am deutlichsten in Nordamerika sichtbar ist, aber in Ostasien und Europa ebenfalls an Kontur gewinnt. Damit einhergehend wurden auch die im Rahmen von Expertenbefragungen erhobenen Prognosewerte nach oben revidiert. Sowohl im Abschwung als auch im Aufschwung spielten Lagerbestandsveränderungen, insbesondere im IT-Sektor, eine entscheidende Rolle, doch gibt es erste Anzeichen dafür, dass sich neben der Produktivität und den Unternehmensgewinnen auch die Endnachfrage beleben dürfte. Erwähnenswert ist ferner, dass die Schocks in der Türkei und in Argentinien nur sehr begrenzte Ansteckungseffekte auf andere aufstrebende Volkswirtschaften hatten. Im Folgenden wird auf einige Gründe dafür sowie auf weitere positive Entwicklungen im Berichtszeitraum eingegangen.

Ein Grund für den günstigen wirtschaftlichen Fortgang war die Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems. Vor allem erwies sich die Infrastruktur des Systems als robust. Die Ereignisse des 11. September beeinträchtigten die Aktien-, Festzins- und Repomärkte in den USA rund eine Woche lang, aber das weltweite System funktionierte einwandfrei, selbst unmittelbar nach den massiven Störungen an einem führenden Finanzplatz der Welt. Auch nach dem Zusammenbruch von Enron, einem der weltgrößten Energiehandelsunternehmen, lief der Handel am Energiemarkt reibungslos weiter. Und trotz all dieser Ausnahmeereignisse erwiesen sich eine ganze Reihe neuer Finanzkonstrukte, darunter Zweckgesellschaften und Mechanismen zur Übertragung von Kreditrisiken, in rechtlicher Hinsicht als stabil.

Zudem war die Reaktion an den einzelnen Finanzmärkten von einer nüchternen Beurteilung der sich wandelnden Umstände geprägt. Es kam nicht zu einer panikartigen Flucht in die Liquidität wie nach dem LTCM-Debakel und der Russland-Krise 1998. An den großen Aktienmärkten in Nordamerika und Europa setzte sich der bereits seit langem anhaltende Kursverfall bis zum Herbst 2001 fort, aber bald nach dem Einbruch infolge des 11. September zogen die Kurse wieder an, als sich die Wirtschaftsaussichten aufhellten. Die Kursrallye hielt schließlich bis ins Jahr 2002 an, bevor sie – auf im langfristigen Vergleich sehr hohen Bewertungsniveaus – nach den Enthüllungen um Enron und zunehmend pessimistisch stimmenden Meldungen über die Entwicklung der Unternehmensgewinne ins Stocken geriet. Die meisten anderen Aktienmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks wiesen ähnliche Schwankungen auf. Die Kurse fielen, stiegen und fielen dann wieder, im Einklang mit dem an- und abschwellenden Optimismus hinsichtlich der US-Wirtschaft, während davon abweichende Aussichten für Europa weitgehend ignoriert wurden. Unter dem Strich führte dies jedoch dazu, dass die nominalen Kosten für die Mittelaufnahme an den Märkten für Unternehmensanleihen im vergangenen September auf historische Tiefstände sanken und sich seither bemerkenswert wenig verändert haben.

An einigen anderen Märkten kam es zu deutlicheren Anspannungen. Am stärksten war der US-Commercial-Paper-Markt betroffen. Schuldner der niedrigen Bonitätsklassen hatten praktisch keinen Zugang mehr zum Markt; andere wiederum mussten höhere Zinssätze zahlen. Der Umlauf an Commercial Paper von Wirtschaftsunternehmen ist im letzten Jahr stärker geschrumpft als je zuvor. Viele Unternehmen konnten jedoch auf bereits ausgehandelte Fazilitäten bei ihren Banken zurückgreifen, wenngleich dies den Banken aufgrund der während des Abschwungs bereits erlittenen Kreditausfälle immer größere Sorgen bereitete. Mit einem Absatz in Rekordhöhe entwickelte sich der Markt für Unternehmensanleihen dagegen zu einer noch ergiebigeren Finanzierungsquelle. Die langlaufenden Anleihen sind zwar teurer als kurzfristige Papiere, dürften aber die Liquiditätssorgen der Unternehmen für eine Weile lindern helfen.

Zwei weitere Merkmale der jüngsten Geschehnisse unterstreichen die Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems ebenfalls. Erstens hatten die Verbraucher in vielen Industrieländern erheblich leichteren Zugang zu Konsum- und Hypothekenkrediten. Dabei nutzten sie diese Kredite zur Tilgung

kostspieligerer Schulden und zur Steigerung der Konsumausgaben. Eine ähnliche, wenn auch längst nicht so weit fortgeschrittene Entwicklung zeigte sich in einer Anzahl großer aufstrebender Volkswirtschaften, darunter China, Indien, Korea und Mexiko. In Ländern mit zunächst niedrigen inländischen Sparquoten war aufgrund dieser Entwicklungen zumindest teilweise zusätzliches Kapital aus dem Ausland nötig. Insbesondere in den USA veräußerten staatlich unterstützte Hypothekeninstitute Anleihen mit großem Erfolg direkt an ausländische Anleger.

Auch der zweite bemerkenswerte Aspekt der jüngsten Ereignisse im Finanzsektor bezog sich auf die internationalen Kapitalströme. In einem globalen Umfeld, das bei den Anlegern wohl zu verstärkter Risikoscheu geführt haben dürfte, hätte es für Länder mit Leistungsbilanzdefiziten plötzlich schwieriger werden können, an Auslandsfinanzierungen heranzukommen. Dies war jedoch nicht der Fall. Betrachtet man die Industrieländer, so konnte z.B. der Auslandsfinanzierungsbedarf der USA weiterhin problemlos gedeckt werden. Dies galt insgesamt auch für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Zwar führten die Banken ihre Auslandskreditvergabe weiter zurück, aber international tätige Banken setzten im Kreditgeschäft mit aufstrebenden Volkswirtschaften schon seit langem immer stärker auf Präsenz und Refinanzierungsquellen vor Ort. Zu den internationalen Anleihemärkten hatten die meisten Schuldner dagegen weiterhin problemlos Zugang. Bei als solide eingeschätzten Ländern wie Korea und Mexiko verringerten sich die Renditeaufschläge für Staatsschulden im Berichtszeitraum sogar; für Länder wie die Türkei, Argentinien und Venezuela jedoch galt das – bisweilen extreme – Gegenteil. Direktinvestitionen flossen außerdem weiterhin in eine Anzahl besonders in der Gunst der Investoren stehender Länder, darunter vor allem Brasilien, China und Mexiko. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen zudem auch die Aktienkurse. Das Gesamtbild war somit – glücklicherweise – weit entfernt von der undifferenzierten Ansteckung, die manche als Folge der Krisen in der Türkei und in Argentinien befürchtet hatten.

Gründe für die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft

Warum zeigten sich die Weltwirtschaft und das weltweite Finanzsystem so widerstandsfähig? Wirtschaftspolitische Initiativen dürften diese Frage zumindest zum Teil beantworten. Eine expansive makroökonomische Politik trug sicherlich zur Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bei. Vielleicht auf etwas spekulativerer Grundlage beruht die Auffassung, dass die in den letzten Jahren ergriffenen Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität allmählich ihre Wirksamkeit unter Beweis stellen. Und viele Länder haben, wenngleich noch immer nicht so stark beachtet, in jüngerer Zeit Schritte unternommen, um die Arbeits- und Gütermärkte zu deregulieren und die Produktivität zu steigern. Die Vorteile einer solchen Politik wurden schon immer u.a. in einem stabileren und im Durchschnitt höheren Wirtschaftswachstum gesehen.

Die sichtbarste Initiative war die kräftige Lockerung der Geldpolitik in fast allen Ländern. Zwar bereiteten die Zweitrundeneffekte vorangegangener

Ölpreissteigerungen teilweise noch Sorgen, doch wurden die eigentlichen inflationären Tendenzen allgemein als gedämpft eingeschätzt. Dies verlieh den Währungsbehörden beträchtlichen Spielraum, der von vielen auch energisch genutzt wurde.

Am meisten galt dies für die USA, wo die Notenbankzinsen im vergangenen Jahr wiederholt stark gesenkt wurden und seither auf einem im langfristigen Vergleich sehr tiefen Niveau gehalten werden. Ein wichtiger Einflussfaktor dürfte dabei der Eindruck gewesen sein, dass eine Reihe der traditionellen Wirkungskanäle der Geldpolitik nicht wie erwartet funktionierten. Als die kurzfristigen Sätze sanken, gingen auch die langfristigen Sätze leicht zurück, stiegen dann aber wieder an, und der effektive Wechselkurs des Dollars erhöhte sich ebenfalls. Die Aktienkurse fielen weiter, allerdings wohl langsamer, als es ohne die geldpolitische Lockerung der Fall gewesen wäre. Obwohl die Federal Reserve erkannte, dass diese Entwicklungen zum Teil auf die optimistische Zukunftseinschätzung der Marktteilnehmer zurückzuführen waren, sah sie offenbar dennoch gute Gründe für ein energisches Vorgehen. Ein zweiter Einflussfaktor dürften die Lehren aus der Erfahrung Japans gewesen sein. Bei fallenden Preisen und praktisch an der Nullzinsgrenze liegenden Nominalzinssätzen sind ein schrittweiser Anstieg der Realzinssätze und eine reale Erhöhung der Schuldenlast allzu nahe gerückt. Darüber hinaus ist es in Japan trotz einer Vielzahl anderer, weniger gebräuchlicher geldpolitischer Maßnahmen, darunter mehrmaliger Ausweitungen der Geschäftsbankenlagen bei der Zentralbank, bisher nicht gelungen, eine Wende herbeizuführen.

Auch die EZB ermäßigte in Anbetracht der Wirtschaftslage den Notenbankzins. Absolut gesehen war die Senkung jedoch von begrenztem Umfang, da die an den Verbraucherpreisen gemessene Inflationsrate hartnäckig über dem Zielbereich blieb. Außerdem schwächte sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum über den größten Teil des Jahres 2001 eher weniger ab als in den USA. Ein ähnliches Bild zeigte sich in den meisten Industrieländern mit explizitem Inflationsziel sowie in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften. Die zunehmende Anwendung flexibler (wenngleich in einigen Fällen stark kontrollierter) Wechselkursregime in den aufstrebenden Volkswirtschaften bot einen neuen potenziellen Transmissionskanal für die geldpolitische Lockerung. In welchem Maße diese neue Freiheit genutzt werden konnte, hing natürlich sehr stark von der Glaubwürdigkeit der Geld- und Währungspolitik in den betreffenden Ländern ab. Pauschal betrachtet und weitgehend im Einklang mit früheren Erfahrungen waren die Zentralbanken in Asien in ihrem Spielraum weniger eingeschränkt als in Lateinamerika.

Eine expansive Fiskalpolitik trug ebenfalls zur Stützung der Weltwirtschaft bei. Insgesamt hatten Länder mit einer erfahrungsgemäß solideren Haushaltsführung mehr Handlungsspielraum, während jene, die in der Vergangenheit hohe Schulden angehäuft hatten, sich mit weniger zufrieden geben mussten. Das Spektrum reichte von beträchtlichen Erhöhungen des strukturellen Defizits in den USA bis hin zu aktiven Einschränkungen im Falle Japans. Die Länder des Euro-Raums sahen sich in der Lage, innerhalb der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes Steuersenkungen vorzunehmen, ohne ihre

langfristige Verpflichtung auf einen insgesamt neutralen fiskalpolitischen Kurs zu gefährden. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften war die Lage recht unterschiedlich. Während in Asien viele Regierungen die Fiskalpolitik erheblich lockerten, war dies in etlichen lateinamerikanischen Ländern nur bedingt möglich, da der Wechselkurs unter Druck stand oder die Gesetzgebung – nach Jahren mangelnder Haushaltsdisziplin – auf die Einhaltung fiskalpolitischer Verantwortung abzielte. Mexiko beispielsweise litt sehr unter dem Konjunkturunbruch in den USA, musste aber seine rückläufigen Steuereinnahmen infolge niedrigerer Ölpreise im Jahr 2001 durch Ausgabenkürzungen auffangen.

Warum passten sich die Finanzmärkte den Verhältnissen im Berichtszeitraum so ohne weiteres an? Die niedrigeren Notenbankzinsen spielten dabei sicherlich eine Rolle. Hinzu kommt aber, dass die Finanzmärkte in vielen Ländern nach der langjährigen Deregulierung jetzt erheblich vielseitiger und flexibler sind. Die Unternehmen – vor allem in Nordamerika und Europa – konnten alternative Finanzierungsmöglichkeiten in Anspruch nehmen, als im Laufe des letzten Jahres ihre herkömmlichen Quellen versiegt. In vielen Ländern sahen sich die privaten Haushalte außerdem in der Lage, Konsumausgaben in ihrer langfristigen Konsumplanung vorzuziehen, indem sie sich auf neuen Märkten Mittel beschafften. Zum Teil war dies ein willkommenes Nebenprodukt der steigenden Preise für Wohneigentum und der größeren Verfügbarkeit von Sicherheiten. Darüber hinaus jedoch können die Finanzinstitute ihre Risikoengagements aus diesen neuen Krediten heute mit Hilfe von Risikotransferinstrumenten besser weitergeben. Dank der Derivatmärkte, insbesondere der rasch wachsenden Märkte für die Übertragung von Kreditrisiken, mussten ferner viele Wirtschaftsakteure die Folgen der verschiedenen Schocks, denen sie in jüngerer Zeit ausgesetzt gewesen waren, nicht allein tragen, sondern konnten sie mit vielen anderen teilen.

Insgesamt betrachtet, wird der Finanzierungsbedarf in der letzten Zeit stärker über den Markt gedeckt als über Finanzintermediäre wie Banken. Damit ist die Wahrscheinlichkeit von Kollateralschäden durch die Weitergabe von Schocks über das Zahlungsverkehrssystem gesunken, wenn auch natürlich nicht verschwunden. Nach den Terroranschlägen des 11. September hätten die Märkte durchaus zusammenbrechen können, wenn nicht die Federal Reserve und in geringerem Maße auch andere Zentralbanken mit reichlichen Liquiditätsspritzen eingegriffen hätten, um sicherzustellen, dass Zahlungsverpflichtungen erfüllt werden konnten.

Eng damit zusammenhängend stellt sich die Frage, warum die Krisen in der Türkei und in Argentinien kaum Ansteckungseffekte auf die Märkte hatten. Der Hauptgrund ist sicherlich die mittlerweile größere Verbreitung flexibler Wechselkursregime. Außerdem bahnten sich beide Krisen über einen recht langen Zeitraum an, sodass die auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Anleger ihre Mittel relativ kontrolliert umschichten konnten. Auch scheint es in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach den vorangegangenen Krisen viel weniger Anlagen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil gegeben zu haben. Das dürfte damit zusammenhängen, dass große Macro-Hedge-Fonds in den letzten Jahren eine geringere Rolle gespielt haben. Von erheblicher Bedeutung war aber anscheinend auch, dass die Anleger zunehmend zwischen

guten und schlechten Krediten zu differenzieren wissen und ihre Mittel entsprechend platzieren.

Darin spiegelt sich eine weitere grundlegende Veränderung wider, die das Verhalten der Finanzinstitute in den letzten Jahren beeinflusst und auf diese Weise das Funktionieren der Märkte verbessert hat. Die Finanzinstitute scheinen allgemein viel risikobewusster geworden zu sein, insbesondere was die Gefahren einer Beleihung gewerblicher Immobilien betrifft. Sie haben neue und verfeinerte Risikomessverfahren entwickelt und erhebliche Fortschritte bei der Implementierung wirksamer Risikomanagementsysteme erzielt. In Ländern, wo die Risiken schon seit einiger Zeit differenzierter bewertet wurden, waren die Bilanzen der Finanzinstitute wesentlich besser für den Konjunkturabschwung gerüstet.

Dieser Wandel in der Risikokultur ist zum Teil dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht sowie den Bemühungen der entsprechenden Gremien im Versicherungs- und im Wertpapierbereich zu verdanken. Zwar werden die *Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht* weiterhin revidiert und überarbeitet, und die Arbeit an der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* ist noch nicht abgeschlossen, aber die Zusammenarbeit bei der Entwicklung dieser Standards hat sich bereits als immens nützlich erwiesen. Gleichmaßen wertvoll war die aktive Beteiligung des IWF und der Weltbankgruppe an der Beurteilung der Einhaltung dieser Standards in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie ihre Unterstützung der betreffenden Staaten bei notwendigen Verbesserungen. Überdies wurden ergänzende Schritte unternommen, um sowohl das Funktionieren der Märkte als auch die Marktinfrastruktur zu stärken. Dennoch bleibt viel zu tun, um die verbleibenden Anfälligkeiten im Finanzsektor zu beheben. Hierauf wird in den Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts noch einzugehen sein.

Im letzten Jahr wurden zudem weitere Möglichkeiten ausgelotet, um sowohl auf nationaler als auch auf globaler Ebene die Zusammenarbeit zwischen offiziellen Vertretern mit dem besonderen Anliegen der Finanzstabilität zu verbessern. Die G10-Zentralbankpräsidenten und die Leiter der übrigen Bankenaufsichtsinstanzen tauschen sich jetzt regelmäßiger aus als früher. Damit soll nicht zuletzt auf beiden Seiten das Verständnis für die Vorteile gefördert werden, die sich ergeben, wenn nicht nur die Solidität der einzelnen Institute im Auge behalten wird, sondern auch die Frage, inwieweit das System als Ganzes allgemeinen Schocks ausgesetzt sein könnte. Diese Diskussionen ergänzen außerdem auf sinnvolle Weise jene im Forum für Finanzstabilität (FSF), das ein noch breiteres internationales Netz für die Behandlung solcher Fragen geknüpft hat. Im vergangenen Jahr begann das FSF auch regionale Sitzungen zu organisieren. Diese dienen u.a. dem Gedankenaustausch über bestehende Schwachstellen sowie über die Art und Weise, wie die Einführung internationaler Finanzstandards zu deren Abbau beitragen könnte. Das FSF lässt sich in seiner Arbeit von dem zentralen Gedanken leiten, dass effiziente und stabile inländische Finanzsysteme den einzelnen Ländern enorme Vorteile bringen würden. Dieses Eigeninteresse der Länder – und nicht etwa das Bedürfnis, zu irgendwelchen vagen internationalen Bemühungen beizutragen – wird als wichtigste Motivation für inländische Finanzreformen

gesehen. Das FSF arbeitet aber auch daran, das Verständnis der Marktteilnehmer für die Bedeutung dieser Standards zu fördern, damit im Laufe der Zeit diejenigen, die sie einhalten, an den Kapitalmärkten zunehmend belohnt werden, die anderen aber größere Nachteile in Kauf nehmen müssen.

Schließlich – so paradox es angesichts der Ereignisse in Argentinien scheinen mag – waren im letzten Jahr auch bei der Festlegung kontrollierterer Verfahren für die Überwindung staatlicher Liquiditätskrisen einige Fortschritte zu verzeichnen. Das chaotische Geschehen in Argentinien dürfte hierzu sogar beigetragen haben. Nach langjähriger Uneinigkeit zwischen manchen wichtigen Industrieländern lassen die jüngsten G7- und G10-Kommuniqués erkennen, dass inzwischen ein erheblicher Konsens über die einzuschlagende Richtung besteht. Zwar können die vollständige Einigung und die entsprechende Umsetzung durchaus noch Jahre dauern, und der Teufel steckt – wie stets – im Detail, aber es scheint jetzt doch mehr Anlass zu Optimismus vorhanden zu sein, dass tatsächlich konkrete Ergebnisse erzielt werden können, als dies lange der Fall war.