

I. Einleitung: Zeit für eine Neuorientierung?

Nach dem Konjunkturabschwung, der Anfang 2001 eingesetzt hatte, herrschte längere Zeit Enttäuschung wie auch Verwunderung, dass die geld- und fiskalpolitischen Impulse, obgleich stärker als je zuvor, keine deutlicheren Erfolge bei der Belebung des weltweiten Wirtschaftswachstums zutage brachten. Anlass zur Sorge für die Zentralbanken war vor allem, dass eine erhöhte Risikoscheu bei Märkten und Finanzinstituten einige der wichtigsten Transmissionskanäle der expansiven Geldpolitik zu versperren schien. Später hellte sich dieses trübe Bild auf: Die Finanzmärkte fanden wieder Grund zum Optimismus und wurden weiterhin durch eine außerordentlich akkommodierende Wirtschaftspolitik gestützt. Mit 0% in Japan, 1% in den USA und 2% im Euro-Raum lagen die Leitzinsen in den wichtigsten industrialisierten Volkswirtschaften ganz oder fast auf dem tiefsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. Diese weltweiten Auftriebskräfte wurden noch durch eine weitere außergewöhnliche Entwicklung verstärkt: Vor allem um der Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken, intervenierten im Berichtszeitraum mehrere Länder massiv an den Devisenmärkten. Außerdem lockerten sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften generell die Finanzierungsbedingungen.

Ein Rückblick auf das letzte Jahr, wie er im Mittelpunkt dieser Einleitung steht, beweist wohl, dass die Wirtschaftspolitik die kräftige Erholung der Weltkonjunktur entscheidend mitgeprägt hat. Außer im Euro-Raum lag das Wirtschaftswachstum praktisch überall deutlich über den Prognosen von vor einem Jahr. Zudem hat das kräftigere Wachstum bisher noch nicht zu einer nennenswerten Beschleunigung der Kerninflation der Verbraucherpreise geführt. Ein Blick nach vorn, wie ihn die Schlussbemerkungen des vorliegenden Jahresberichts tun werden, zeigt, dass die Prognosen von einer Fortsetzung dieser glücklichen Konstellation ausgehen, gestützt insbesondere durch ein relativ starkes Produktivitätswachstum in einigen Industrieländern. Was also ist zu befürchten, abgesehen von den üblichen Messfehlern und der Tatsache, dass Prognosen genauso gut falsch sein können?

Ein denkbare Problem wäre eine unerwartete Beschleunigung der Inflation; Vorboten davon sind vielleicht der jüngste starke Anstieg der Rohstoffpreise und die damit verbundene Inflation in China. Eine andere Sorge könnten Preisblasen bei Vermögenswerten und unrentable Investitionen sein, mit denen ein übermäßiges Kreditwachstum in der Vergangenheit oft einherging. Die Ausweitung der Aufschläge bei Staatsanleihen und hochrentierenden Unternehmensanleihen, die im April 2004 begann, ist womöglich ein frühes Anzeichen für einen Abbau latenter Übersteigerungen.

Ob finanzielle Anspannungen auf kurze Sicht als wahrscheinlich eingeschätzt werden oder nicht – fest steht, dass die jetzige expansive Konjunkturpolitik nicht auf Dauer beizubehalten ist. Die entscheidende Herausforderung in der Aufschwungphase wird darin bestehen, die Wirtschaftspolitik zu straffen, ohne eine Weltwirtschaft zu destabilisieren, die ohnehin wirtschaftliche und finanzielle Ungleichgewichte aufweist.

Längerfristig stellt sich die Frage nach den tief greifenden Konsequenzen dreier miteinander verflochtener globaler Strukturänderungen. Erstens haben Deregulierung und Globalisierung an den Märkten für Güter und Dienstleistungen weltweit die Produktivität gestärkt und wohl auch die Inflation gedämpft. Zweitens dürfte mit der Liberalisierung im Finanzsektor das Potenzial für Höhenflüge und anschließende Einbrüche in der Kreditvergabe und bei den Preisen von Vermögenswerten gewachsen sein. Drittens konzentriert sich die Geldpolitik immer mehr auf die Kontrolle der Inflation und hat außerdem an Glaubwürdigkeit gewonnen. Vor dem Hintergrund der ersten beiden Veränderungen könnte diese letztgenannte deutlich geringere geldpolitische Straffungen bei ungewöhnlich raschem Wachstum oder vermuteten Übersteigerungen im Finanzsystem bedeuten. Immer vorausgesetzt, dass die Inflation unter Kontrolle ist, wäre aber auch denkbar, dass die Geldpolitik es sich leisten zu können glaubt, auf eine Konjunkturabschwächung oder auf finanzielle Schwierigkeiten infolge vorangegangener Übersteigerungen wesentlich energischer zu reagieren als in der Vergangenheit.

Eine solche Asymmetrie in der Geldpolitik – und im Übrigen auch in der Fiskalpolitik – hat zu der begrüßenswerten Verringerung der konjunkturellen Schwankungen in den letzten Jahren beigetragen. Dieser Ansatz könnte auf die Dauer jedoch auch riskant sein. Schließlich ist der Spielraum für Reaktionen auf weitere unwillkommene Schocks bereits recht begrenzt, da die Staatsschuldenquoten im jüngeren Vergleich immer noch sehr hoch sind und die Nominalzinsen nahe bei null liegen.

Vorerst können wir von Glück sagen, dass eine weltweite Konjunkturerholung im Gang ist und Schocks nicht Realität, sondern nur Eventualität sind. Hat sich der Aufschwung erst einmal etabliert, wird aber eine ungewöhnlich starke Neuorientierung der Fiskal- und Geldpolitik erforderlich sein, um deren Flexibilität wiederherzustellen. Darüber hinaus müssten die analytischen Annahmen, die der Formulierung der Wirtschaftspolitik bisher zugrunde lagen, rigoros überprüft werden. Angesichts des raschen und drastischen wirtschaftlichen und finanziellen Strukturwandels, der vielleicht noch nicht einmal abgeschlossen ist, wäre es vermutlich leichtsinnig, wenn die Wirtschaftspolitik einfach annähme, dass ihre alten Antworten ihre Gültigkeit behalten werden.

Stärkeres Wachstum setzt ein

Dem weltweiten Abschwung Anfang dieses Jahrzehnts setzten die wichtigsten Industrieländer, allen voran die USA, ungewöhnlich starke fiskal- und geldpolitische Impulse entgegen, ermöglicht durch die niedrigen Inflationsraten, die im Berichtszeitraum generell bestehen blieben.

In den USA war die Fiskalpolitik mit Ausgabensteigerungen und Steuer-senkungen bemerkenswert expansiv. Die Geldpolitik schwenkte dauerhaft auf einen höchst akkommodierenden Kurs ein. Das Ziel für den Tagesgeldsatz wurde bei 1% gehalten, und darüber hinaus wurden große Anstrengungen unternommen, um insbesondere die Anleihemärkte davon zu überzeugen, dass diese Ausrichtung für einen beträchtlichen Zeitraum beibehalten werden würde. Ein etwas anderer, jedoch ebenfalls expansiver Kurs wurde in Japan verfolgt, wo das enorme Haushaltsdefizit und die hohe Verschuldung eine weitere fiskalpolitische Stimulierung einschränkten. Daher wurde die Geldpolitik der quantitativen Lockerung intensiviert, und es wurde verstärkt versucht, die Öffentlichkeit zu überzeugen, dass sämtliche Teile der Regierung nun an einem Strang zogen, um die Deflation zu beenden. Im Euro-Raum stieg das Haushaltsdefizit in drei Ländern (darunter die beiden größten Volkswirtschaften) über die Obergrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Während dies von Ländern, die die Regeln eingehalten hatten, scharf kritisiert wurde, war der damit verbundene Ausgabeneffekt hilfreich, ebenso wie der anhaltend akkommodierende Kurs der Europäischen Zentralbank (EZB).

Entsprechend der relativen Lockerung der Geldpolitik in den USA und der wachsenden Belastung durch die außenwirtschaftlichen Defizite und die Auslandsverschuldung war der US-Dollar im letzten Jahr trendmäßig schwächer. Vor allem Länder mit einem festen Wechselkurs gegenüber dem Dollar stellten sich nachdrücklich gegen diesen „Export“ des US-Disinflationsdrucks. In Japan erreichten die Devisenmarktinterventionen der Währungsbehörden, mit denen eine zu rasche Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar und dem chinesischen Renminbi verhindert werden sollte, ein nie gekanntes Ausmaß. Auch andere Länder, insbesondere in Asien, intervenierten massiv an den Devisenmärkten. Viele aufstrebende Volkswirtschaften reagierten auf den Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar auch mit einer Lockerung der Geldpolitik. Ferner verschoben einige Länder Lateinamerikas sowie Mittel- und Osteuropas ihre Pläne für einen fiskalpolitischen Sparkurs und Strukturreformen, die zuvor angesichts des Abwertungsdrucks auf ihre Währungen als notwendig erachtet worden waren. Die längerfristigen Konsequenzen einmal beiseite gelassen, begünstigte auch dies den Aufschwung.

Praktisch alle Finanzmärkte reagierten lebhaft auf diese generelle Lockerung der Geldpolitik, wenn auch mit sehr unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung. Die langfristigen Anleiherenditen in den USA, die seit Jahren einem Abwärtstrend gefolgt waren, blieben im Berichtszeitraum im Wesentlichen auf ungewöhnlich niedrigem Niveau konstant. Hinter dieser allgemeinen Stabilität verbargen sich jedoch wechselnde Phasen, in denen die Märkte auf Kräfte reagierten, die höhere bzw. niedrigere Renditen verlangten. Höhere Renditen schienen z.B. aufgrund der nach oben korrigierten Erwartungen für das Wachstum und die Haushaltsdefizite gerechtfertigt; gebremst wurden die Renditen u.a. durch massive Käufe von US-Schatzpapieren durch asiatische Zentralbanken und die Hinweise der Federal Reserve hinsichtlich ihrer voraussichtlichen geldpolitischen Schritte. Die Renditen im Euro-Raum entwickelten sich die meiste Zeit recht synchron zu den US-Renditen, koppelten sich gegen Ende des Berichtszeitraums jedoch in gewissem Maße

ab, als die US-Renditen scharf anzogen. Dies stand durchaus im Einklang mit den gedämpfteren Wachstumsaussichten im Euro-Raum.

An den meisten anderen Finanzmärkten war die Situation wesentlich klarer. Die Preise von Vermögenswerten stiegen fast im gesamten Berichtszeitraum kräftig an, was zusätzlich zur Vertrauensbildung beitrug und den Konjunkturaufschwung förderte. Die weltweiten Aktienmärkte entwickelten sich besonders dynamisch, angeführt von den Technologiewerten und den Aktien aufstrebender Volkswirtschaften. Die Renditenaufschläge auf hochriskante Unternehmensanleihen sanken deutlich, ebenso wie die Credit-Default-Swap-Spreads. Auch die Aufschläge auf Staatsanleihen verringerten sich, und aufstrebende Volkswirtschaften, darunter etliche mit fragwürdiger Bonität, fanden wieder leichter Zugang zu den Kapitalmärkten. Am wichtigsten war vielleicht, dass die Preise von Wohnimmobilien – ebenso wie die entsprechende Verschuldung – in vielen Ländern weiter stiegen. Erst in den letzten Monaten des Berichtszeitraums begannen sich diese Trends an einigen Märkten umzukehren bzw. erheblich an Dynamik zu verlieren.

Zum Teil könnten diese Preisanstiege bei den Vermögenswerten mit den niedrigen Anleiherenditen zusammenhängen. Durch niedrigere nominale Hypothekenzinsen veränderte sich das Zahlungsprofil der Schuldner und verringerten sich unmittelbare Liquiditätsprobleme. Es ist somit weder überraschend noch beunruhigend, dass sich dies schließlich sowohl in höheren Preisen von Wohnimmobilien als auch in höheren Schuldenständen niederschlug. Problematischer ist dagegen, dass die niedrigeren Anleiherenditen Anlass zu wachsender Risikofreudigkeit gewesen sein könnten. Für Versicherungsgesellschaften, die vertraglich verpflichtet waren, hohe Renditen auf ihre Passiva zu zahlen, wurde das Eingehen größerer Risiken beinahe zur Überlebensfrage. Eine ähnliche Versuchung dürfte auch für Pensionsfonds bestanden haben, deren angestrebte Rendite über der von Staatsanleihen lag. Da die Erinnerung an vorangegangene finanzielle Verluste zu verblassen begann, war es außerdem nur natürlich, dass das Vertrauen zurückkehrte. Mit dem einsetzenden Preisanstieg schienen die Erwartungen zudem durch Extrapolation gebildet zu werden, wie es in der Vergangenheit oft der Fall gewesen war.

Doch neben dem Zinsargument lässt sich zur Begründung der Preissteigerungen bei Vermögenswerten auch die Tatsache heranziehen, dass sich an vielen Märkten gleichzeitig die Fundamentaldaten verbesserten. In den Industrieländern verringerten sich beispielsweise die Unternehmenskonkurse und die Verluste im Konkursfall. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, vor allem in Asien, scheint die Wirtschaftspolitik jetzt angemessener und wachstumsfördernder zu sein als vor einem Jahrzehnt. Die Preise von Wohnimmobilien wurden in vielen Ländern durch Bebauungsvorschriften, Zuwanderung und die Präferenz der Käufer für bestimmte Regionen in jeweils unterschiedlichem Maße nach oben getrieben. Diese Einflussfaktoren dürften nicht so bald nachlassen, könnten allerdings durch andere überdeckt werden.

Mit größerer Sicherheit lässt sich sagen, dass die Kombination einer lockeren Wirtschaftspolitik und dynamischerer Finanzmärkte zu einer Beschleunigung der globalen Konjunkturentwicklung beitrug. Unter den

Industrieländern waren die USA führend, dicht gefolgt von Australien und vom Vereinigten Königreich. Unter dem Einfluss kräftiger Zuwächse bei den Unternehmensgewinnen begann sich die erwartete Verschiebung der Ausgaben zu Investitionen abzuzeichnen, doch der Verbrauch blieb ebenfalls robust. Die privaten Haushalte nutzten entweder die höheren Wohnimmobilienpreise, um liquide Mittel aus Wohneigentum zu Ausgabezwecken abzuschöpfen, oder sie refinanzierten ihre Hypotheken, um die monatlichen Zinszahlungen zu senken. Auch in etlichen anderen Industrieländern, darunter einige der kleineren Länder des Euro-Raums, war ein sehr lebhaftes Wirtschaftswachstum die Regel. In Japan wurden ebenfalls Anzeichen einer unmittelbar bevorstehenden Erholung erkennbar, denn die Exporte stiegen sprunghaft an, vor allem nach China. Noch ermutigender war, dass auch die Investitionsausgaben großer japanischer Unternehmen allmählich wieder zunahmen. Ein Jahrzehnt lang waren positive Cashflows vornehmlich zur Reduzierung von Schulden aus der Boomphase der achtziger Jahre verwendet worden.

In mehreren größeren kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften waren die Anzeichen für eine Konjunkturerholung deutlich schwächer. Zwar profitierten diese Länder trotz der effektiven Aufwertung des Euro weiterhin von dem Auftrieb, der von den steigenden Exporten ausging, und die Dynamik schien auf das Vertrauen der Unternehmen überzugreifen. Das Problem bestand jedoch darin, dass die Ausgabenzurückhaltung der Verbraucher anhielt, obwohl die Vermögenspositionen der privaten Haushalte im internationalen Vergleich recht solide waren. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit Plänen, die Strukturmängel am Arbeitsmarkt, bei den Renten, im Gesundheitswesen und in der Steuerverwaltung unmittelbar anzugehen, dürften hier durchaus eine Rolle gespielt haben, ebenso wie der verbreitete Eindruck einer höheren Inflation nach der Einführung des Euro. Dass Vermögen aus Wohneigentum in diesen Ländern nicht so leicht in liquide Mittel umgewandelt werden kann wie z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich, heißt auch, dass der Verbrauch stärker von den Nettoeinnahmen abhängig ist und darum anfälliger war für die weiter unten erörterten Rückschläge an den Arbeitsmärkten.

Auch die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften wiesen im Berichtszeitraum ein höheres Wachstum auf. Oft begünstigten positive internationale Einflüsse, insbesondere höhere Rohstoffpreise und leichter zugängliche Finanzmärkte, gemeinsam mit einer stärkeren Inlandsnachfrage das Wachstum. China erzielte ein beeindruckendes Ergebnis mit Folgewirkungen in ganz Asien und sogar darüber hinaus. Vor dem Hintergrund massiver Kapitalzuflüsse und eines sehr hohen Wachstums der Inlandskredite stiegen die chinesischen Unternehmensinvestitionen auf über 40% des BIP. In den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens blieben die Investitionen deutlich hinter früheren Höchstständen zurück. Dies war möglicherweise auf nach wie vor bestehende Überkapazitäten in einigen Ländern sowie auf den internationalen Wettbewerbsdruck zurückzuführen. In einer Reihe von Ländern beschleunigte sich jedoch der Konsum, wobei oftmals staatliche Maßnahmen zur Förderung der Inlandsnachfrage eine Rolle spielten. Auch die indische Wirtschaft fiel positiv auf. Während die landwirtschaftliche Produktion von

günstigen Wetterbedingungen profitierte, steigerten die langsamen, aber stetigen Strukturreformen offenbar zunehmend das Produktionspotenzial und die internationale Wettbewerbsfähigkeit Indiens.

In anderen aufstrebenden Regionen war das Wirtschaftswachstum zumeist weniger dynamisch als in Asien, wenngleich es zum Teil durch länderspezifische Kräfte gestützt wurde. Die Erholung im Nahen Osten, in Afrika und in Russland wurde offenkundig von den höheren Öl- und sonstigen Rohstoffpreisen vorangetrieben, während das Wachstum in Lateinamerika stark von der Überwindung der vorausgegangenen Krisen in Argentinien und Venezuela profitierte. Die beginnende, jedoch noch unsichere Erholung in Mexiko dagegen hatte tiefere Wurzeln, denn die Belebung in den USA förderte das Wachstum erheblich, wenn auch zeitlich verzögert. Das günstige weltweite Zinsumfeld kam bis vor kurzem auch Brasilien zugute, obwohl sich eine breit angelegte Erholung nach wie vor nicht eindeutig abzeichnet.

In Mittel- und Osteuropa setzte sich das Wachstum fort, beschleunigte sich aber nicht, was zum Teil möglicherweise mit der schleppenderen Erholung im Euro-Raum zusammenhing. Insbesondere die neuen EU-Mitgliedsländer standen weiterhin unter dem Einfluss des Beitrittsoptimismus und damit zusammenhängender Kapitalzuflüsse einerseits und der Notwendigkeit, hartnäckige Strukturprobleme anzugehen, andererseits.

Weitere Entwicklungen – teils erwartet, teils unerwartet

Als die weltweite Erholung an Dynamik gewann, kristallisierten sich andere Wirtschaftstrends deutlicher heraus. Zwar waren die meisten eher willkommen, doch kamen einige zugleich recht überraschend. In den Schlussbemerkungen wird darauf eingegangen, ob diese unerwarteten Entwicklungen die Anfälligkeit der Weltwirtschaft erhöhen und was die Wirtschaftspolitik gegebenenfalls dagegen tun könnte.

Eine allgemein erwartete Folge des rascheren Wachstums war eine kräftige weltweite Belebung des internationalen Handels, insbesondere innerhalb Asiens. China importiert mittlerweile im großen Stil Vor- und Zwischenprodukte für die Montage und den anschließenden Export von Endprodukten und avanciert in rasantem Tempo zum Fertigungszentrum der Welt. In diesem Umfeld des wachsenden Außenhandels stellt es einen bedeutenden Sinneswandel dar, dass Japan und Indien den Aufstieg Chinas inzwischen offenbar nicht mehr so sehr als Bedrohung, sondern vielmehr als Chance begreifen.

Im Zuge der Konjunkturerholung hat sich außerdem der US-Handelsbilanzsaldo weiter verschlechtert. Dies steht zwar im Einklang mit dem vergleichsweise kräftigeren Wachstum der US-Wirtschaft, doch war es eine Überraschung für diejenigen, die erwartet hatten, dass das US-Wachstum unter der Last des Eindrucks binnen- und außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte ins Stocken geraten würde. Zudem trug zwar die effektive Abwertung des Dollars dazu bei, die Verschlechterung des Handelsbilanzsaldos einzudämmen, doch war die Veränderung des effektiven Wechselkurses selbst dadurch begrenzt, dass viele Länder aus unterschiedlichen Gründen an den Devisenmärkten

intervenierten. Soweit die anschließenden Anlagen ausländischer Währungsreserven in US-Wertpapieren zur Senkung der US-Anleiherenditen beitrugen, ließe sich sogar argumentieren, dass sowohl der „Elastizitätskanal“ als auch der „Absorptionskanal“ der zu erwartenden Anpassung im Außenhandel in ihrer Wirkung eingeschränkt waren. Offen bleibt, wie lange dieser stetige, lieferantenkreditartige Strom von Gütern und Kapital von Asien in die USA noch aufrechterhalten werden kann.

Trotz der Dynamik der weltweiten Erholung wurde erst gegen Ende des Berichtszeitraums ein deutlicher Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise erkennbar. Selbst in den USA, wo die Wirtschaft rasch wuchs und die Währung abwertete, blieb die Inflation unter dem Einfluss von immer noch vorhandenen, wenn auch rasch schrumpfenden Produktionslücken meist auf sehr niedrigem Niveau. Im Euro-Raum glitt die Inflation, wenngleich durch die Währungsaufwertung beeinflusst, Anfang 2004 unter das 2%-Niveau, bevor sie infolge der gestiegenen Ölpreise wieder anzog. In Japan schien der Deflationsdruck nachzulassen, sogar nach Bereinigung um die Effekte von Messfehlern und den kräftigen Anstieg verschiedener administrierter Preise.

Unter den größeren Volkswirtschaften gab es in China die deutlichsten Anzeichen für einen Anstieg der Inflation. Angesichts der vorausgegangenen Deflation war ein gewisser Preisauftrieb zunächst durchaus willkommen und wurde durch Bemühungen der Regierung, die Kreditschöpfung und die Investitionstätigkeit zu fördern, sogar gestärkt. In den letzten Quartalen sind jedoch die Bedenken wegen einer Überhitzung erheblich gewachsen, und durch eine Kombination marktbasierter und administrativer Schritte sollen sowohl die Kreditvergabe als auch die Ausgaben gedämpft werden. In mehreren anderen industrialisierten Volkswirtschaften wurden die Leitzinsen angesichts eines raschen Nachfragewachstums und sich abzeichnender finanzieller Übersteigerungen heraufgesetzt, obwohl die gegenwärtige Verbraucherpreis-inflation unter Kontrolle zu sein scheint.

Mit dieser bisher relativ gedämpften Verbraucherpreisentwicklung weltweit gingen allerdings eine Reihe unterschiedlicher Preistrends einher. Die Preise von Endprodukten geben schon seit einiger Zeit generell nach. Gründe hierfür sind Produktivitätssteigerungen in der Fertigungsindustrie weltweit sowie Exporte aus jüngeren aufstrebenden Volkswirtschaften. Dagegen steigen die Dienstleistungspreise in der Regel rascher. Zu diesem allgemeinen Trend kam im Berichtszeitraum eine neue, noch drastischere Entwicklung hinzu. Die Preise von Öl und anderen Rohstoffen stiegen sehr kräftig an, worin nicht nur der globale Aufschwung, sondern auch das zunehmende Gewicht rohstoffintensiver Investitionen in China zum Ausdruck kam. Glücklicherweise konnte dieser Preisanstieg zumindest bisher relativ leicht in den Gewinnmargen absorbiert werden, vor allem in Ländern, wo Kosteneinsparungen infolge früherer wirtschaftlicher und finanzieller Schwierigkeiten am weitesten fortgeschritten sind.

Entsprechend dem Bestreben, im scharfen internationalen Wettbewerb die Kosten unter Kontrolle zu halten, stehen dem jüngsten Konjunkturanstieg in vielen Industrieländern ein gedämpftes Lohnwachstum und eine ungewöhnliche Zurückhaltung bei Neueinstellungen gegenüber. In den USA

scheinen die Unternehmen den technologischen Fortschritt infolge der jüngsten Investitionen genutzt zu haben, um die Arbeitsproduktivität deutlich zu steigern. Die drastisch sinkenden Kapitalkosten einerseits und der Anstieg der Kosten für die medizinische Versorgung und sonstige Lohnnebenleistungen andererseits waren ein weiterer Grund dafür, der Steigerung der Kapitalintensität den Vorzug gegenüber einer Schaffung von Arbeitsplätzen zu geben. Ähnliche Einflussfaktoren waren zuletzt auch in Europa und Japan erkennbar, wo traditionellere strukturelle Hindernisse für die Einstellung insbesondere junger und alter Arbeitnehmer hinzukamen. Am schwersten getroffen von der schwachen Arbeitskräftenachfrage in den Industrieländern sind zumeist die weniger Qualifizierten, die nicht ohne weiteres umgeschult werden können, wenn ihre Arbeitsplätze aufgrund des technologischen Fortschritts wegfallen. Infolge des Anteils des Faktors Arbeit in handelbaren Gütern und Dienstleistungen wird es für sie außerdem immer schwerer, gegenüber niedriger bezahlten Arbeitskräften in aufstrebenden Volkswirtschaften zu bestehen. Bisher hat die verhaltene Entwicklung am Arbeitsmarkt jedoch nicht zu einer generellen Einschränkung der Konsumausgaben außerhalb Kontinentaleuropas geführt. Dies war zugleich überraschend und willkommen, wengleich es in mehreren Ländern mit einer kontinuierlich ansteigenden Verschuldung der privaten Haushalte einherging.

Ein weiterer Nebeneffekt des stärkeren Wirtschaftswachstums und des größeren Optimismus an den Finanzmärkten war ihr Beitrag zur Stärkung der Finanzinstitute. Besonders hilfreich war dabei, dass notleidende Kredite in Kontinentaleuropa und Japan zunehmend veräußert werden konnten. In den Industrieländern schwächte eine Kombination ungewöhnlich steiler Renditenstrukturkurven, steigender Preise von Vermögenswerten, niedrigerer Kosten und höherer Einnahmen die Bedenken hinsichtlich Banken, Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften sowie Pensionsfonds deutlich ab. Mit dem sich beschleunigenden Wirtschaftswachstum infolge eines staatlich geförderten Anstiegs der Kreditschöpfung gab es in China dagegen immer mehr Befürchtungen, dass viele dieser Kredite notleidend werden könnten, was die ohnehin stark beanspruchten Kreditinstitute zusätzlich schwächen würde. Die größte Gefahr schien bei Krediten an lokale Gebietskörperschaften und staatseigene Unternehmen zu bestehen, bei denen die Gewinne nicht im Vordergrund standen.

Viele Finanzinstitute, die sich auf das Konsumentengeschäft, vor allem mit Hypotheken, konzentrierten, schnitten im Berichtszeitraum besonders gut ab. Dies begünstigte in vielen Industrieländern eine allgemeine Neuausrichtung des Geschäfts von Finanzinstituten. Sogar in Japan gab es Anzeichen dafür, dass die Banken sich stärker der Kreditvergabe an Verbraucher und kleinere Unternehmen zuzuwenden begannen, wo die Zinsmargen größer waren. Auch in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, insbesondere in Asien sowie in Mittel- und Osteuropa, war der Trend zur Kreditvergabe an private Haushalte zu beobachten. Vor dem Hintergrund anhaltend hoher inländischer Ersparnisbildung, z.B. in vielen asiatischen Ländern, wurde dies besonders begrüßt. Allerdings zeigt die Erfahrung Koreas seit ein oder zwei Jahren auch, dass diese Entwicklung außer Kontrolle geraten kann. Nach

einem vorangegangenen Konsumboom, der von einer rasant steigenden Kreditgewährung durch Banken und Kreditkartengesellschaften gefördert worden war, schwächten sich dort infolge sprunghaft zunehmender Privatkonkurse die Konsumausgaben im vergangenen Jahr wieder ab. Die koreanische Regierung war bemüht, die Abwicklungsverfahren für die einzelnen Gläubiger und Schuldner zu verbessern, doch die dämpfende Wirkung auf das Wachstum der Inlandsnachfrage dürfte noch eine Weile zu spüren sein.

Neben dem allgemein positiven Effekt des rascheren Wirtschaftswachstums auf ihre finanzielle Verfassung kam den Finanzinstituten zumeist eine generelle Verbesserung des Risikomanagements zugute. Der Kulturwandel im Finanzsektor, der in beträchtlichem Umfang mit der Fertigstellung der neuen Eigenkapitalregelung (Basel II) zusammenhängt, intensivierte sich weiter. Allerdings wurden im vergangenen Jahr auch beunruhigende Nachlässigkeiten in der internen Führung sowohl von Unternehmen als auch von Finanzinstituten, in der Überwachung und in der Marktdisziplin aufgedeckt. Bei der Parmalat-Affäre beispielsweise wurden Mängel auf allen Ebenen deutlich: Geschäftsleitung, interne Revision, Wirtschaftsprüfer, Gläubigerbanken, Emissionsinstitute, Rating-Agenturen und Analysten von Investmentbanken, samt der meisten zuständigen Überwachungsinstanzen. Und trotzdem hatte der teuerste Unternehmenskonkurs der Geschichte keinerlei Einfluss auf die Marktpreise von Unternehmenskrediten. Ob dies eine angemessene Reaktion auf einen massiven Betrug mit Einzelfallcharakter oder ein unglückliches Nebenprodukt der in letzter Zeit gestiegenen Risikobereitschaft an den Finanzmärkten war, bleibt offen, dürfte aber zunehmend klarer werden, wenn sich die Märkte auf einen schließlich erfolgenden Anstieg der Leitzinssätze einstellen.