

VIII. Schlussbemerkungen: Mit Gegenwinden rechnen

Lässt man die Berichtsperiode Revue passieren, so besteht Grund zu erheblicher Zufriedenheit. Angesichts der Schocks und Belastungen, denen die Weltwirtschaft ausgesetzt war, hätte sie sich um einiges ungünstiger entwickeln können. Als zentral erwiesen sich ein energisch umgesetztes wirtschaftspolitisches Maßnahmenpaket zur Ankurbelung des Wachstums und ein durch Strukturreformen gestärkter Finanzsektor. Für die Zukunft dürfen jedoch zwei Punkte nicht außer Acht gelassen werden. Zum einen hat uns die tatsächliche Entwicklung des Wirtschaftswachstums, der Unternehmensgewinne und der Beschäftigung – wenngleich auch unter dem Einfluss unvorhergesehener Ereignisse – auf einen niedrigeren Wachstumspfad geführt, als von vielen erwartet worden war. Entsprechend werden die Ersparnispläne in manchen Ländern letztlich nach oben korrigiert werden müssen. Zum anderen lässt sich nicht garantieren, dass selbst die jetzigen gemäßigeren Erwartungen sich erfüllen werden. Noch immer bestehen beträchtliche Risiken und Unsicherheiten, die unser Wissen hinsichtlich der Wirtschaftsabläufe wie auch hinsichtlich solider wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf eine harte Probe stellen werden.

Mitte letzten Jahres nahmen viele Beobachter noch an, dass sich die Weltwirtschaft rasch erholen werde. Heute sind die Erwartungen verhaltener; zumeist wird mit einer ungewöhnlich moderaten Erholung nach einem – in einigen Ländern – ungewöhnlich flachen Abschwung gerechnet. Jedoch wird davon ausgegangen, dass diese Erholung nach einem üblichen Muster abläuft: Der ausgeprägte Lagerabbau, der in vielen Ländern eingesetzt hat, wird zum Stillstand kommen oder sich teilweise sogar umkehren. Daraufhin wird das Wirtschaftswachstum anspringen, wodurch die Einkommen und das Vertrauen der Verbraucher gestärkt werden, und die Ausgaben der privaten Haushalte nehmen zu. Sobald in der Folge auch die Unternehmensgewinne steigen, werden die Investitionen ausgeweitet und stützen eine nachhaltige Erholung und Expansion. Konjunkturrehemmenden Einflüssen durch Schwierigkeiten im Finanzsektor wird keine große Bedeutung beigemessen.

An dieser Stelle muss eingehakt werden, denn die letzten Jahre waren – selbst wenn man von den eingetretenen Schocks einmal absieht – alles andere als normal. Der Aufschwung Ende der neunziger Jahre, gekennzeichnet durch einen Boom in der Kreditgewährung, bei den Vermögenswerten und bei den Anlageinvestitionen, insbesondere in den englischsprachigen Ländern, war es jedenfalls ganz sicher nicht. Die Wende im Konjunkturzyklus wurde nicht durch eine emporschießende Inflation und entsprechende Gegenmaßnahmen der Geldpolitik ausgelöst, sondern durch einen Einbruch der Unternehmensgewinne und der Investitionen. Auch das war alles andere als

normal. Und der Abschwung war es in zweierlei wichtiger Hinsicht ebenso wenig. Trotz der Konjunkturabschwächung blieb das Konsumwachstum in vielen Ländern, vor allem aber in den USA, bemerkenswert hoch und der Produktivitätszuwachs glücklicherweise auch. Diese Besonderheiten werfen die Frage auf, wie und in welchem Ausmaß die Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit wohl die Zukunft prägen werden – positiv oder negativ.

Solche Fragen sind nicht leicht zu beantworten. Eine fundierte Prognose setzt zunächst die Kenntnis der Art und Weise voraus, wie sich das Auf und Ab der Realwirtschaft auf die Solidität des Finanzsystems auswirkt. Nehmen wir beispielsweise an, dass sich das weltweite Wirtschaftswachstum sprunghaft belebt. Wie würden die Inflationserwartungen und die Anleiherenditen reagieren? Wie würde sich umgekehrt eine nur mäßige Wirtschaftserholung auf bereits niedrige Unternehmensgewinne und ohnehin hohe Aktienkurse auswirken? Welchen Effekt hätten diese beiden Szenarien jeweils auf die Solidität der Finanzinstitute? Und, um diesen Gedanken noch weiterzuspinnen, welche Folgen könnten Veränderungen dieser Finanzvariablen wiederum für die Realwirtschaft haben, wenn man bedenkt, dass der Schuldenstand ebenfalls schon ungewöhnlich hoch ist? Die Wahrheit ist, dass unsere Kenntnis der einzelnen Wirkungsmechanismen begrenzt ist, und die Tatsache, dass es zu unerwarteten Wechselwirkungen zwischen diesen verschiedenen Kräften kommen kann, vergrößert die Unsicherheit zusätzlich. Es könnte sich durchaus eine Eigendynamik entwickeln, die alles zum Guten wendet, es könnte aber auch alles ziemlich schief gehen. Der beste Rat an die Verantwortlichen ist wohl, das Beste zu hoffen und sich auf das Schlimmste gefasst zu machen. Hierauf wird noch eingegangen werden.

Die künftige Entwicklung wird von wirtschaftspolitischen Entscheidungen und auch von unvorhergesehenen Ereignissen beeinflusst werden, wobei in Bezug auf letztere einige Befürchtungen klar im Vordergrund stehen. Weitere Terrorattentate könnten das Vertrauen schädigen und den Konsum und die Investitionen hemmen. Außerdem würden sie den bereits geschwächten Versicherungssektor noch mehr belasten. Eine Eskalation des Konflikts im Nahen Osten und eine damit einhergehende Beeinträchtigung der Erdölversorgung würden die Preise in die Höhe treiben und die Kaufkraft in den meisten Ländern weiter dämpfen. Die derzeitigen Anspannungen im Weltmarkt könnten sich verschlimmern; dies wäre überall zu spüren, besonders aber dort, wo Armut herrscht. Andere unvorhergesehene Ereignisse hingegen könnten sich auch sehr positiv auswirken. Die heutigen technologischen Möglichkeiten sind bei weitem noch nicht vollständig ausgeschöpft, nicht einmal in den fortgeschrittensten Ländern. Die Ausdehnung der Produktivitätssteigerungen in den USA auf andere Länder würde überall für Auftrieb sorgen. Und die Suche nach neuen technologischen Durchbrüchen und damit verbundenen Anwendungen wird sich letzten Endes sehr bezahlt machen.

Zwar scheint unter dem Strich immer noch eher Pessimismus angezeigt, doch darf gleichzeitig nicht vergessen werden, dass die öffentlichen Entscheidungsträger keinesfalls ohnmächtig sind, wenn es darum geht, nachteilige Entwicklungen abwenden zu helfen bzw. deren etwaige Auswirkungen auf die Wirtschaft abzufedern. Handelskriege sind nicht unvermeidbar. Der

Versuchung, Erdöl als politisches Druckmittel einzusetzen, muss nicht nachgegeben werden. Der Inflationstrend ist weitgehend gemäßigt, und in den letzten Jahren sind viele Schritte zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte unternommen worden; der wirtschaftspolitische Spielraum hat sich also erweitert. Die jüngsten Ereignisse veranschaulichen überdies die größere Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems. Zusammenfassend besteht somit zwar Anlass, besorgt in die Zukunft zu schauen, aber es gibt doch gewisse Lichtblicke.

Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaftsaussichten

Ein auffallendes und willkommenes Merkmal des letzten Jahrzehnts war die gedämpfte weltweite Inflation. Besonders bemerkenswert war diese Tatsache in Ländern, wo eine erhebliche Abwertung der Währung entgegen manchen Erwartungen nicht auf die Inlandspreise durchschlug. In nicht geringem Maße war sie der verbesserten Glaubwürdigkeit der Zentralbanken sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu verdanken. Die Zentralbanken setzen sich heute mit größerem Engagement dafür ein, die Inflation zu senken und niedrig zu halten. Die u.a. in Tarifverträge eingehenden Inflationserwartungen scheinen zukunftsorientierter und besser verankert zu sein, sodass sie nicht mehr unbedingt auf einmalige Preisanstiege reagieren dürften.

Die Zentralbanken können hierauf mit Recht stolz sein. Aber die günstigere Inflationsentwicklung beruht auch auf einem anderen langfristigen Einflussfaktor, nämlich dem – angebotsseitig bedingt – trendmäßig höheren Wachstumspotenzial der Weltwirtschaft. Hierzu hat die wirtschaftliche Liberalisierung in einer großen Anzahl von Ländern, nicht zuletzt in Korea und China, beigetragen. Im Tandem mit einer exportorientierten Wachstumsstrategie haben solche Entwicklungen den Preissetzungsspielraum der Unternehmen überall eingeschränkt. Auch der technologische Fortschritt, insbesondere in den USA, und seine rasche Verbreitung haben das Produktivitätswachstum erheblich beeinflusst. Die Liberalisierung im Finanzsektor hat die Anpassungen auf der Angebotsseite zusätzlich vorangetrieben, wenngleich nicht immer in wünschenswerter Weise. Ertragversprechende neue Ideen ließen sich rasch finanzieren, viele andere aber auch. Heute lässt sich kaum noch bezweifeln, dass sich ein großer Teil der allenthalben getätigten IT-Investitionen niemals als rentabel erweisen wird, und diese Überkapazitäten sind zumeist erst teilweise abgeschrieben. Alle genannten Einflusskräfte sind weiterhin am Werk, und manche davon gewinnen sogar noch an Bedeutung. Zusammen mit der anhaltend schwachen Nachfrage in Japan sowie in Teilen Kontinentaleuropas hat dies zur Folge, dass die weltweiten Preistrends für international gehandelte Güter und Dienstleistungen deflationär bleiben dürften, auch wenn ein Anstieg der inländischen Löhne und Gehälter sowie der Ölpreise auf kurze Sicht für einen gewissen Inflationsdruck sorgen könnte.

Vor diesem Hintergrund waren die englischsprachigen Länder fast das ganze letzte Jahrzehnt über weltweit sozusagen die Importeure der letzten Instanz. In den USA wurden die Zinssätze auch dann noch vergleichsweise

niedrig gehalten, als der Konjunkturaufschwung Rekordlänge erreichte. Sowohl die Investitionen der Unternehmen als auch die Ausgaben der privaten Haushalte stiegen rasant an, und beide Sektoren verschuldeten sich erheblich. Das jüngste Beispiel dafür ist die starke Zunahme der Hypothekenschuldung und besonders der Hypothekenrefinanzierung in vielen Ländern, teilweise als Reaktion auf die Zinssenkungen seit Januar 2001. Die so aufgenommenen Mittel wurden offenbar größtenteils dafür verwendet, den Konsum während des Abschwungs auf einem ungewöhnlich hohen Niveau aufrechtzuerhalten.

Jetzt jedoch lautet die wichtige Frage, inwieweit die Vermögens- bzw. Bilanzlage eine Belastung für künftige Ausgabenpläne darstellen wird. Einerseits erscheint die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen in einer Reihe von englischsprachigen Ländern gemessen am verfügbaren Einkommen bzw. am Cashflow sehr hoch. Wenn sich die Unternehmensgewinne nicht deutlich erholen, dürften Vermögensbeschränkungen und hohe Überkapazitäten einem Wiederanstieg der Investitionen im Wege stehen. Bei den privaten Haushalten ist der Spielraum für weitere Hypothekenrefinanzierungen viel kleiner und der Bestand an neueren langlebigen Konsumgütern viel größer geworden. Andererseits dürften die Schuldendienstlasten weiterhin zu bewältigen sein, und der Verschuldungsgrad ist noch relativ gering. Doch diese beiden eher positiven Indikatoren würden sich verschlechtern, falls die Zinssätze wieder auf ein üblicheres Niveau steigen sollten. Vorausgesetzt, die gegenwärtige Erholung hält an, müssen eventuelle Bilanz- und Vermögensprobleme wohl bei den Überlegungen, wann und wie rasch die Zinsen angehoben werden sollen, berücksichtigt werden.

Den Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit zufolge dürften die kurzfristigen Aussichten für die übrige Welt weiterhin in hohem Maße vom Geschehen in den englischsprachigen Ländern, insbesondere den USA, abhängen. Weltweite Handelsverflechtungen, stärker integrierte Kapitalmärkte und eine bemerkenswerte Ausweitung transatlantischer Fusionen und Übernahmen steuern Kontinentaleuropa immer mehr in dieselbe Richtung wie die Volkswirtschaften in Nordamerika. Doch auch das Potenzial für abweichende Entwicklungen bleibt hoch. Beispielsweise gibt es in Europa wesentlich weniger Anzeichen für die oben angesprochenen Verschuldungsungleichgewichte, mit den Telekommunikationsunternehmen als wichtiger Ausnahme. Auch die Unternehmensgewinne sind verhältnismäßig stabil geblieben, und die in jüngerer Zeit teilweise beobachteten Überinvestitionen scheint es hier – wiederum vom Telekommunikationssektor abgesehen – ebenfalls nicht zu geben. Beunruhigender im Hinblick auf die europäischen Unternehmen sind die Forderungen nach höheren Löhnen und Gehältern. Angesichts des weltweiten Wettbewerbs dürften diese eher auf die Beschäftigung und das Wachstumspotenzial drücken als einen Preisauftrieb nach sich ziehen.

In Japan stellt sich die Bilanz- und Vermögenslage wesentlich weniger günstig dar. Die Verschuldung des privaten Sektors ist im internationalen Vergleich nach wie vor sehr hoch, auch wenn größere japanische Unternehmen gewisse Erfolge bei der Sanierung ihrer Bilanzen und beim Schuldenabbau verzeichnen konnten. Bei diesen Unternehmen hat sich auch die

Gewinnsituation gebessert, denn mit dem höheren Auslandsumsatz und dem schwächeren Yen sind die Exporterlöse gestiegen. Bei der großen Mehrheit kleinerer Unternehmen in der immer noch weitgehend geschlossenen Volkswirtschaft Japans kränkeln die Gewinne jedoch weiter, und Überkapazitäten sind die Regel. Die Verbraucherausgaben haben sich zwar in mäßigem Tempo weiterentwickelt, doch könnten die zunehmende Arbeitslosigkeit und ein sinkendes Vertrauen die Ausgaben künftig stärker dämpfen.

Auch die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften werden stark vom Geschehen in den Industrieländern abhängen. Pauschal betrachtet dürfte Asien hinsichtlich der Wachstums- und Inflationsentwicklung weit besser abschneiden als Lateinamerika, während die europäischen Volkswirtschaften im Übergang wohl im Mittelfeld liegen. Asien verdankt seine relativ günstige Position natürlich dem Umfang und der Zusammensetzung des Sektors der handelbaren Güter. Für die Wirtschaftsaussichten der lateinamerikanischen Länder ist der größte Unsicherheitsfaktor vielleicht außenwirtschaftlicher Art. Sollten die Finanzierungsströme versiegen, sei es wegen einer erhöhten Risikoaversion der Anleger oder wegen politischer Instabilität im Inland, müssten die Leistungsbilanzdefizite durch entsprechende Ausgabenkürzungen im Inland verringert werden. Das könnte schmerzhaft sein, wie sich in Argentinien und zuvor bereits in der Türkei gezeigt hat. Aber während die Türkei – allerdings bei anhaltend hoher Inflation und schwindender Wettbewerbsfähigkeit – nun auf dem Weg der Besserung zu sein scheint, sind die Aussichten für Argentinien ungewisser als je zuvor.

Vorausschauend stellt sich außerdem die wichtige Frage, inwieweit eine beginnende Erholung durch Schwierigkeiten und Ungleichgewichte im weltweiten Finanzsektor selbst gedämpft werden könnte. Dabei gibt es durchaus auch Anlass zu Optimismus. Obwohl sich die Qualität der Kreditportfolios bei den Banken in den meisten Industrieländern etwas verschlechtert hat, dürfte der Anteil von Problemkrediten weit unter dem Höchstwert vom Anfang der neunziger Jahre bleiben. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass die Kreditvergabe für Gewerbeimmobilien im letzten Konjunkturzyklus in vielen Ländern weit weniger dynamisch war als im vorangegangenen. Die mit der „neuen Ära“ verbundenen spekulativen Finanzierungen wurden nicht in erster Linie von Banken gewährt, sondern über die Aktien- und Anleihemärkte aufgebracht oder direkt von Lieferanten und Risikokapitalgebern bereitgestellt. Auch die Eigenkapitalrendite im Finanzsektor blieb recht stabil, selbst wenn es in letzter Zeit im Investmentgeschäft zu Ertragseinbußen kam, und die Banken scheinen im Großen und Ganzen über eine angemessene Eigenkapitaldecke zu verfügen. Somit dürfte in den meisten Industrieländern das Wirtschaftswachstum nicht nennenswert dadurch behindert werden, dass das Angebot von Bankkrediten durch mangelndes Eigenkapital der Banken eingeschränkt würde.

Dennoch stehen nicht alle Finanzinstitute günstig da. Die großen Probleme im japanischen Bankensystem sind kein Geheimnis (s. weiter unten). Zudem scheinen einige Banken in Kontinentaleuropa in ihrer Kreditvergabe, insbesondere an kleinere Unternehmen, zurückhaltender zu werden und gleichzeitig weniger Geduld mit schlechten Schuldnern zu haben. Vermutlich

spielt hier die Einschätzung der Aktienmärkte hinsichtlich der Unangemessenheit der traditionellen Kreditvergabestrategien eine Rolle. Festzuhalten ist auch, dass das Versicherungsgewerbe weltweit den Rückgang der Anlageerträge infolge der sinkenden Zinsen und Aktienkurse zu spüren bekommen hat. Die Sachversicherungsgesellschaften mussten außerdem die Folgen einer Reihe von Naturkatastrophen sowie der Ereignisse des 11. September 2001 bewältigen. Einige Versicherungs- wie auch Rückversicherungsgesellschaften suchten dies durch die Erschließung neuer Bereiche, z.B. der Kreditderivate, zu kompensieren. Noch ist schwierig zu beurteilen, inwieweit sie sich dadurch erheblichen neuen Risiken ausgesetzt haben könnten.

Die Finanzmärkte waren bisher bemerkenswert robust. Aber dennoch bleiben viele Bedenken bestehen. Seit langem schon bereiten die hohen Aktienkurse und der Wert des Dollars Sorgen, seit kürzerer Zeit auch die steigenden Preise für Wohneigentum sowie die Frage nach der Beständigkeit des Mittelaufkommens an den weltweiten Anleihemärkten. Es wäre keinesfalls unvorstellbar, dass es in einem oder mehreren dieser Bereiche zu erheblichen Veränderungen kommt, und diese könnten die weltweiten Wirtschaftsaussichten durchaus negativ beeinflussen.

In den Bereichen Technologie, Medien und Telekommunikation hat bereits eine massive Korrektur der Aktienkurse stattgefunden. Hier ist zu hoffen, dass das Schlimmste vorüber ist. Auch in anderen Branchen ist es zu beträchtlichen Rückgängen gekommen, aber insgesamt erscheinen die Aktienmärkte, vor allem in den USA, nach herkömmlichen Betrachtungsweisen nach wie vor eher hoch bewertet. Diese Einschätzung gilt besonders vor dem Hintergrund der aktuellen Ertragslage der Unternehmen, aber sie behält ihre Gültigkeit auch, wenn die einzelnen Analystenerwartungen hinsichtlich künftiger Erträge zugrunde gelegt werden. In den größeren makroökonomischen Zusammenhang gestellt, wirken diese Analystenschätzungen überdies, wie oben erwähnt, recht optimistisch. Angesichts der langen Zeitspanne, in der die ausgewiesenen Unternehmensgewinne offenbar stark geschönt wurden, ist außerdem unsicher, ob künftig noch weitere Altlasten an den Tag kommen werden, die die Gewinne schmälern. Möglicherweise müssen weitere verlustbringende Investitionen abgeschrieben und Pensionsfonds aufgestockt werden. Die Enron-Affäre wirft zudem ein Schlaglicht darauf, dass womöglich auch noch andernorts künstlich aufgeblähte Gewinne aufgedeckt werden. Glücklicherweise dürfte es – vor allem wegen der Aussicht auf anhaltende Produktivitätssteigerungen – wohl nicht zu einem allgemeinen Vertrauensverlust kommen.

Die Preise für Wohneigentum haben in letzter Zeit nicht nur deshalb Anlass zu Bedenken gegeben, weil sie gemessen an den gesamtwirtschaftlichen Eckdaten hoch sind. In einigen, wenn auch nicht in allen Ländern sind sie im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen beinahe auf Rekordhöhe gestiegen. Ebenso bedeutsam ist, dass sie sich in vielen Ländern rapide erhöht haben und in wesentlichem und potenziell nicht tragfähigem Ausmaß den Konsum zu stützen scheinen. In den USA wurden die jüngsten Trends dadurch begünstigt, dass der Zugang zu Hypothekenkrediten, u.a. über staatlich unterstützte Körperschaften, immer leichter geworden ist und die Gebühren für die

Refinanzierung von Hypotheken in den letzten Jahren stark gesunken sind. Es wurde die Befürchtung geäußert, dass der daraus resultierende Anstieg der Verschuldung viele Schuldner in Bedrängnis bringen könnte, falls gesamtwirtschaftliche Schwierigkeiten auftreten.

Die anhaltende Stärke des Dollars hat traditionelle Wechselkurspessimisten verblüfft, die sich im Wesentlichen an der Höhe des US-Leistungsbilanzdefizits orientieren. Sämtliche Erklärungsversuche haben sich im Lichte der weiteren Ereignisse als unzulänglich erwiesen. Der bisher vielleicht überzeugendste Erklärungsansatz für die Dollarstärke stützt sich auf die Kombination zweier Faktoren: hohe erwartete Renditen auf US-Investitionen im Zusammenhang mit dem relativ raschen Produktivitätswachstum sowie die erst spät erfolgten Bestrebungen europäischer Unternehmen, eine weltweite Präsenz aufzubauen. In der Praxis erforderte diese Umschichtung zunächst den Schritt auf den größten Markt der Welt, nämlich den der USA. Bis vor kurzem erfolgte der Großteil der Kapitalzuflüsse von Europa in die USA in Form von ausländischen Direktinvestitionen und Aktienkäufen. Im vergangenen Jahr traten an deren Stelle jedoch weitgehend Zuflüsse von Anleihekaptal, dem konservativeren Instrument, dem japanische und andere asiatische Anleger traditionell den Vorzug geben. In jüngster Zeit, möglicherweise bedingt durch die Verluste aus vorangegangenen US-Anlagen, fließen selbst diese Ströme wesentlich spärlicher, während die US-Anleger wieder vermehrt Interesse an Ertragschancen in Europa zeigen.

Angesichts der Trefferquoten bisheriger Prognosen in diesem Bereich erscheint es riskant, über die Auswirkungen dieser aktuellen Veränderungen spekulieren zu wollen. Selbst vor dem Hintergrund der jüngsten Dollarschwäche wäre es naiv, diesen Trend einfach in die Zukunft zu extrapolieren. Allerdings liegt es auf der Hand, dass in jedem Jahr, in dem die USA ein hohes Leistungsbilanzdefizit verzeichnen, ihre Auslandsverschuldung steigt. Sollten die USA auch die kräftigste Erholung unter den größten Industrienationen verzeichnen, wie es derzeit vielfach erwartet wird, dann verschärft sich diese Situation umso mehr. Dass derart viele – öffentliche wie private – Anlageportfolios den Dollar so stark gewichten, könnte auch einen gewissen Spielraum für eine Umschichtung bieten, falls die Phase der Dollarstärke endgültig vorüber zu sein schiene. Europa verfügt jetzt über Euro-Finanzmärkte, die denen der USA in vielen wesentlichen Aspekten in nichts nachstehen. Bemühungen um eine Absicherung von Dollarpositionen könnten sich auch im inländischen Wert von auf Dollar lautenden Vermögenswerten niederschlagen, insbesondere wenn diese ohnehin hoch bewertet erscheinen sollten.

Allgemeiner Grund zur Besorgnis besteht schließlich auch wegen einiger Schattenseiten der modernen Finanzmärkte. Die offensichtlichste ist, dass der Zugang zu einer größeren Anzahl von Finanzierungsquellen einer übermäßigen Verschuldung Vorschub leisten kann. Die Erfahrung lehrt uns, dass Verbraucher, Unternehmen und sogar Staaten – ebenso wie deren Gläubiger – ihre Fähigkeit zum Schuldendienst nicht immer richtig einschätzen. Außerdem ist manches unter bestimmten Umständen zu bewältigen, unter veränderten Umständen aber nicht mehr unbedingt, wie es die derzeitigen Nöte Argentiniens nur allzu deutlich zeigen.

In engem Zusammenhang damit steht das Problem, dass plötzliche Stimmungsschwankungen an den Märkten zu Herdenverhalten führen und die Liquidität in entscheidenden Bereichen zum Versiegen bringen können. Die immer stärkere Konzentration an den Finanzmärkten dürfte zwar das Risikomanagement insgesamt gesehen verbessern, könnte aber dennoch Anlass zu Besorgnis geben. Beispielsweise werden die wichtigsten außerbörslichen Derivatmärkte von ganz wenigen Instituten dominiert, deren Bonitätseinstufung sich in letzter Zeit tendenziell verschlechtert hat. Und es ist nicht gerade beruhigend, dass die oben erwähnten staatlich unterstützten US-Körperschaften für die komplizierte Absicherung gegen Marktrisiken, insbesondere das Risiko der vorzeitigen Tilgung von Hypothekenkrediten, auf eine so kleine Anzahl von Instituten angewiesen sind. Die Bewältigung der erforderlichen enormen Transaktionsvolumina in einem Umfeld, in dem die meisten Teilnehmer ähnliche und vorhersehbare Strategien verfolgen, könnte mit Preisschwankungen verbunden sein, die den Markt beeinträchtigen. Überdies könnte eine wesentliche Veränderung der wirtschaftlichen Situation eines dieser wichtigen Teilnehmer weit reichende Konsequenzen für die Finanzmärkte insgesamt haben. Etwaige Probleme würden insofern noch verschärft, als die Großen im Handel immer stärker unter sich bleiben.

Schließlich sollte auch noch eine andere Frage gestellt werden, die die Marktverhältnisse betrifft. Werden die Schuldner, darunter auch die bonitätsmäßig tiefer eingestuft, weiterhin so leichten Zugang zu den Anleihemärkten haben wie zuletzt beobachtet? Von den risikoreichsten Anleihen einmal abgesehen, sind die Renditenaufschläge recht niedrig geblieben. Dahinter dürfte die Einschätzung stehen, dass mit der erwarteten Konjunkturerholung Ausfälle viel weniger wahrscheinlich werden. Sollte sich jedoch diese Einschätzung ändern, könnten Unternehmen und Staaten ohne weiteres Finanzmarktbedingungen vorfinden, die einen robusten Aufschwung noch unwahrscheinlicher werden lassen.

Wirtschaftspolitische Strategien und Maßnahmen zur Stützung eines nachhaltigen Wachstums

Wie die Wirtschaftsabläufe zu einem gegebenen Zeitpunkt auch aussehen mögen – gute wirtschaftspolitische Strategien und Maßnahmen können die Zukunftsaussichten verbessern. Durch sie lassen sich Wachstumstrends steigern, Konjunkturschwankungen dämpfen und Finanzkrisen in Zahl und Auswirkungen begrenzen. Hier kommen Maßnahmen der Wirtschaftspolitik wie auch Maßnahmen zur Stärkung der Finanzstabilität ins Spiel. Auch Strukturreformen sind von großer Bedeutung, und zwar nicht nur bei der Steigerung der Markteffizienz, sondern auch bei den Aufräumarbeiten nach Krisen in der Wirtschaft und im Finanzsektor. In einer Reihe von Ländern ist dies nach wie vor ein Problem.

Wechselkursregime und Wirtschaftspolitik

Bevor auf die Wirtschaftspolitik eingegangen wird, sei ein Blick auf den wechselkurspolitischen Rahmen geworfen, in dem sie operiert. Immer weniger

aufstrebende Volkswirtschaften entscheiden sich für ein Regime mit festen oder stufenweise anzupassenden Wechselkursen, und das aus gutem Grund. Solche Regime fordern destabilisierende Spekulationen und Krisen heraus, wie sich vor kurzem in der Türkei und in Argentinien gezeigt hat. Außerdem bieten sie einen Anreiz für Gebietsansässige, sich in Fremdwährung zu verschulden, und zwar in der Regel zu niedrigeren Zinssätzen, sodass der Unternehmenssektor und potenziell auch das Finanzsystem des betreffenden Landes riesige Verluste erleiden, falls die Währung schließlich abwertet. Eine bevorzugte Möglichkeit ist das Floaten, eine andere ist vielleicht, die Währung unverrückbar an eine größere Währung zu binden bzw. eine regionale Währung zu schaffen. Angesichts der äußerst erfolgreichen Einführung des Euro werden solche Fragen in den Volkswirtschaften im Übergang sowie in praktisch allen aufstrebenden Regionen ernsthafter diskutiert. Von den gesamtwirtschaftlichen Vorteilen einmal abgesehen, wächst das Bewusstsein dafür, wie hoch die operativen Kosten bei den Unternehmen und privaten Haushalten sind, wenn es eine Vielzahl einzelner Währungen gibt.

Länder, die den Wechselkurs ihrer Währung freigeben, können deren Wertentwicklung in der Praxis nicht ignorieren. Die jüngsten Erfahrungen haben vielmehr klar gezeigt, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften das Schwanken ihres Wechselkurses recht sorgfältig steuern. Ein Grund dafür ist natürlich, dass Wechselkursänderungen die Inlandspreise beeinflussen. In solchen Fällen bestünde die logische Empfehlung darin, die Geldpolitik nicht zur Steuerung des Wechselkurses an sich einzusetzen, sondern seine Schwankungen zu dämpfen, um ein inländisches Inflationsziel zu erreichen. Das Problem kann aber rasch komplizierter werden. Der Wechselkurs reagiert womöglich nicht wie erwartet auf Änderungen der Notenbankzinssätze – nach dem Verhalten der G3-Währungen in den letzten Jahren zu urteilen, ist dies eine durchaus realistische Annahme. Vielleicht bestehen auch berechtigte Bedenken wegen anderer Auswirkungen von Wechselkursänderungen, z.B. wegen der Konsequenzen für die Wettbewerbsfähigkeit und die Finanzstabilität oder der Möglichkeit von Marktstörungen und einer in die Krise führenden Eigendynamik. Solche Bedenken dürften in aufstrebenden Volkswirtschaften sogar noch legitimer sein als in Industrieländern. In diesen Fällen sollten andere geldpolitische Maßnahmen in Betracht gezogen werden. Deren Spektrum reicht – in aufsteigender Reihenfolge hinsichtlich ihrer Schlagkraft – von Verbalinterventionen über offene Interventionen bis hin zur Begrenzung der Spekulation oder des Kapitalverkehrs. Unabhängig von den letztlich getroffenen Entscheidungen ist natürlich immer zu bedenken, welche längerfristigen Kosten ein Eingreifen in die Marktprozesse verursacht, und sämtliche derartigen Maßnahmen müssen der Öffentlichkeit deutlich erklärt werden.

Die größte Herausforderung für die Währungsbehörden bestand im letzten Jahrzehnt darin, eine niedrige Inflationsrate zu erreichen und zu halten. Diese Aufgabe ist mit beträchtlichem Erfolg gemeistert worden, und das erfreuliche Ergebnis war eine insgesamt gesteigerte Wirtschaftsleistung. Damit stellen sich jedoch zwei neue Herausforderungen, deren sich die Verantwortlichen zunehmend bewusst werden. Bei der ersten geht es um die Frage, wann es an der Zeit ist, die Geldpolitik zu straffen. Die zweite bezieht sich auf die

Lockerung und insbesondere auf die Einschränkungen, die mit der Nullzinsgrenze für die Nominalzinssätze verbunden sind.

Zuerst sei die Frage nach der Straffung der Geldpolitik betrachtet. Trifft es zu, dass sich die Inflationserwartungen besser verankern lassen, wenn ein offizielles Inflationsziel bekannt gegeben ist, so dürfte auch richtig sein, dass sich latente Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage allmählich und unbemerkt aufbauen können. An einem bestimmten Punkt könnte Inflationsdruck entstehen, der womöglich ein energischeres Handeln der Geldpolitik erfordert, als es sonst der Fall wäre. Eine solche Situation wäre dann wahrscheinlicher, wenn sich ein festgestellter Anstieg auf der Angebotsseite als vorübergehend erweisen würde, da er z.B. durch eine temporäre Aufwertung der Währung oder kurzzeitig niedrigere Rohstoffpreise bedingt war. Nun wäre all das in der Praxis kein Problem für die Geldpolitik, wenn die Zentralbanken über zuverlässige Messgrößen etwa für die Potenzialwachstumsrate der Volkswirtschaft oder die natürliche Arbeitslosenquote verfügen würden. Aber das ist eben nicht der Fall.

Eine andersartige und vielleicht wahrscheinlichere Komplikation hinsichtlich der Straffung der Geldpolitik kann dann eintreten, wenn die Inflationsrate und die Zinssätze niedrig sind und das Vertrauen hoch ist. Dann wird Fremdfinanzierung in höherem Maße verlockend und ist möglicherweise auch leichter erhältlich. Das Kreditwachstum könnte sich erheblich beschleunigen und potenziell auch die Märkte für Vermögenswerte, die Vermögensbestände und die Ausgaben beeinflussen. Daraus resultierende Rückgänge der Kapitalkosten könnten außerdem eine Steigerung der Investitionstätigkeit begünstigen, die ihrerseits zur Wahrung der niedrigen Inflationsrate beitragen würde. Sollten dann jedoch die Ausgaben ins Stocken geraten, könnte es zu einer Phase des Überangebots und sogar der Deflation kommen, was wiederum Auswirkungen auf das Finanzsystem haben könnte. Ein solcher Höhenflug mit anschließendem Einbruch war in Japan Ende der achtziger Jahre und in Ostasien in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zu beobachten. In beiden Fällen gab es keine sichtbare Inflation, aber dennoch kam es zu einer Krise.

Diese Probleme aufzuzeigen ist weitaus leichter, als Lösungsvorschläge auf den Tisch zu legen. Es ist schwierig genug, Zinserhöhungen zu beschließen, wenn kein sichtbarer Inflationsdruck vorhanden ist, und zwar unabhängig davon, ob gleichzeitig die Preise von Vermögenswerten in die Höhe schießen oder nicht. Dies hat zwei gute Gründe. Erstens ist es angesichts all der Unsicherheiten in der Wirtschaft und bei den Messgrößen durchaus denkbar, dass sich eine Straffung auf jeden Fall als falsch erweisen würde. Zweitens wäre es sehr schwierig, die Öffentlichkeit und die Politik von der Notwendigkeit eines solchen Schritts zu überzeugen. Baut sich aber in der Volkswirtschaft tatsächlich eine Blase auf, dann wäre ihr anschließendes Platzen umso fataler, je länger eine weitere Expansion zugelassen würde.

Wie die Geldpolitik gelockert werden kann, wenn sich das Wirtschaftswachstum abschwächt und die Inflation bereits niedrig ist, wirft weitere interessante Fragen auf, denn es könnte leicht zu einer Deflation kommen. Da die nominalen Notenbankzinsen nicht unter null sinken können, steigen bei einer Deflation die Realzinssätze. Dadurch verschärft sich das Problem der

Deflation noch, und zwar in direkter Abhängigkeit von der Höhe der ausstehenden Verschuldung, die ohnedies ganz im Bann der Zinseszinsrechnung steht.

Manche würden dafür eintreten, dass die Notenbankzinssätze sehr energisch gesenkt werden sollten, um einer Deflation vorzubeugen. Dafür sprechen auch die zusätzlichen Gefahren, die sich aus hohen Schuldenständen ergeben und die für die Geldpolitik in den englischsprachigen Ländern besonders relevant sind. Andere dagegen würden zur Erreichung desselben Ziels eine gemäßigte Reaktion empfehlen. Eine taktische Überlegung dahinter wäre, die Erwartung zu etablieren, dass die Zinsen weiter sinken und dann tief bleiben werden. Das würde dazu beitragen, dass die langfristigen Zinssätze zurückgingen und die Ausgaben aktiv stimuliert würden. Diese Logik dürfte für den Großteil Kontinentaleuropas zutreffen, wo die langfristigen Zinssätze traditionell von größerer Bedeutung und derzeit weniger investitions-hemmende Überkapazitäten vorhanden sind. Ein weiteres Argument für ein behutsames Vorgehen wurde zum ersten Mal in den dreißiger Jahren vorgebracht. Sollte das Problem aus dem Platzen einer Blase herrühren, dann dürften sehr niedrige Zinssätze den notwendigen Abbau der Überkapazitäten behindern. Dieses Argument hat natürlich weit weniger Gewicht, wenn durch andere Mechanismen, z.B. tätige Konkursgerichte und wachsame Banken, dafür gesorgt wird, dass unrentable Unternehmen trotzdem saniert werden.

Unter solchen Umständen müssten fiskalpolitische Maßnahmen enger in Betracht gezogen werden. Wenn die Geldpolitik zunehmend an ihre Grenzen stieße, könnte – der zentralen Erkenntnis der keynesianischen Analyse zufolge – der Fiskalpolitik dennoch eine wichtige Rolle zukommen. Allzu großzügige öffentliche Ausgaben in den letzten Jahrzehnten haben jedoch auch andere wichtige Lektionen erteilt.

Erstens ist auch die Art und Weise der fiskalpolitischen Stimulierung von Bedeutung. In Japan beispielsweise waren die massiven öffentlichen Investitionen in die regionale Infrastruktur im letzten Jahrzehnt weitgehend verschwendet. Konfrontiert mit künftigen Verbindlichkeiten, denen keine entsprechenden Vermögenswerte gegenüberstehen, überrascht es nicht, dass die japanischen Verbraucher, die gleichzeitig Steuerzahler sind, weiterhin vorsichtig sind. Würden die öffentlichen Ausgaben in Japan in die Arbeitslosenversicherung und andere Vorkehrungen des sozialen Netzes umgelenkt, so könnte dies viel dazu beitragen, die strukturellen Veränderungen voranzubringen, die Japan jetzt so dringend braucht.

Zweitens ist in normalen Zeiten fiskalpolitische Zurückhaltung erforderlich, damit in weniger normalen Zeiten Spielraum vorhanden ist. In vielen Industrieländern, vor allem aber in Kontinentaleuropa, hat sich der öffentliche Sektor hier wohl einiges vorzuwerfen – insbesondere, wenn die künftigen Rentenbelastungen in vollem Umfang berücksichtigt werden. In Asien kann es durchaus noch dazu kommen, dass die Staatsschuldenquoten durch die Kosten für die Banksanierungen auf ein gefährlich hohes Niveau steigen. Neben dieser Forderung nach Zurückhaltung kann eine ergänzende Empfehlung ausgesprochen werden. Sollte das Defizit aus konjunkturpolitischen Gründen ausgeweitet werden müssen, ist darüber hinaus ein mittelfristiger

Plan für die Wiederherstellung der fiskalpolitischen Stabilität aufzustellen. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften sind bereits entsprechende Gesetze verabschiedet worden.

Strukturelle und systemorientierte Reformen

Viele Länder könnten ihre Aussichten auf ein kräftigeres und robusteres Wachstum auch dadurch verbessern, dass sie Strukturreformen aktiv weiterverfolgen. In Japan hängen die wesentlichen Probleme mit tief verwurzelten Hindernissen zusammen, die der Wiederherstellung eines angemessenen Niveaus der Unternehmensgewinne im Wege stehen. Deren Beseitigung wird nicht einfach sein. In Kontinentaleuropa hat sich die Funktionsweise der Arbeits- und Gütermärkte zwar stärker verbessert, als vielen bewusst ist, aber es gibt noch einiges zu tun, bevor die politischen Versprechungen des Gipfels von Lissabon tatsächlich Wirklichkeit sein werden. Leider haben bevorstehende Wahlen in einer Reihe von Ländern, kombiniert mit dem Widerstand der Gewerkschaften, zuletzt den notwendigen Fortschritt gebremst. Ähnliches ließe sich auch über China, Indien, Russland und eine ganze Reihe anderer aufstrebender Volkswirtschaften sagen: In jüngerer Zeit wurden beträchtliche Fortschritte erzielt, die aber bei weitem noch nicht genügen. Es scheint eine Tatsache zu sein, dass Strukturreformen ihrem Wesen nach schwierig sind. Die Regierungen müssen einen langfristigen Kurs einschlagen und mit entschiedenem Widerstand von Interessengruppen rechnen.

Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz und Stabilität des Finanzsystems wären zur Unterstützung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums ebenfalls eine große Hilfe. In vielen Ländern besteht die Hauptaufgabe in Aufräumarbeiten nach vorangegangenen Finanzkrisen oder nach einer langen Phase fehlgeleiteter und zu billiger Kreditvergabe. In Japan haben die Behörden nach Jahren des Zögerns gerade erst begonnen, die Strukturprobleme anzugehen, die sowohl dem Unternehmens- als auch dem Bankensektor zu schaffen machen. Die jüngsten Sonderprüfungen vermuteter notleidender Kredite durch die Financial Services Agency werden sich bezahlt machen, wenn sie die Banken veranlassen, nicht kreditwürdigen Schuldnern keine Mittel mehr zu gewähren. Dadurch wiederum würde ein vom Markt ausgehender Sanierungsprozess im Unternehmenssektor ausgelöst, mit dem das fundamentale Problem unzureichender Unternehmensgewinne angegangen würde. Im Zuge weiterer Verlusteingeständnisse könnte sich jedoch auch herausstellen, dass manche japanische Banken eine zu geringe Eigenkapitalausstattung besitzen und weitere staatliche Eingriffe in irgendeiner Form notwendig werden. Falls die Behörden dies für wahrscheinlich halten, sollten sie die Öffentlichkeit jetzt schon auf einen möglichen Anstieg des Haushaltsdefizits vorbereiten. Ohne eine solche binnenwirtschaftliche Konsolidierung kann ein weltweiter Wirtschaftsaufschwung in Japan bestenfalls lindernd wirken.

In ähnlicher Weise machen leider anscheinend auch einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften immer noch die Folgen begangener Fehler zu schaffen. Beispielsweise hat sich das inländische Kreditwachstum in Mexiko nie von der Krise des Jahres 1994 erholt, und in mehreren asiatischen Ländern

– insbesondere in Indonesien – ist es ebenfalls begrenzt geblieben. Wenn dies auf Angebotsbeschränkungen zurückzuführen ist, da weiterhin schwache Banken sich weigern, an weiterhin schwache Unternehmen Kredite zu vergeben, dann könnten diese widrigen Umstände durchaus die Aussichten auf eine Wirtschaftserholung schmälern. Dies gilt ganz besonders sowohl für die Türkei als auch jetzt für Argentinien, das zuvor über eines der stärksten Bankensysteme in Lateinamerika verfügte. Allerdings sei auch erwähnt, dass Länder wie Korea und Malaysia offenbar erheblich größere Fortschritte gemacht haben. Eine genaue Betrachtung ihrer Erfahrungen sowie der Lehren, die aus den Sanierungsprozessen in den nordischen Ländern gezogen wurden, könnte durchaus auch für andere nützlich sein.

Maßnahmen zur Überwindung begangener Fehler im Finanzsektor müssen Hand in Hand gehen mit Bestrebungen, neue Fehler zu vermeiden. Wie in der Einleitung festgehalten, sind viele hilfreiche Schritte unternommen worden, um die Finanzsektoren einzelner Länder, das Funktionieren der Märkte und die Infrastruktur des weltweiten Finanzsystems zu stärken. Jedoch gilt es eine Reihe von Initiativen und Prozessen, die bereits im Gange sind, erfolgreich zum Abschluss zu bringen. Außerdem gibt es neue Vorschläge, die die Aufmerksamkeit des öffentlichen wie auch des privaten Sektors verdienen.

Die wichtigste der laufenden Initiativen ist die vorgeschlagene *Neue Eigenkapitalvereinbarung* des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht. Ihr Ziel ist es, die Stabilität der nationalen Bankensysteme zu verbessern, indem sie den Mindesteigenkapitalbedarf neu definiert, die Rolle der Aufsichtsinstanzen stärkt und das Wirken der Marktdisziplin fördert. Die wichtigste Änderung hinsichtlich der Eigenkapitalanforderungen besteht darin, dass der Eigenkapitalbedarf wesentlich direkter mit dem gesamten Risikoprofil der Bank verknüpft sein wird. Dieser begrüßenswerte, ja sogar unabdingbare Schritt entspricht der allgemeinen Tendenz an den Kapitalmärkten, die Preise für Risiken jeglicher Art effizienter festzusetzen. Für die Bewertung des Kreditrisikos wird eine Palette von Methoden vorgeschlagen, die sich danach richten, wie ausgefeilt das Risikomanagement der betreffenden Bank ist. Außerdem sind die Eigenkapitalanforderungen so ausgelegt, dass sie den Banken den Anreiz bieten, ihre Methoden der Kreditbewertung auszubauen und weiterzuentwickeln. Dennoch zwingt die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* den Banken, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, in keiner Weise kompliziertere Methoden auf, bevor sie sich ihnen gewachsen sehen.

Die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* ist Gegenstand umfassender Konsultationen mit Aufsichtsinstanzen wie auch Vertretern des Bankensektors aus der ganzen Welt. Aus diesem Grund wird bereits seit Jahren daran gearbeitet, und die Konsultationen werden sich auch 2003 fortsetzen. Die vollständige Umsetzung ist für 2006 geplant, damit sowohl die Banken als auch die Aufsichtsinstanzen genügend Zeit für die Vorbereitung haben. Eine Anzahl offener Fragen in der Eigenkapitalvereinbarung werden derzeit noch intensiv untersucht, aber in den meisten Bereichen scheint die Einigung über die nächsten Schritte greifbar.

Eine weiter gehende Frage ist, welche Konsequenzen die *Neue Eigenkapitalvereinbarung* für das in marktbasieren Finanzsystemen immanente

prozyklische Verhalten haben könnte. Wie im vorigen Kapitel erörtert, werden die Kreditbedingungen in der Hochkonjunktur oftmals gelockert, um dann verschärft zu werden, wenn die Wirtschaftsentwicklung den Zenit überschritten hat. Das war schon immer so, auch unter der derzeitigen Eigenkapitalvereinbarung, aber es sind Bedenken geäußert worden, dass sich diese Tendenz mit der *Neuen Eigenkapitalvereinbarung* verstärken könnte. Die Anwendung risikoabhängiger Eigenkapitalgewichte verbessert natürlich die relative Bewertung unterschiedlicher Kredite. Aber wenn Kreditbewertungen sich im Zeitverlauf im Verhältnis zueinander verändern können, ist auch eine absolute Veränderung möglich. Das bedeutet, dass der Eigenkapitalbedarf in guten Zeiten sinken und in schlechten Zeiten wieder steigen kann, was prozyklische Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken hat.

Der Basler Ausschuss prüft diese Frage sorgfältig, weil er sich bewusst ist, dass die zweite Säule, die Überprüfung durch die Aufsicht, hier potenziell eine Rolle zu spielen hat. In einer Reihe von Ländern werden außerdem zukunftsorientierte bzw. dynamische Risikovorsorgesysteme untersucht. Aber die größte Ermutigung ist vielleicht, dass sich die Risikomanagementkultur durch den Basler Prozess anscheinend schon erheblich verbessert hat und sich auch noch weiter verbessern dürfte. Im Rahmen einer solchen neuen Risikokultur wäre unbedingt auf systematischere Art und Weise zu berücksichtigen, dass sich die Dinge in der Zukunft stets anders entwickeln können als in der Vergangenheit, dass es aber immer zu Zyklen kommen kann und dass gute Kredite rasch notleidend werden können. Analog zur Forderung nach fiskalpolitischer Umsicht weiter oben sollten die Banken in guten Zeiten Kapitalpolster für schlechte Zeiten aufbauen. Dann wäre die Sorge wegen stärker prozyklischer Entwicklungen im Finanzsektor viel geringer.

Weitere Chancen und Herausforderungen ergeben sich im Zusammenhang mit der Liberalisierung im Finanzsektor, im Inland wie auch gegenüber dem Ausland, die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften schon recht weit fortgeschritten ist. Zu ihren Vorteilen dürften Finanzdienstleistungen höherer Qualität, eine vermehrte Ersparnisbildung und eine bessere Allokation der realwirtschaftlichen Ressourcen gehören. Aus den wiederkehrenden Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte sind jedoch auch einige praktische Lehren zu ziehen. Die Art und Weise, wie die Liberalisierung erfolgt, ist von Bedeutung, insbesondere mit Rücksicht auf die Kapitalbilanz. Zudem kann die Übergangszeit selbst mit besonders großen Risiken verbunden sein.

Neben Maßnahmen zur Stärkung der Bankensysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften sollte die Entwicklung der inländischen Finanzmärkte hohe Priorität erhalten. Damit würde die Durchführung der Geldpolitik erleichtert, und es würden Kreditengpässe für den Fall vermieden, dass das Bankensystem unter Druck geriete. Höher entwickelte Inlandsmärkte würden auch bedeuten, dass es konkrete Alternativen zur Kreditaufnahme im Ausland gäbe, die die Schuldner oft dazu verleitet hat, gefährlich hohe Fremdwährungsengagements einzugehen. Kapitalzuflüsse dieser Art können darüber hinaus auch andere unwillkommene makroökonomische Konsequenzen haben, wie die Asien-Krise nur allzu deutlich bewiesen hat. Ferner könnten auch Maßnahmen vorgeschlagen werden, um die Funktionsweise der

Finanzmärkte in den Industrieländern zu verbessern. An dieser Stelle ist es vielleicht sinnvoll, auf die drei Krisen einzugehen, die uns noch recht frisch im Gedächtnis sind.

Einige Lehren aus den jüngsten Krisen

Die Ereignisse mit den weitreichendsten Folgen für die Finanzmärkte waren wohl diejenigen im Zusammenhang mit dem Scheitern der Führungs- und Überwachungsmechanismen bei Enron und, wie sich später herausstellte, einer ganzen Reihe anderer Unternehmen. Daraus dürften sich zwei wesentliche Lehren ziehen lassen, die leider beide nicht neu sind. Die erste besteht darin, dass ein hoher Anteil an Fremdfinanzierung gefährlich ist und sich überdies leicht verschleiern lässt. Trotzdem hätte das Ausmaß der eingegangenen Positionen selbst bei Enron aufgedeckt werden können, wenn die richtigen Fragen gestellt worden wären. Das jedoch geschah nicht – wahrscheinlich, weil alles so gut zu laufen schien und weil es mit viel Aufwand verbunden ist, gute Fragen zu stellen. Dieses Zaudern, den Dingen auf den Grund zu gehen, liegt in der menschlichen Natur, und diese lässt sich nicht leicht ändern.

Aus der zweiten Lektion dürften sich konkretere Vorschläge ableiten lassen. Interessenkonflikte können die Führungs- und Überwachungsmechanismen in Unternehmen ernsthaft in Gefahr bringen. Bei Enron ebenso wie in anderen Unternehmen gab es viele Kontrollebenen, und in beinahe allen Fällen lässt sich im Nachhinein ein Interessenkonflikt nachweisen. Jetzt wird genau untersucht, wie diese Konflikte das Verhalten der Geschäftsleitung, des obersten Verwaltungsorgans, der internen Revisoren, der Wirtschaftsprüfer, der Kreditgeber, der institutionellen Aktionäre, der Wertpapieranalysten und der Rating-Agenturen beeinflusst haben könnten. Es sind bereits mannigfaltige und miteinander konkurrierende Lösungen vorgeschlagen worden, wie die auf den einzelnen Ebenen aufgedeckten Probleme angegangen werden könnten. Währenddessen scheinen an den Märkten in vielen Bereichen bereits Selbstregulierungsmechanismen wirksam zu sein. Vor diesem Hintergrund sollten Entscheidungen hinsichtlich der erforderlichen Maßnahmen der Aufsicht erst nach gründlicher Überlegung getroffen werden. Ein angemessenes Anreizsystem für ein angemessenes Verhalten zu definieren erfordert ein gehöriges Maß an Fingerspitzengefühl, und zu große Eile könnte leicht unvorhergesehene Folgen haben.

Letzteres gilt auch für die Lehren aus der zweiten Krise, jener in Argentinien. Einige der Schlussfolgerungen liegen auf der Hand – nämlich, wie eine Krise eben nicht gehandhabt werden sollte. Ansonsten ist auch hier die wichtigste Lektion nicht neu. Den Dingen in einer untragbaren Situation einfach ihren Lauf zu lassen erhöht letztendlich die Kosten erheblich. Damit stellt sich die Frage nach möglichen neuen Anreizsystemen für Schuldner wie für Gläubiger, die bewirken würden, dass bereits zu einem früheren Zeitpunkt auf beiden Seiten Einigkeit über die Notwendigkeit einer Umschuldung erzielt wird.

Die Schuldner würden sich eher der Realität stellen, wenn dafür die Kosten geringer und die Vorteile greifbarer wären. In der Theorie bestünden

die wesentlichen Kosten wohl in Rechtsstreitigkeiten und einem fortan blockierten Zugang zu den Kreditmärkten. Die jüngste Erfahrung zeigt allerdings, dass diese Kosten in der Praxis gar nicht so hoch sein dürften. Die Attraktivität von Umschuldungen für die Schuldner ließe sich jedoch beträchtlich steigern, wenn die Umschuldung mit einem verbesserten Zugang zu „neuem Geld“ verbunden wäre und wenn sie einen deutlichen Vorteil hinsichtlich des künftigen Schuldendienstes bringen würde. Die Gläubiger hingegen wären eher bereit, in eine frühzeitige Umschuldung einzuwilligen, wenn sie überzeugt wären, dass sie tatsächlich notwendig ist. Das heißt, sie müssen bereits früher erkennen, dass sie allenfalls eine Chance auf den Spatz in der Hand haben. Das ist natürlich nicht möglich, wenn sich statt dessen die potenzielle Aussicht auf die Taube auf dem Dach bietet, nämlich auf einen unbegrenzten Zugang zu fremden Finanzmitteln. Überdies müssten eigentlich sowohl Schuldner als auch Gläubiger Vorgehensweisen willkommen heißen, die einer kontrollierteren Art des Interessenausgleichs den Weg ebnen.

Diese allgemeinen Grundsätze mögen wenig kontrovers erscheinen, aber sie in konkrete Verfahren umzusetzen wirft viele Fragen auf. Derzeit gibt es keine allgemein anerkannte und sichere Methodik, anhand deren festgestellt werden könnte, wann ein Land eine Umschuldung benötigt. Heißt das aber, dass praktische Entscheidungen nicht von Fall zu Fall getroffen werden können? Gläubiger, die gerade erst Forderungen abgeschrieben haben, werden kaum bereit sein, neue Mittel zu gewähren. Heißt das deshalb, dass dem IWF eine größere anschiebende Rolle zukommen wird? Die Aushandlung von Vereinbarungen über die Annahme internationaler Rechtskonventionen, die für alle souveränen Staaten verbindlich sind, ist notorisch schwierig. Heißt das also, dass statt dessen eher ein informelleres Vorgehen gewählt werden sollte? Zu diesen konkreten Fragen ließen sich noch viele hinzufügen.

An welchem Punkt sind wir nun mittlerweile angelangt? Es scheint allgemein Einigkeit darüber zu bestehen, dass der IWF zu Recht eine Einschränkung der Höhe seiner Notfallkredite an Krisenländer andeutet. Damit wird nicht mehr die Erwartung geweckt, dass die Taube auf dem Dach vielleicht doch noch greifbar sei. Ungewöhnliche Fälle, die umfangreichere außerordentliche Finanzierungsmittel erfordern, wird es weiterhin geben, aber die Entscheidung, solche Beträge bereitzustellen, dürfte sich auf anspruchsvollere und transparentere Kriterien stützen. Erforscht werden sollte auch, wie ein formelleres internationales Abwicklungsverfahren zum Interessenausgleich zwischen Gläubigern und Schuldnern aussehen könnte; beim IWF geschieht dies bereits ebenso wie im Rahmen der G7 und anderer Gremien. Da die praktischen Ergebnisse dieser Bemühungen noch längere Zeit auf sich warten lassen dürften, wird zudem untersucht, wie sowohl bestehende als auch neue Kreditverträge so ausgestaltet werden könnten, dass kontrollierte Abwicklungen erleichtert werden, selbst wenn eine Vielzahl von Gläubigern beteiligt ist.

Die dritte und dramatischste Krise war die des 11. September 2001, deren Eckpunkte nur allzu bekannt sind. Die wichtigste Lehre aus diesem Ereignis für die Finanzgemeinschaft betrifft die operationellen Risiken, die entstehen, wenn Finanzinstitute, -märkte und -infrastruktur geografisch stark konzentriert sind.

Wenn die betroffenen Institute gering an der Zahl sind, aber einen sehr großen Anteil des weltweiten Geschäfts ausmachen, ist die Gefahr eines Totalausfalls auf Systemebene natürlich noch größer. Da die Nutzung von Größen- und Verbundvorteilen in der Bereitstellung vieler Finanzdienstleistungen Realität ist, wäre es nicht leicht, die Tendenz zur Konzentration wieder umzukehren. Mindestens aber müssen die Institute zur Errichtung von Zweitsystemen verpflichtet werden, die eine Fortführung des Geschäftsbetriebs auch in einer Krise gewährleisten. Eine zweite wesentliche Lehre ist, dass Notfallpläne, die auch gesicherte Kommunikationseinrichtungen einschließen, erstellt und laufend aktualisiert werden müssen. Zudem sollten diese Pläne von Krisen ausgehen, die nicht nur ein einzelnes Institut, sondern eine Reihe von Instituten gleichzeitig in Mitleidenschaft ziehen. Die Kommunikation auch unter den Ausweicheinrichtungen ist in solchen Situationen ganz entscheidend.

Die Lehren aus den jüngsten Krisen in konkrete Vorschläge umzumünzen ist eine Sache. Diese Vorschläge dann auch umzusetzen ist eine ganz andere, vor allem angesichts der Notwendigkeit politischer Kompromisse sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene. Die bisherige Widerstandsfähigkeit des weltweiten Finanzsystems bezeugt den Nutzen früherer Bemühungen in diesem Bereich. Sie sollte uns nicht den Blick darauf verstellen, dass weitere Maßnahmen nötig sein könnten, um eine angemessene finanzielle und wirtschaftliche Stabilität in einer immer komplexeren Welt zu gewährleisten.