

I. Einleitung: Schwäche noch nicht überwunden

Das vergangene Jahr war von wirtschaftlichen Enttäuschungen geprägt. Miteinander verwobene Entwicklungen in der Geopolitik, in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten bremsten das Wachstum und führten zu großer Unsicherheit bezüglich der Zukunftsaussichten. Die Erholung der Weltwirtschaft schien zu stocken. Fast im gesamten Berichtszeitraum verschlechterte sich die Lage sogar noch. Angesichts der sehr expansiven Konjunkturpolitik in weiten Teilen der Welt stieß dies vielfach auf Verwunderung. Allerdings sind solche Enttäuschungen mindestens seit einigen Jahren die Regel. Meist wurden Sonderfaktoren dafür verantwortlich gemacht, wie z.B. der Konkurs von Enron und andere Unternehmensskandale, der Schock vom 11. September 2001 und – wenngleich diese weniger überraschend kam – die Argentinien-Krise. Der im April 2003 endende Berichtszeitraum bildete da keine Ausnahme. Unsicherheiten wegen des Irak-Kriegs und auch wegen der Ausbreitung des SARS-Virus wurden als wesentliche Gründe dafür genannt, weshalb Unternehmensinvestitionen anscheinend überall auf Eis gelegt wurden.

Der Krieg im Irak überschattete alles. Zunächst stellte sich die Frage, ob es zum Krieg kommen würde und wie sich die Ölpreise entwickeln würden. Dann ging es um den Zeitpunkt des Krieges und schließlich darum, wie der Krieg geführt und beendet werden würde. Die Antworten auf diese Fragen haben sich rascher gefunden als vielfach erwartet. Dennoch hat der Krieg politische Unsicherheiten hinterlassen, die sich als eher langwierig erweisen dürften. Bereits vor diesen jüngsten Ereignissen hatte es eine Reihe internationaler Spannungen gegeben, die den Fortschritt in entscheidenden Bereichen wie der Doha-Verhandlungsrunde über den Welthandel und den weltweiten Reformen im Finanzsektor bedrohten. Die jüngste Abschwächung des US-Dollars hat die Aufmerksamkeit außerdem auf Unsicherheiten im Zusammenhang mit Ungleichgewichten in der internationalen Ersparnis gelenkt sowie darauf, wie die einzelnen Länder am besten zu deren Behebung beitragen könnten.

Da die Hoffnungen hinsichtlich der Weltwirtschaft immer wieder enttäuscht worden sind, wird allmählich aber auch die Möglichkeit in Betracht gezogen, dass tiefer greifende Kräfte am Werk sein könnten. Ab Anfang der neunziger Jahre führten die USA das weltwirtschaftliche Wachstum an, und zwar weitgehend deshalb, weil in Japan und Deutschland die Struktur Anpassungen ausblieben, die notwendig gewesen wären, um mit den Nachwirkungen der Preisblase bei den Vermögenswerten bzw. der Wiedervereinigung fertig zu werden. Im Nachhinein betrachtet begünstigte die US-Expansion Ende der neunziger Jahre jedoch ihrerseits Übersteigerungen

in Form allzu optimistischer Prognosen für die Unternehmensgewinne, raschen Kreditwachstums, steiler Preisanstiege bei Vermögenswerten sowie überbeanspruchter Bilanzen. Diese Ungleichgewichte, vor allem im Unternehmenssektor, bremsten den Aufschwung in den USA im vergangenen Jahr massiv. Aufgrund der zunehmenden globalen Verflechtungen über den Außenhandel und die Finanzmärkte, ganz zu schweigen von psychologischen Faktoren, scheinen außerdem auch andere Länder erheblich in Mitleidenschaft gezogen worden zu sein. Da die Unternehmensgewinne nach wie vor unter Druck standen, nahmen multinationale europäische Unternehmen, die zuvor hohe Investitionen in den USA getätigt hatten, überall Kürzungen vor. Allgemein konjunkturrehemmend war der Anpassungsbedarf infolge des beispiellosen Verfalls der Aktienkurse; der Kursrückgang vom Höchststand im März 2000 auf das aktuelle Niveau entspricht rund zwei Fünfteln des heutigen weltweiten BIP. Auch die aufstrebenden Volkswirtschaften waren betroffen. Asien bekam vor allem den rückläufigen Handel mit Hochtechnologiegütern zu spüren, Lateinamerika das vorübergehende Ausbleiben von Kapitalzuflüssen.

Wenn sich die optimistischeren Wachstumserwartungen auch leider nicht bewahrheiteten, so galt dies doch glücklicherweise auch für die pessimistischeren. Entgegen manchen Bedenken kam es nicht zu Wechselwirkungen zwischen dem schwachen Wirtschaftswachstum und den Folgen der jüngsten „Preisblase“, die das weltweite Finanzsystem ernsthaft bedroht hätten. Trotz einer Reihe von Schocks, die sowohl die Eigenkapitalausstattung als auch das Vertrauen beeinträchtigten, musste kein großes Finanzinstitut Insolvenz anmelden. Auch die wichtigsten Finanzmärkte funktionierten in letzter Zeit erfreulicherweise im Wesentlichen störungsfrei. Dennoch wurden die Kreditkonditionen in einigen Ländern deutlich gestrafft; besonders betroffen war der Markt für hoch rentierende US-Titel. Zudem wuchs die Befürchtung, dass einige geschwächte Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds künftig möglicherweise weniger bereit sein würden, riskante Anlagen zu tätigen. Beides ist vermutlich Ausdruck einer längst überfälligen Rückkehr zu größerer Umsicht, doch die damit verbundene Einschränkung des Kreditangebots ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt alles andere als wünschenswert. Hier wie in vielen anderen Bereichen – fiskalpolitische Straffung, Kreditrisikovorsorge, Wechselkursanpassungen, Strukturreformen, wirtschaftspolitische Paradigmen etc. – ist es immer mit Kosten verbunden, wenn notwendige Änderungen nicht rechtzeitig erfolgen.

Fiskalpolitische Lockerungen und die bisweilen ausgeprägten Senkungen der Leitzinssätze in vielen Industrieländern haben zweifellos dazu beigetragen, dass sich das Finanzsystem bisher als widerstandsfähig erwiesen hat. Dies hat nicht zuletzt den Rückgang der Kapitalzuflüsse in eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften begrenzt, die zur Finanzierung ihres Leistungsbilanzdefizits weiterhin auf solche Zuflüsse angewiesen sind. Zum Teil dürfte die Robustheit der Finanzmärkte jedoch auch den jahrelangen Anstrengungen zu verdanken gewesen sein, die Infrastruktur des internationalen Finanzsystems zu stärken und die Finanzierungsquellen zu diversifizieren.

Verhaltenes weltweites Wachstum und finanzielle Einflussfaktoren

Im Einklang mit dem äußerst expansiven fiskal- und geldpolitischen Kurs erholte sich das Wirtschaftswachstum in den USA Anfang 2002 deutlich von der Rezession. Überraschenderweise hat es sich seither aber nicht beschleunigt, sondern eher abgeschwächt. Zudem war die Art und Weise der Erholung nicht weniger ungewöhnlich als der vorangegangene Einbruch der Unternehmensgewinne und Investitionen. Der Verbrauch, dessen atypischer Dynamik es u.a. zu verdanken war, dass sich der jüngste Abschwung als flachste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg erwies, blieb 2002 zumeist kräftig, bis er gegen Jahresende nachzulassen schien. Die Unternehmensinvestitionen blieben dagegen die ganze Zeit über schwach, obwohl energische Kosteneinsparungen dafür sorgten, dass das Produktivitätswachstum weiterhin lebhaft war, sich die Gewinnquote gemessen am BIP wieder einigermaßen normalisierte und der externe Finanzierungsbedarf der Unternehmen drastisch zurückging.

Immer sichtbarer wurde im Berichtszeitraum der zunehmende Einfluss von Finanzfaktoren auf die Ausgabenentscheidungen in den USA, wobei die Unternehmen und die privaten Haushalte deutlich unterschiedlich reagierten. Den Unternehmen ging es angesichts der im langfristigen Vergleich sehr hohen Verschuldung in erster Linie darum, ihre Bilanzen zu sanieren. Daher wurden nach Möglichkeit sowohl die Investitionsausgaben gekürzt als auch ausstehende Verbindlichkeiten abgebaut. Die allgemeine Straffung stand auch im Einklang mit den weiterhin sehr schwierigen Bedingungen an den Finanzmärkten. Wegen anhaltend starker Kursverluste an den Aktienmärkten und sehr großer, wenn auch in letzter Zeit rückläufiger Renditeaufschläge von Anleihen konnten nur Schuldner erstklassiger Bonität in vollem Umfang von der vorangegangenen Senkung der Leitzinssätze profitieren. Dass der US-Dollar infolge der niedrigeren Zinsen und der zunehmenden Bedenken in Bezug auf das US-Außenhandelsdefizit schließlich auf effektiver Basis an Wert verlor, gab den repatriierten Gewinnen etwas Auftrieb. Das reichte jedoch bei weitem nicht aus, um den allgemeinen Pessimismus bei den Unternehmen zu zerstreuen, der durch die Besorgnis über die Bilanzen und durch die Unsicherheiten hinsichtlich des weltpolitischen Umfelds entstanden war.

Es wäre vielleicht zu erwarten gewesen, dass diese angespannte Finanzlage auch die Ausgaben der privaten Haushalte bremsen würde. In Wirklichkeit aber setzten die privaten Haushalte in den USA ihre hohen Ausgaben fort, obwohl Umfragen auf einen Vertrauensschwund bei den Verbrauchern hindeuteten. Bei langlebigen Konsumgütern und Dienstleistungen im Bereich Wohneigentum war die Ausgabebereitschaft besonders groß, da beide von niedrigeren Leitzinsen sowie von Sonderfaktoren an den Finanzmärkten profitierten. Insbesondere die Pkw-Umsätze wurden u.a. dadurch gestützt, dass die Hersteller langlebiger Konsumgüter bereit waren, zulasten ihrer eigenen Gewinne eine zinslose Finanzierung anzubieten. Noch mehr schlug zu Buche, dass niedrigere Hypothekenzinssätze, steigende Preise für Wohneigentum und geringere Transaktionskosten die Verbraucher zu massiven Refinanzierungen veranlassten. Die so aufgebrachtten Mittel

wurden zum Teil zur Tilgung kostspieligerer Verbraucherkredite verwendet, vor allem aber zur Ausweitung des Konsums oder zum Erwerb höherwertigen Wohneigentums. Dieser Trend am Immobilienmarkt verstärkte den Auftrieb der Preise für Wohneigentum, was zu einer gewissen Eigendynamik geführt haben dürfte. Ähnliche Folgeerscheinungen eines größeren Kreditangebots waren in den letzten Jahren im Vereinigten Königreich und in Australien sowie in einer Reihe asiatischer und kontinental-europäischer Länder zu beobachten. Die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA stieg im gesamten Berichtszeitraum zwar weiter an, doch brachte dies keine sichtbaren Vorsorgereaktionen der Verbraucher mit sich. Der Aufwand für den Schuldendienst blieb relativ niedrig, wenngleich die Verschuldung gemessen am Vermögen vor allem wegen der Aktienkursrückgänge deutlich zunahm.

Auch in Japan und insbesondere in Kontinentaleuropa blieb das Wirtschaftswachstum hinter den Prognosen zurück. Dies war umso enttäuschender, als in Europa im Gegensatz zu den USA nur wenige mit der Expansion zusammenhängende Ungleichgewichte festgestellt wurden und Japan bereits seit vielen Jahren unter einer effektiven Stagnation litt. Die Unternehmen waren ähnlich zurückhaltend wie in den USA, und die Gründe dafür – schwache Unternehmensgewinne und eine hohe Verschuldung – waren im Wesentlichen dieselben. Der wichtigste Unterschied lag vielmehr beim Konsum: Die Ausgabenneigung der privaten Haushalte in Kontinentaleuropa und Japan war mit derjenigen früherer Konjunkturzyklen vergleichbar. Zwar stiegen die Preise für Wohneigentum in vielen kontinentaleuropäischen Ländern 2002 noch steiler an als in den USA, doch war offenbar weder der Wunsch noch das Instrumentarium vorhanden, diese Vermögenzuwächse für höhere Ausgaben zu nutzen.

Die makroökonomische Politik lässt sich für die anhaltende Konjunkturlaute in Japan und den größeren Ländern Kontinentaleuropas, insbesondere in Deutschland, kaum verantwortlich machen. Sie war im Berichtszeitraum generell akkommodierend, ohne jedoch übermäßig expansiv zu sein. Vielmehr gibt es Anzeichen dafür, dass die Ursachen der Flaute eher in strukturellen Schwächen an den Arbeits-, Güter- und sogar Finanzmärkten zu suchen sind. In Deutschland beispielsweise nahm die Arbeitslosigkeit im letzten Jahr erneut zu, als die beschäftigungsrelevante Abgabenquote auf Löhne und Gehälter so weit anstieg, dass frühere Rückgänge dieses „Steuerkeils“ teilweise neutralisiert wurden. Vor dem Hintergrund einer weiterhin rückläufigen Gewinnquote sackten gleichzeitig die Unternehmensinvestitionen auf den tiefsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. Zudem schritt die Deregulierung in Japan und vielen europäischen Ländern nicht rasch genug voran, als dass angesichts des internationalen Wettbewerbs eine geordnete Reallokation des Faktors Arbeit hätte stattfinden können. Der seit langem bestehende Druck auf Preise und Gewinne in der verarbeitenden Industrie ließ im vergangenen Jahr nur leicht nach, und infolge der Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) könnte er sich durchaus wieder verstärken. Schließlich haben die Finanzinstitute in Japan und Deutschland die Kreditkonditionen im letzten Jahr anscheinend gestrafft, was insbesondere die Investitionen der kleinen und mittleren Unter-

nehmen beeinträchtigte. Dies war vielleicht eine willkommene Maßnahme gegen das hartnäckige Problem, dass immer wieder risikoreiche Unternehmenskredite zu allzu günstigen Konditionen vergeben werden. Allerdings war der Zeitpunkt für eine solche Verhaltensänderung gelinde gesagt unglücklich gewählt.

Angesichts der Schwierigkeiten, mit denen die größten Industrieländer zu kämpfen hatten, ist es vielleicht überraschend, dass die aufstrebenden und die im Übergang befindlichen Volkswirtschaften überhaupt noch so rasch wuchsen. Lateinamerika bekam die meiste Zeit über die Nervosität an den weltweiten Finanzmärkten zu spüren, doch bremsen auch binnenwirtschaftliche Faktoren die Kapitalzuflüsse. Abwertung, Rezession und Inflation drohten gleichzeitig. Als sich jedoch der neue brasilianische Präsident zu einer umsichtigen Wirtschaftspolitik bekannte, ein weit reichender Streik in Venezuela zu Ende ging und sich in Argentinien ein Aufschwung abzeichnete, verbesserte sich die Atmosphäre in der Region glücklicherweise allmählich. Bedingt durch ein größeres Vertrauen in die Wirksamkeit der – oftmals vom IWF unterstützten – Anpassungsbestrebungen und eine verstärkte Nachfrage der Anleger nach Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften verringerten sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen etwas, wenngleich sie in vielen Fällen auf einem unbequem hohen Niveau verharrten.

In Asien sowie in Mittel- und Osteuropa blieb das Wachstum im Berichtszeitraum insgesamt recht kräftig. Hierbei spielten sowohl außen- als auch binnenwirtschaftliche Faktoren eine Rolle. Den asiatischen Ländern kam die beträchtliche Ausweitung des innerasiatischen Handels – zunehmend mit China – zugute, während es den europäischen Volkswirtschaften im Übergang gelang, ihre Exportmärkte zu diversifizieren. In beiden Regionen waren die Kapitalzuflüsse weiterhin so kräftig, dass wirtschaftspolitische Dilemmas entstanden, die durch offizielle Interventionen und beträchtliche Aufstockungen der Währungsreserven nur zum Teil gelöst werden konnten. Diese Maßnahmen hatten außerdem zur Folge, dass der öffentliche Sektor letztlich in hohem Maße zur Finanzierung des beständig wachsenden US-Leistungsbilanzdefizits beitrug. Zum Glück wurde in beiden Regionen aber auch die Inlandsnachfrage kräftig gestützt, um dieses außenwirtschaftliche Ungleichgewicht mit der Zeit zu korrigieren und um das Wachstum anzukurbeln. Anders als in Lateinamerika verfügten eine Reihe von Ländern in Asien sowie Mittel- und Osteuropa über hinreichende Glaubwürdigkeit, sodass die Fiskal- und die Geldpolitik gelockert werden konnten. In einigen Fällen trugen überdies strukturelle Veränderungen dazu bei, dass sich die Kreditvergabe an private Haushalte zur Finanzierung von langlebigen Konsumgütern und von Wohneigentum erheblich ausweitete. Korea, das in dieser Hinsicht die größten Fortschritte erzielt hatte, war jedoch im Frühjahr 2003 mit erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten konfrontiert. Zumindest für unbeteiligte Beobachter war dies eine nützliche Erinnerung, dass Umstrukturierungen, insbesondere im Finanzsystem, unweigerlich Risiken mit sich bringen.

Die weltweite Inflationsrate blieb im letzten Jahr weitgehend stabil auf niedrigem Niveau, wenngleich höhere Rohstoffpreise, vor allem für Öl, eine

Zeit lang ein Wiederaufflammen der Inflation befürchten ließen. In den Industrieländern tendierte die Inflation eher nach unten. In Europa war der Preisauftrieb am stärksten, Japan befand sich in einer Deflation, und die USA lagen dazwischen. Allgemein war zu beobachten, insbesondere in Ländern mit aufwertender Währung, dass die Güterpreise entweder zurückgingen oder wesentlich weniger stiegen als die Preise für Dienstleistungen. Vor allem der stärkere internationale Wettbewerb und die Produktivitätsunterschiede dürften diese Verschiebung bei den relativen Preisen herbeigeführt und sich zudem dämpfend auf die Preisentwicklung insgesamt ausgewirkt haben. Gestützt wurden die niedrigen Inflationsraten in den Industrieländern außerdem durch die nach mehreren Jahren geringen Preisauftriebs immer fester etablierte Erwartung, dass sich dieser Trend auf Dauer fortsetzen würde.

In den aufstrebenden und den im Übergang befindlichen Volkswirtschaften war das Bild wesentlich uneinheitlicher. Lateinamerika stand eindeutig am schlechtesten da. In vielen Ländern stieg die Inflation steil an, und das explizite Inflationsziel wurde oftmals verfehlt. Es ist jedoch beachtlich, dass es – anders als in der Vergangenheit – trotz erheblicher Abwertungen nicht zu einer Hyperinflation kam. Zum Teil entsprach dies der weltweiten Entwicklung insgesamt, eine wichtige Rolle spielte aber auch, dass die jeweiligen Verantwortlichen eine Verringerung der Inflation mit Nachdruck für notwendig erklärten und durch geeignete Maßnahmen unterstützten. Noch willkommener war die Tatsache, dass sich die Inflation im Berichtszeitraum in den meisten Ländern außerhalb Lateinamerikas wirklich abschwächte, sogar in Indien, wo das Haushaltsdefizit hoch blieb.

Gleichzeitig zeigte sich in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ein neuer Trend, der in einigen Fällen unerwünscht, in anderen nur schwer nachvollziehbar war. Unerwünscht war, dass die Deflation in der Sonderverwaltungsregion Hongkong zunahm und auch in Singapur wieder einsetzte, teilweise bedingt durch den vorangegangenen Immobilien- bzw. Hochtechnologieboom. Allerdings wurde auch in China, wo kein Boom stattgefunden hatte, trotz beträchtlicher konjunkturfördernder Haushaltsmaßnahmen und sehr hoher Kreditwachstumsraten wieder eine Deflation verzeichnet. Ein möglicher Grund hierfür ist wohl, dass die Arbeitsproduktivität und somit die Angebotskapazität aufgrund ausländischer Direktinvestitionen enorm zugenommen haben. Dass staatseigene Unternehmen aus Furcht vor den sozialen und politischen Folgen nicht geschlossen wurden, trug ebenfalls zu den Überkapazitäten in vielen Wirtschaftszweigen bei.

Die Deflation in diesen Ländern sowie in Japan löste eine Diskussion aus, ob es auch in anderen Ländern dazu kommen könnte und ob das gegebenenfalls Anlass zur Sorge wäre. Das Stocken des Wirtschaftswachstums belebte diese Debatte zusätzlich, denn die bestehenden Überkapazitäten drohten noch größer zu werden, was die ohnehin niedrigen Inflationsraten weiter nach unten drücken würde. Bei Schwachstellen im Finanzsystem könnte der disinflationäre Effekt sogar noch stärker sein. Auf diese zukunftsweisenden Aspekte wird in den nachfolgenden Kapiteln und in den Schlussbemerkungen noch näher eingegangen.

Wahrung der Finanzstabilität und Einfluss der Wirtschaftspolitik

Angesichts der makroökonomischen Schwierigkeiten in den Industrieländern überraschte es nicht unbedingt, dass Unternehmensinsolvenzen und Rating-Herabstufungen im vergangenen Jahr sprunghaft zunahmen und einen weit höheren Stand erreichten als während der letzten Rezession. Gleichzeitig verschlechterten sich die Gewinnaussichten für die weiterbestehenden Unternehmen, und so kam es im dritten Jahr in Folge zu massiven Verlusten an den Aktienbörsen. Im Gegensatz zum Unternehmenssektor und anders als in früheren Abschwungphasen schien allerdings das Finanzsystem – zumindest auf den ersten Blick – relativ stabil zu sein. Zwar gab es mit der Zeit durchaus deutliche Zeichen von Anspannungen, doch beschränkten sich diese auf bestimmte Wirtschaftsbereiche oder Länder und schienen im Wesentlichen unter Kontrolle gehalten werden zu können.

Grund zur Zufriedenheit bot vor allem die Widerstandsfähigkeit der Bankensysteme in den meisten Industrieländern. Verluste auf der Unternehmensseite und niedrigere Erträge aus dem Kapitalmarktgeschäft wurden – mit Japan als wichtiger Ausnahme – zumindest teilweise durch eine kräftige Belebung des Geschäfts mit den privaten Haushalten ausgeglichen. Dies galt besonders für die USA, wo Hypothekenrefinanzierungen und Verbraucherkredite hohe Nettozinserträge und Provisionen einbrachten. Deutschland war insofern ein Sonderfall, als hier die Unternehmensinsolvenzen ungewöhnlich drastisch zunahmen, was die chronisch niedrigen Zinsmargen nur unzureichend ausgleichen konnten. Doch die Eigenkapitaldecke der Banken verbesserte sich sowohl in Deutschland als auch in vielen anderen Ländern und blieb weit über den aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen. Darüber hinaus wurden in Nordamerika und in vielen europäischen Ländern erneut maßgebliche Schritte zur Kostensenkung und Ertragsdiversifizierung unternommen. Mit dem allmählichen Verschwinden des subventionierten Wettbewerbs vonseiten staatlich unterstützter Finanzinstitute in Europa dürfte die positive Wirkung dieser Umstrukturierungen auf die Gewinne deutlicher sichtbar werden.

Doch nicht überall im weltweiten Finanzsystem sah die Lage so zufriedenstellend aus. Einige alte Probleme blieben nach wie vor ungelöst, und einige neue kamen hinzu. Die Bankbilanzen in Japan und einer Reihe anderer asiatischer Länder – mit Malaysia als wichtiger Ausnahme – litten weiterhin unter dem hohen Anteil notleidender Kredite. Außerdem gab es im letzten Jahr keine wirklichen Fortschritte bei der Formulierung – geschweige denn Umsetzung – einer Strategie, um das Problem der nicht tragfähigen Verschuldung sowohl im Unternehmens- als auch im Bankensektor anzugehen. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds kamen als neue Problemfälle hinzu. Von den Verheißungen der „neuen Ära“ geblendet und mit zusätzlichem Wettbewerbsdruck konfrontiert, hatten diese – vor allem diejenigen in Europa – massiv in volatile Aktien investiert statt in langfristige Anleihen, die das natürliche Gegengewicht zu ihren vertraglichen Verbindlichkeiten bilden. Viele europäische und japanische Versicherungsgesellschaften litten auch darunter, dass sie Verbindlichkeiten mit relativ hohen garantierten Renditen eingegangen

waren. Eine Anzahl größerer europäischer Gesellschaften haben daraufhin Maßnahmen zur Rekapitalisierung ergriffen, die Versicherungsprämien angehoben und begonnen, sich aus unrentablen Geschäftszweigen zurückzuziehen. Fast überall wandten sich Pensionsfonds wegen Unterdeckung an die hinter ihnen stehenden Unternehmen. Allerdings haben sich dadurch auch die Gewinnerwartungen und die Ratings verschlechtert, was zusätzlich auf die Aktienkurse drückte und die Deckungslücken entsprechend vergrößerte.

Anlass zur Besorgnis waren im Berichtszeitraum zudem die heftigen Stimmungsschwankungen und Volatilitätsausschläge an den Finanzmärkten. Neben den gedämpften Gewinnaussichten bekamen die Aktienmärkte 2002 auch zu spüren, dass mehr Unternehmen als je zuvor ihr bisher hohes Rating verloren, mehrmals rasch hintereinander herabgestuft wurden und in manchen Fällen sogar Insolvenz anmelden mussten. Zusammen mit vorangegangenen Enthüllungen von Unregelmäßigkeiten u.a. in der Rechnungslegung sorgte dies bei den Anlegern für Verwirrung und immer größere Risikoscheu. Auch bei den Kreditzinsspannen machte sich diese Stimmung bemerkbar. Sie stiegen fast den ganzen Berichtszeitraum über kräftig an und lagen Ende 2002 auf Rekordhöhe. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sanken glücklicherweise deutlich und erreichten im Frühjahr 2003 den niedrigsten Stand seit über 20 Jahren. Unter dem Strich hatte das zur Folge, dass die Finanzierungskosten nicht so stark zunahmten, wie vielleicht zu erwarten gewesen wäre. Eine positive Überraschung war der Rückgang der Kreditzinsaufschläge um die Jahreswende, wenngleich andere Indikatoren der Marktstimmung recht düster blieben. Vielleicht waren die Zinsaufschläge vorher übermäßig hoch gewesen, doch kamen die Märkte offenbar auch zu dem Schluss, dass es den Unternehmen tatsächlich gelang, ihre Bilanzen zu sanieren und ihre Anfälligkeit gegenüber potenziellen Schocks zu reduzieren.

Dass das Finanzsystem – und insbesondere das Bankensystem – so reibungslos funktionierte, hat sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Gründe. Der vielleicht wichtigste konjunkturelle Faktor war in vielen Ländern etwas, das gar nicht eintrat: Dem jüngsten Abschwung ging kein kräftiger Anstieg der gewerblichen Immobilienkredite voraus, die dann notleidend geworden wären. Vielmehr wurden die Erträge der Finanzinstitute angesichts der Schwächen im Unternehmenssektor und an den Finanzmärkten oft durch das relativ lebhafte Geschäft mit Hypotheken- und Verbraucherkrediten gestützt. Dieses wiederum war u.a. eine Folge der rigorosen Lockerung der Geldpolitik in vielen Ländern, die durch die anhaltend stabilen Inflationsraten möglich geworden war.

Auch strukturelle Entwicklungen förderten die Finanzstabilität. Bei den Finanzinstituten, insbesondere den Banken, ist anscheinend das Bewusstsein für ihre Risiken und für die Notwendigkeit eines sorgfältigen Risikomanagements gewachsen. Beispielsweise werden Risiken immer mehr aus dem Bankensystem hinaus auf die Finanzmärkte und von dort auf Nichtbankfinanzinstitute übertragen. Gestützt wurde dieser Trend durch das rasche Wachstum des Hochrenditenmarktes, vor allem in den USA, sowie die Entwicklung der europäischen Anleihemärkte seit der Einführung des Euro. Die Banken verwenden zunehmend Finanzinstrumente wie Konsortialkredite, forderungs-

unterlegte Wertpapiere, Collateralised Debt Obligations und Credit Default Swaps, um Kreditrisiken auf andere institutionelle Anleger zu übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass eine größere Streuung des Kreditrisikos stabilitätsfördernd ist, was sich bisher auch bestätigt hat. Dass den Schuldern eine stärker diversifizierte Auswahl von Gläubigern zur Verfügung stand, half zudem Liquiditätsproblemen vorbeugen, wie sie in der Vergangenheit oftmals zu folgenschweren Insolvenzen geführt hatten.

Die Verantwortlichen des öffentlichen Sektors haben dabei nicht nur den richtigen Zeitpunkt für wirtschaftspolitische Anpassungen gefunden, sondern ihnen ist zum Teil auch diese relativ positive Entwicklung im Finanzsektor zu verdanken. Die nationalen Entscheidungsinstanzen arbeiten – zusammen mit den internationalen Finanzinstitutionen und dem Forum für Finanzstabilität (FSF) – seit vielen Jahren intensiv daran, die Standards für ein umsichtiges Verhalten im Finanzsystem zu verbessern. Im Berichtszeitraum wurde das Augenmerk besonders auf die Schwachstellen in den Marktgrundlagen gerichtet, die im Zuge der jüngsten Skandale im Unternehmenssektor aufgedeckt worden waren. Obwohl viele Initiativen bereits kurz nach diesen Ereignissen lanciert wurden, scheinen die meisten wohlgedacht und in enger Zusammenarbeit mit den Marktteilnehmern konzipiert worden zu sein. Darüber hinaus sind zwar etliche Initiativen in Bezug auf die gesetzlichen Grundlagen und ihren Geltungsbereich im Wesentlichen national, sie bauen jedoch auf allgemeinen Grundsätzen auf, die nach eingehenden Konsultationen auf internationaler Ebene vereinbart wurden. Die Lehren aus den jüngsten Erfahrungen der einzelnen Länder finden Eingang in diese Grundsätze, und daher dürfte diese interaktive Vorgehensweise schließlich zu einer beträchtlichen internationalen Konvergenz der bewährten Verfahren („best practices“) führen.

Besondere Erwähnung verdienen die kürzlich von der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) herausgegebenen Grundsätze über die Unabhängigkeit der Rechnungsprüfer (zur Vermeidung von Interessenkonflikten) und die behördliche Überwachung von Prüfungsfirmen. Damit soll behoben werden, was immer mehr als bedeutende Schwachstelle angesehen wird, dass es nämlich in der Wirtschaftsprüfungsbranche sowohl an Führungsqualitäten als auch am Willen fehlt, angesichts bisheriger Mängel innere Reformen durchzuführen und die Standards für die Prüfpraxis zu überarbeiten. Fortschritte gab es auch bei der Erarbeitung internationaler Vereinbarungen über Grundsätze in den Bereichen Rechnungslegung und Publizität. Bei der Rechnungslegung war die Vereinbarung zwischen den US-Behörden und dem International Accounting Standards Board, einheitliche Rechnungslegungsstandards anzustreben, ein wichtiger Schritt nach vorn. Von großer Bedeutung war im vergangenen Jahr außerdem der Beginn der Überarbeitung der *Grundsätze der Corporate Governance* der OECD. Dabei sollen sowohl die Grundsätze selbst noch konsequenter gestaltet als auch zusätzliche Hilfestellungen für ihre weltweite Auslegung, Anwendung und Durchsetzung gegeben werden. Ferner wurde zunehmend anerkannt, dass internationale Standards notwendig sind, um systeminhärente Interessenkonflikte im Finanzdienstleistungssektor ganz allgemein so gering wie möglich

zu halten. In letzter Zeit wurde der Beziehung zwischen Aktienanalysten und Emissionsinstituten besondere Aufmerksamkeit gewidmet, doch darüber hinaus lassen sich ohne weiteres eine Menge anderer Konflikte benennen.

Bisher hat sich das weltweite Finanzsystem den immer deutlicher hervortretenden wirtschaftlichen Anspannungen gegenüber als robust erwiesen. Das ist eigentlich beruhigend, ebenso wie der Fortschritt bei der Stärkung der Fundamente des Finanzsystems. Allerdings darf dies die Verantwortlichen nicht davon abhalten, die immer noch vorhandenen Mängel zu beheben, und es darf ihnen nicht den Blick auf weitere Herausforderungen verstellen. Womöglich sind im Finanzsystem erhebliche latente Anspannungen vorhanden. Es lässt sich nicht zuverlässig voraussagen, wie sich eine anhaltende weltweite Wachstumsschwäche auf den Finanzsektor auswirken könnte, vor allem wenn Schocks auf politischer Ebene oder im Welthandel hinzukämen. Diese vorausschauenden Fragen und mögliche wirtschaftspolitische Antworten werden im Mittelpunkt der Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts stehen.